

## Ο Λόγος Τιμής Μετοχής προς Κέρδη ανά Μετοχή (Price Earnings Ratio ή P/E)

Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης

Υπεύθυνος Ανάλυσης “Valuation & Research Specialists” (“VRS”)

Investment Research & Analysis Journal - [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr)

Value Invest - [www.valueinvest.gr](http://www.valueinvest.gr)

---

### Ο Υπολογισμός του Δείκτη

---

Ο δείκτης P/E είναι το πλέον δημοφιλές εργαλείο για τους επενδυτές προκειμένου να προσδιορίσουν τις επενδυτικές τους κινήσεις και εμμέσως τις τιμές των μετοχών. Είναι ένα από τα κυριότερα μέτρα που χρησιμοποιούνται για να καθοριστεί αν μια μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο υπολογισμός του δείκτη P/E είναι κάτι σχετικά εύκολο, σε αντίθεση με την ερμηνεία του αποτελέσματος που προκύπτει, η οποία μπορεί να είναι σχετικά δύσκολη ή και ευμετάβλητη.

Για τον καθορισμό του P/E διαρούμε απλά την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής με τα αντίστοιχα κέρδη της εταιρίας ανά μετοχή για τους τελευταίους 12 μήνες ή για το πιο πρόσφατο έτος ή ακόμα και για το προβλεπόμενο έτος. Τα κέρδη ανά μετοχή είναι το σύνολο των κερδών της επιχείρησης κατά τη διάρκεια του τελευταίου δωδεκαμήνου διαιρεμένο με το συνολικό αριθμό των εισηγμένων διαπραγματευόμενων μετοχών της. Τα συγκεκριμένα μεγέθη είναι διαθέσιμα στους ετήσιους, εξαμηνιαίους ή τριμηνιαίους ισολογισμούς της επιχείρησης.

Για παράδειγμα, θα υπολογίσουμε το δείκτη P/E της εταιρίας “Τυχερή Λοταρία” για την οποία θα υποθέσουμε ότι είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α..

Για να υπολογίσουμε το P/E της εταιρίας χρειαζόμαστε τα ακόλουθα στοιχεία:

Τιμή μετοχής : € 4

Καθαρά κέρδη μ.φ. τελευταίων 12 μηνών : € 10.335.000

Αριθμός υπό διαπραγμάτευση μετοχών : 35.000.000

1) Υπολογίζουμε τα κέρδη ανά μετοχή διαιρώντας τα καθαρά κέρδη μ.φ. με τον αριθμό των μετοχών:

$$\frac{\text{€ } 10.335.000}{35.000.000} = \text{€ } 0,3 \text{ ανά μετοχή}$$

2) Υπολογίζουμε το δείκτη P/E διαιρώντας την τιμή της μετοχής, € 4, με τα κέρδη ανά μετοχή, € 0,3.

$$\frac{\text{€ } 4}{\text{€ } 0,3} = 13,3 \text{ φορές, που είναι ο δείκτης P/E για την εταιρία “Τυχερή Λοταρία”}.$$

Το P/E αυτό απλά σημαίνει ότι η μετοχή πωλείται 13,3 φορές τα κέρδη ή διαφορετικά, ότι για τον επενδυτή που θα αγοράσει σήμερα τη συγκεκριμένη μετοχή θα χρειασθεί να περάσουν 13,3 χρόνια προκειμένου η εταιρία να επιτύχει αθροιστικά κέρδη που θα ισοδυναμούν με τη σημερινή τιμή της μετοχής. Γενικά για τον επενδυτή, είναι προς όφελός του, αυτός ο λόγος να είναι σχετικά χαμηλός, γενικά κάτω των 15 φορές, προκειμένου να θεωρηθεί ελκυστική η αντίστοιχη μετοχή. Γενικά το χαμηλό P/E αποτελεί ικανή αλλά όχι αναγκαία συνθήκη για την επίτευξη θετικών αποδόσεων στο Χρηματιστήριο.

Είναι σημαντικό να γνωρίζουμε ότι το P/E των μετοχών αλλάζει καθημερινά, καθώς οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονται, αλλά και ετησίως όταν ανακοινώνονται τα κέρδη της εταιρίας. Αυτό σημαίνει ότι για τη λήψη μίας επενδυτικής απόφασης, το P/E πρέπει να υπολογίζεται λαμβάνοντας υπόψη τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία. Η χρήση παράκαιρων στατιστικών στοιχείων P/E είναι δυνατόν να οδηγήσει σε χαμηλών ή και αρνητικών αποδόσεων επενδύσεις.

---

### Η Χρησιμότητα και η Ερμηνεία του Δείκτη

---

Μετά από τον υπολογισμό του P/E ξεκινά η δυσκολία καθορισμού της χρησιμότητάς του. Η λογική για τη χρησιμότητα του P/E έγκειται στο γεγονός ότι η τιμή της μετοχής μιας εταιρίας πρέπει να αντανακλά την κερδοφορία της. Ακολουθώντας αυτή τη λογική, μια εταιρία που έχει πολύ υψηλά κέρδη ανά μετοχή πρέπει επίσης να έχει και μεγάλη χρηματιστηριακή αξία. Κατά αυτή την έννοια μια εταιρία με χαμηλά κέρδη ή ζημιές πρέπει να έχει μικρή χρηματιστηριακή αξία.

Ένας χαμηλός δείκτης P/E, σε συνδυασμό με μια χαμηλή τιμή μετοχής και μεγάλα κέρδη αποτελεί ένδειξη ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη και θα πρέπει να ανέβει στο άμεσο ή στο απώτερο μέλλον, επειδή λόγω της ελκυστικότητάς της, οι επενδυτές θα “τρέξουν” να την αγοράσουν. Το σκεπτικό αυτό ακολουθεί το γεγονός ότι μια εταιρία με υψηλή χρηματιστηριακή αξία και χαμηλά κέρδη είναι υπερτιμημένη και η τιμή της θα πρέπει λογικά να υποχωρήσει.

Παρόλο που τα προαναφερθέντα δεδομένα αποτελούν απόρροια της κοινής λογικής είναι πολύ δύσκολο να φτάσουμε σε κάποιο χρήσιμο ή εξαντλητικό συμπέρασμα απλά με τη χρήση του P/E μιας εταιρίας χωρίς να κάνουμε κάποιες συγκρίσεις ή χωρίς να χρησιμοποιήσουμε και άλλα ίσως κριτήρια. Για παράδειγμα, θα είναι λάθος να καταλήξουμε στο απόλυτο συμπέρασμα ότι ένα P/E της τάξης του 10x σημαίνει ότι η μετοχή είναι σίγουρα υποτιμημένη και ότι πρέπει να αγοραστεί διότι θα ανέβει στο μέλλον ή ότι μια μετοχή με P/E 30x είναι υπερτιμημένη και θα πρέπει να πωληθεί γιατί δεν δείχνει να έχει άλλα περιθώρια ανόδου.

Γενικά ο δείκτης αυτός είναι πολύ χρήσιμος σαν ένα εργαλείο σύγκρισης. Δύο από τις συγκρίσεις που γίνονται συνήθως από τους επενδυτές είναι οι ακόλουθες:

- 1) Ανάμεσα στο P/E μιας συγκεκριμένης μετοχής και το μέσο P/E όλων των μετοχών που διαπραγματεύονται στο συγκεκριμένο Χρηματιστήριο.
- 2) Ανάμεσα στο P/E μιας συγκεκριμένης μετοχής και το μέσο P/E των άλλων εταιριών που συμμετέχουν στον ίδιο κλάδο.

Ένα παράδειγμα λοιπόν είναι η σύγκριση του δείκτη P/E της εξεταζόμενης εταιρίας με το μέσο P/E όλων των μετοχών που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο. Ο αριθμός αυτός δείχνει, σε γενικές γραμμές, αν η μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη σε σχέση με τις άλλες μετοχές της ίδιας της χρηματιστηριακής αγοράς.

Αυτή η γενική σύγκριση μπορεί να γίνει, αλλά, επειδή υπάρχουν μεγάλες διαφορές

ανάμεσα στους δεκάδες κλάδους που αντιπροσωπεύουν τις εταιρίες που διαπραγματεύονται σε ένα χρηματιστήριο, θα πρέπει να έχει μικρή βαρύτητα στη λήψη μιας πιθανής επενδυτικής απόφασης. Η σύγκριση βέβαια μεταξύ εταιριών του ίδιου κλάδου είναι πιο χρήσιμη και ουσιαστική. Επίσης μία σύγκριση είναι πολύ πιο χρήσιμη για μια εταιρία σε έναν κλάδο που περιέχει πολλές και όχι λίγες όμοιες εταιρίες (π.χ. όπως πάνω από 20 ή 30 εταιρίες).

---

### **Οι Βασικοί Λόγοι για την Ύπαρξη Υψηλών και Χαμηλών P/E**

---

Όπως γίνεται αντιληπτό από την παραπάνω ανάλυση, ο δείκτης P/E χρησιμοποιείται ως μέτρο ή ως κριτήριο για τον καθορισμό του βαθμού στον οποίο μια μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Αυτή η αξιολόγηση όμως χαρακτηρίζεται από το στοιχείο της υποκειμενικότητας.

Για παράδειγμα δεν είναι ασυνήθιστο για δύο διαφορετικούς χρηματιστηριακούς αναλυτές να μεταφράσουν το δείκτη P/E μιας συγκεκριμένης εταιρίας και να εξάγουν εντελώς διαφορετικά συμπεράσματα για την αξία των μετοχών. Το βασικό θέμα διαφωνίας στην αιτιολόγηση του βαθμού στον οποίο μια μετοχή έχει υψηλή ή χαμηλή τιμή (άρα και P/E) είναι οι μελλοντικές προοπτικές κερδοφορίας που ανοίγονται για την εταιρία, τις οποίες, ο καθένας μπορεί ενδεχομένως να βλέπει με διαφορετικό “μάτι”.

Η πιο χαρακτηριστική περίπτωση για την ύπαρξη ασυνήθιστα υψηλών P/E αφορά εταιρίες που χαρακτηρίζονται από ιδιαίτερα υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Ο λόγος είναι ότι οι επιδόσεις τους, όσον αφορά τα μελλοντικά τους κέρδη, αναμένεται να είναι σημαντικά μεγαλύτερες σε σχέση με τις επιδόσεις των τελευταίων ετών. Σημειώνεται ότι η τιμή μιας μετοχής, δηλαδή η τιμή P στο P/E, συνυπολογίζει μελλοντικά κέρδη που αναμένεται να είναι υψηλά στην περίπτωση μιας ταχέως αναπτυσσόμενης εταιρίας. Την ίδια στιγμή όταν χρησιμοποιούνται τα ιστορικά κέρδη ανά μετοχή, που αντιστοιχούν στο E του P/E, τότε αυτά είναι πιθανώς χαμηλότερα σε σχέση με τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη. Εξαιτίας του γεγονότος ότι στην περίπτωση αυτή ο δείκτης χρησιμοποιεί ένα μέγεθος από το μέλλον και ένα μέγεθος που ανάγεται στο παρελθόν, καθώς οι δύο περίοδοι (παρελθόν και μέλλον) διαφέρουν δραστικά, το P/E μπορεί να είναι εξαιρετικά υψηλό.

---

### Τα Στερεότυπα γύρω από το Δείκτη P/E

---

Οι εταιρίες συγκεκριμένων βιομηχανικών κλάδων (βασικών μετάλλων, τροφίμων, κλπ.) διατηρούν ένα σταθερό (ή τουλάχιστον σε ένα μικρό εύρος διακύμανσης) δείκτη P/E για μεγάλα χρονικά διαστήματα. Αυτό βέβαια μπορεί να αλλάξει, εφόσον υπάρξει μια αλλαγή των θεμελιωδών μεγεθών στη βιομηχανία. Ειδικότερα πρέπει να επισημανθεί ότι για βασικές κατηγορίες εταιριών είναι δυνατό να γίνει πρόβλεψη του δείκτη P/E.

Σε αντίθεση με τις παραπάνω κατηγορίες εταιριών, μικρές εταιρίες υψηλής τεχνολογίας, όπως αυτές του κλάδου των υπολογιστών και πιο πρόσφατα της βιοτεχνολογίας, έχουν συχνά υψηλά P/E σε σχέση με την υπόλοιπη αγορά. Ο λόγος για το οποίο έχουν υψηλά P/E συνίσταται στο γεγονός ότι, όσον αφορά αυτούς τους κλάδους υπάρχουν δυνατότητες για υψηλά μελλοντικά κέρδη, σε αντίθεση με τους κλάδους που αναφέρθηκαν πιο πριν. Με την δημιουργία ενός μικροτσίπ για ηλεκτρονικούς υπολογιστές ή ενός φαρμάκου με υψηλές θεραπευτικές ιδιότητες και επακόλουθες πωλήσεις, οι εταιρίες αυτού του τύπου μπορούν να έχουν ταχεία επιτυχία και ετήσια αύξηση των κερδών τους της τάξης του 100% ή 200%. Οι συγκεκριμένες αυτές περιπτώσεις διαφέρουν από τις μεγάλες εταιρίες που εμφανίζουν σταθερή ανάπτυξη (growth). Η διαφορά έγκειται στο γεγονός ότι δεν υπάρχει τάση μεγέθυνσης, παρά μόνο δυνατότητες. Οι τιμές τους είναι υψηλές γιατί οι επενδυτές έχουν μεγάλες προσδοκίες, γεγονός που σημαίνει ότι αυτές οι τιμές δεν δικαιολογούνται από τις επιδόσεις των κερδών στο παρελθόν. Αντιθέτως, πληρώνουν αυτές τις αδικαιολόγητα υψηλές τιμές για την εκάστοτε μετοχή με την προσδοκία ότι η εταιρία τους θα είναι εκείνη που θα δημιουργήσει το επόμενο πρωτοποριακό προϊόν και θα αποκτήσει με τον τρόπο αυτόν, τεράστια κέρδη.

Οι μεγαλύτερες και οι πιο γνωστές εταιρίες, οι μετοχές των λεγόμενων blue chips, σπάνια θα έχουν δείκτες P/E που θα είναι εξαιρετικά υψηλοί, γιατί οι εργασίες τους είναι καθορισμένες και οι πιθανότητες δημιουργίας ενός προϊόντος που θα διπλασιάσει τα κέρδη τους είναι πολύ μικρότερη από την αντίστοιχη των μικρότερων επιχειρήσεων, όπως εκείνων της υψηλής τεχνολογίας.

### Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη

---

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο [www.iraj.gr](http://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 μέρους 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](http://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](http://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](http://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.

---