



Αξιολόγηση
όλων των
μετοχών του
ελληνικού
χρηματιστηρίου
σύμφωνα με τα
κριτήρια του
Warren Buffett



Κυριακάκης Φιλάρετος
Α.Μ. 29/05

Επιβλέπων καθηγητής: Αθανάσιος Νούλας

**ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΟΛΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΟΥ
ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΤΟΥ WARREN BUFFETT**

**Φιλάρετος Κυριακάκης Α.Μ. 29/05
Επιβλέπων καθηγητής: Αθανάσιος Νούλας**

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	4
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	5
1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	6
1.1 Warren Buffett.....	6
1.1.1 Το ξεκίνημα	6
1.1.2 Benjamin Graham και Philip Fisher.....	9
1.1.3 Πώς μπορεί ο μέσος επενδυτής να υιοθετήσει τις μεθόδους του Warren Buffett;.....	11
1.2. Ο ευφυής επενδυτής	13
1.2.1 Η αξία μιας επιχείρησης.....	17
1.2.2 Περιθώριο Ασφαλείας (Margin of Safety).....	20
1.2.3 Τα κριτήρια επιλογής του Warren Buffett.....	22
2. Η ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΦΙΛΟΣΟΦΙΑ ΤΟΥ BUFFETT.....	25
2.1 Μια απλή και κατανοητή επιχείρηση.....	25
2.2 Βήμα Προς Βήμα.....	27
2.2.1 Ο Λόγος Τιμής Μετοχής προς Κέρδη ανά Μετοχή (Price Earnings Ratio ή P/E).....	27
2.2.2 Η Χρησιμότητα και η Ερμηνεία του Δείκτη	28
2.2.3 Οι Βασικοί Λόγοι για την Ύπαρξη Υψηλών και Χαμηλών P/E	30
2.2.4 Τα Στερεότυπα γύρω από το Δείκτη P/E	31
2.2.5 Ποια είναι η γνώμη του Warren Buffett για το P/E	32
2.3 Μερισματική Απόδοση.....	34
2.3.1 Ο Warren Buffet για την μερισματική απόδοση.....	35
2.4 Η σχέση τιμής προς τη λογιστική αξία.....	37
2.4.1 Ο λόγος της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία μιας μετοχής (P/BV)...	38
2.4.2 Ο Warren Buffet για το P/BV.....	38
2.5 Ο δείκτης P.E.G.	44
2.6 Ο Warren Buffett και η σύγκριση των P/E.....	46
2.7 Κερδοφορία μιας επιχείρησης.....	46
2.7.1 Δυνατή κερδοφορία.....	48

2.7.2 Προηγούμενη ανάπτυξη ως παράγοντας προβλεψιμότητας	52
2.7.3 Ανάπτυξη στα EPS (Earnings per Share).....	52
2.7.4 Προβλέψιμες μελλοντικές αποδοχές.....	54
2.7.5 Καλή χρήση των μη διανεμημένων κερδών.....	57
2.7.6 Η προϋπόθεση του ενός δολαρίου	58
2.8 Ο δείκτης Χρέους.....	63
2.8.1 Η επιχείρηση πρέπει να έχει μια συνετή προσέγγιση όσον αφορά το χρέος ..	63
2.8.2 Ο Warren Buffett δεν συμπαθεί το χρέος.....	65
2.8.3 Η τρέχουσα αναλογία ή η δοκιμή ρευστότητας	66
2.8.4 Η γρήγορη αναλογία	69
2.8.5 Χρέος σε αναλογίες απόδοσης	69
2.8.6 Ο Warren Buffett και το μακροπρόθεσμο χρέος.....	69
2.9 Πτώση τιμών.....	72
3. ΠΕΡΙΠΤΩΣΙΟΛΟΓΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ.....	78
3.1 Coca Cola.....	78
3.2 Boeing (BA)	82
3.3 Συνοψίζοντας.....	87
4. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΟΛΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΤΟΥ WARREN BUFFETT.....	90
4.1 Η μεθοδολογία	90
4.2 Οι εισηγμένες του Χ.Α.....	91
4.3 Αξιολόγηση.....	91
4.4 Αποτελέσματα.....	108
4.5 Συμπεράσματα.....	113
ΠΗΓΕΣ.....	115
Ελληνική Και Ξένη Βιβλιογραφία.....	115
Σελίδες Στο Διαδίκτυο.....	118

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1. Το χαρτοφυλάκιο κοινών μετοχών της Berkshire Hathaway για το 2007.....	8
Πίνακας 2. Λογιστική αξία Scott Fetzer.....	42
Πίνακας 3. Ετήσιες δαπάνες της Berkshire.....	43
Πίνακας 4. Αποδόσεις της Anheuser-Busch.....	53
Πίνακας 5. Δημοσιευμένα καθαρά κέρδη εταιρίας A.....	61
Πίνακας 6. Δημοσιευμένα καθαρά κέρδη εταιρίας B.....	62
Πίνακας 7. Αποτελέσματα για ROE και ROC της Coca Cola	80
Πίνακας 8. Αποτελέσματα για EPS και SPS της Coca Cola.....	80
Πίνακας 9. Αποτελέσματα για EPS και DPS της Coca Cola.....	81
Πίνακας 10. Αποτελέσματα για ROE και ROC της Boeing.....	84
Πίνακας 11. Αποτελέσματα για EPS και SPS της Boeing.....	85
Πίνακας 12. Αποτελέσματα για EPS και DPS της Boeing.....	86
Πίνακας 13. 1ο Κριτήριο και αξιολόγηση των E/Ps.....	92
Πίνακας 14. 2ο Κριτήριο και αξιολόγηση της μερισματικής απόδοσης	99
Πίνακας 15. 3ο Κριτήριο και σύγκριση της χρηματιστηριακής προς την λογιστική αξία	100
Πίνακας 16. 4ο Κριτήριο και σύγκριση των P/Es της 5ετίας	102
Πίνακας 17. 5ο Κριτήριο και σύγκριση κερδών προ φόρων 5ετίας (σε χιλ. ευρώ).....	104
Πίνακας 18. 5ο Κριτήριο και σύγκριση κερδών μετά φόρων 5ετίας (σε χιλ. ευρώ).....	104
Πίνακας 19. 6ο Κριτήριο και δυνατότητα εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	105
Πίνακας 20. 7ο Κριτήριο και ποσοστιαία μεταβολή κερδών ανά έτος	106
Πίνακας 21. 8ο Κριτήριο και σύγκριση ίδιων προς ξένων κεφαλαίων.....	107
Πίνακας 22. 9ο Κριτήριο και σύγκριση του κυκλ. ενεργητικού με τη χρηματιστηριακή αξία	107

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ο πλουσιότερος άνθρωπος και διασημότερος επενδυτής του κόσμου, ο Warren Buffett, γιος χρηματιστή και μέλους του Κογκρέσου, έπαιζε στο χρηματιστήριο από την εφηβική ακόμη ηλικία. Αφού σπούδασε οικονομικά στο Πανεπιστήμιο του Κολούμπια, ίδρυσε την πρώτη επενδυτική εταιρεία του το 1956, η οποία απέφερε τριπλάσια απόδοση από τη μέση απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς. Κάθε χρόνο περισσότεροι από 25.000 πιστοί 'οπαδοί' του συγκεντρώνονται στην Ομάχα για την ετήσια συνάντησή τους μαζί του, που έχει πάρει το όνομα 'Γούντστοκ των χρηματιστών'. Είναι οι μέτοχοι της επενδυτικής Berkshire Hathaway, που εδώ και μερικές δεκαετίες γίνονται κάθε χρόνο πλουσιότεροι χάρη στις επενδυτικές επιλογές του κ. Buffett. Γνωστός στην παγκόσμια επενδυτική κοινότητα, σαν ένας από τους λίγους που καταφέρνουν και προβλέπουν και βγάζουν πολλά κέρδη από τις ισοτιμίες των νομισμάτων, ο Warren Buffett και το επενδυτικό του όχημα, η Berkshire Hathaway, αποτελούν ένα θρύλο. Οι επενδυτές θα ήθελαν πολύ να ξέρουν το μυστικό της επιτυχίας του και πολλά βιβλία και άρθρα έχουν εκπονηθεί για την ανάλυση της επενδυτικής του φιλοσοφίας και των κριτηρίων όσον αφορά τις επιλογές των μετοχών του. Ο ίδιος ο Warren Buffett από καιρό σε καιρό δίνει κάποια στοιχεία για τις επενδυτικές του αρχές στις ετήσιες επιστολές του προς τους μετόχους της Berkshire Hathaway αλλά μερικές φορές και στα ίδια τα μέσα ενημέρωσης.

Σκοπός μας είναι να δούμε από κοντά τον τρόπο σκέψης και την εν γένει φιλοσοφία του Warren Buffett και να προσπαθήσουμε ν' αποκομίσουμε κάποια επωφελή συμπεράσματα, που θα μας βοηθήσουν στην εξαγωγή των κριτηρίων αυτών που θεωρεί ο Buffet ότι πρέπει απαραίτητα να ικανοποιεί μια μετοχή, προκειμένου να την εντάξει στο χαρτοφυλάκιο του. Έπειτα θα εφαρμόσουμε τα κριτήρια αυτά σε όλες τις μετοχές του ελληνικού χρηματιστηρίου έτσι ώστε να δημιουργήσουμε ένα ιδανικό δυνητικό χαρτοφυλάκιο για τους Έλληνες επενδυτές, αλλά και να βγάλουμε κάποια γενικά συμπεράσματα για το σύνολο των επιχειρήσεων που οι μετοχές τους τελούν υπό διαπραγμάτευση στο ελληνικό χρηματιστήριο. Γιατί στην ουσία δεν πρόκειται απλά για αξιολόγηση μετοχών, αλλά κατ' επέκταση και των ίδιων επιχειρήσεων που αντιπροσωπεύουν, αφού όπως έχει πει και ο ίδιος ο Buffett δεν αγοράζει μετοχές αλλά επιχειρήσεις.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Warren Buffett

Επενδυτής, επιχειρηματίας και φιλάνθρωπος. 'Ο μάγος της Ομάχα', έχει δημιουργήσει μια τεράστια περιουσία, κυρίως μέσω της εταιρίας Berkshire Hathaway, στην οποία είναι μεγαλομέτοχος και διευθύνων σύμβουλος. Με καθαρή προσωπική περιουσία ύψους 62 δισ. δολαρίων, ο πιο αγαπημένος επενδυτής της Αμερικής είναι τώρα κατά τον Forbes το πλουσιότερο άτομο του κόσμου ξεπερνώντας τον ιδρυτή της Microsoft και καλό του φίλο, Bill Gates.

1.1.1 Το ξεκίνημα

Ο Warren Edward Buffett γεννήθηκε στις 30 Αυγούστου του 1930, στην Ομάχα της Νεμπράσκα. Ο πατέρας του, Howard Buffett, ήταν ένας τοπικός χρηματιστής και ο Warren Buffett αντρώθηκε κυριολεκτικά μέσα στη χρηματιστηριακή εταιρεία του πατέρα του έχοντας μια τεράστια έφεση στους αριθμούς και μια αξιοσημείωτη ευκολία σε σύνθετους μαθηματικούς υπολογισμούς ήδη από την ηλικία των 8 ετών. Από τα πρώτα χρόνια του άρχισε να δείχνει τις δεινές επενδυτικές ικανότητες του και ήταν τόσο επιτυχημένος που είπε στον πατέρα του πως δεν ήθελε να πάει στο κολλέγιο και να μπει άμεσα στις επιχειρήσεις αλλά ο τελευταίος το αρνήθηκε (Robert G. Hagstrom, 2005). Στα 11 του, αγόρασε 3 μετοχές της Cities Service προς 38 δολάρια τη μία, γι' αυτόν και τη μεγαλύτερη αδελφή του. Λίγο αργότερα η μετοχή έπεσε στα 27 δολάρια. Ο Buffett, αν και πανικοβλήθηκε, κράτησε τη μετοχή ώσπου αυτή να ανακάμψει, και την πούλησε στα 40 δολάρια. Ο ίδιος ωστόσο δηλώνει ότι ήταν λάθος του, αφού η μετοχή της Cities Service εκτοξεύθηκε αργότερα στα 200 δολάρια. Έτσι έμαθε μία από τις βασικές αρχές της επενδυτικής τέχνης: η υπομονή είναι αρετή.

Ο Buffett ξεκίνησε τις σπουδές του στο Πανεπιστήμιο της Πενσυλβάνιας το 1947 και το 1949 μεταπήδησε στο Πανεπιστήμιο της Νεμπράσκας από όπου και αποφοίτησε το 1950. Εκεί ήταν που για πρώτη φορά διάβασε ένα νέο βιβλίο για τις επενδύσεις από έναν καθηγητή του Πανεπιστημίου του Κολούμπια με το όνομα Benjamin Graham. Ήταν, φυσικά, το 'The Intelligent Investor' (Ο Ευφυής

Επενδυτής). Στην τέταρτη και τελευταία έκδοση του βιβλίου, ο Warren Buffett, ο οποίος είχε γράψει τον πρόλογο του βιβλίου, παρατηρεί, 'Διάβασα την πρώτη έκδοση του βιβλίου το 1950 όταν ήμουν 19 χρονών. Τότε είχα θεωρήσει ότι επρόκειτο για το καλύτερο βιβλίο που είχε ποτέ γραφτεί για τις επενδύσεις. Ακόμα πιστεύω το ίδιο.' (Benjamin Graham and Jason Zweig, 2003). Ο Buffett ενθουσιάστηκε τόσο με τις ιδέες του Graham που έκανε αίτηση στη Σχολή Επιχειρήσεων του Κολούμπια έτσι ώστε να μπορεί να σπουδάσει δίπλα στον Graham. Αποφοίτησε από το Κολούμπια με ένα μεταπτυχιακό στα οικονομικά για να προσχωρήσει λίγο αργότερα στην επιχείρησή του Graham, την Graham-Newman Corporation, μετά από πρόσκληση του πρώην καθηγητή του. Κατά τη διάρκεια της διετούς παρουσίας του εκεί, ο Buffett ενστερνίστηκε την επενδυτική προσέγγιση του μέντορά του. Το 1956, η Graham-Newman διαλύθηκε. Ο Graham, τότε 61 ετών, αποφάσισε να αποσυρθεί και ο Buffett επέστρεψε στην Ομάχα όπου οπλισμένος με τη γνώση που απέκτησε από τον Graham, την οικονομική υποστήριξη της οικογένειας και των φίλων, και \$100 από τα δικά του λεφτά, ξεκίνησε μια περιορισμένης ευθύνης επενδυτική συνεργασία σε ηλικία είκοσι πέντε ετών. Η πρώτη συμβουλή που πήρε από τον καθηγητή και μέντορά του Ben Graham ήταν καθοριστική: 'Δεν είσαι σωστός ή λάθος επειδή συμφωνούν ή διαφωνούν μαζί σου οι άλλοι. Είσαι σωστός γιατί τα στοιχεία, τα επιχειρήματα και η συλλογιστική σου είναι σωστά.' Και, ενώ μέχρι εκείνη τη στιγμή είχε δοκιμάσει διάφορων ειδών επενδυτικές φόρμες, ήταν τότε που άρχισε να καλλιεργεί την ικανότητα, όπως λέει και ο ίδιος, 'να χρησιμοποιώ την αγορά αντί να με χρησιμοποιεί εκείνη.' (Fortune, 2005). Στη φιλοσοφία αξιών του Warren Buffett το να σου ανήκει μια επιχείρηση και να ελέγχεις τις ταμειακές ροές με στόχο επιπρόσθετες επενδύσεις, κάτι το οποίο αποτελεί και ένα βασικό σημείο στην μεθοδολογία του Buffet, δεν είναι το ίδιο με το να διαθέτεις απλά μετοχές. Αυτό είναι και μια βασική διαφορά μεταξύ του Buffett και του μέντορά του Benjamin Graham (Mark Tier, 2006).

Το 1962 ξεκίνησε να αγοράζει μετοχές της Berkshire Hathaway, μιας παραπαίουσας εταιρίας υφασμάτων, επειδή οι μετοχές της άξιζαν λιγότερο από τα κεφάλαια της εταιρίας και αργότερα έγινε ο μεγαλομέτοχος για να την μετατρέψει σε μια από τις μεγαλύτερες εταιρίες συμμετοχών στον κόσμο, καθώς κατεύθυνε τα ελεύθερα κεφάλαια της εταιρίας σε εξαγορές και αγορές μετοχών. Η βασική

στρατηγική ήταν η απόκτηση μεριδίων σε υποτιμημένες εταιρίες σε φθηνή τιμή, όταν δηλαδή οι εταιρείες αυτές μπορούσαν να εξαγοραστούν σε τιμές κάτω της πραγματικής αξίας τους. Η αρχή έγινε με την κατάρρευση της αγοράς το 1973-74 που η Berkshire Hathaway βρήκε την ευκαιρία να αγοράσει άλλες επιχειρήσεις σε τιμές ευκαιρίας. Κι ενώ οι περισσότεροι επαγγελματίες επενδυτές αντιμετώπισαν την περίοδο εκείνη ως μία περίοδο απωλειών, ο Buffett την αντιμετώπισε ως μία περίοδο ευκαιριών ξεκινώντας μία σειρά αγορών, η οποία περιελάμβανε και μια επένδυση στην εφημερίδα The Washington Post. Η αγορά της The Washington Post ήταν ένα σαφές σημάδι ότι ο Buffett θ' ακολουθούσε μία πορεία που θα τον έφερνε σε διαφωνία με τους περισσότερους άλλους επαγγελματίες επενδυτές (Robert G. Hagstrom, 1999).

Σήμερα η εταιρεία συμμετοχών του Berkshire Hathaway διατηρεί ποσοστά σε ευρύ φάσμα κλάδων όπως οι ασφάλειες, οι εκδόσεις, το λιανικό εμπόριο και η μεταποίηση, ενώ παράλληλα διαθέτει πάνω από 28 δισ. δολάρια σε ρευστά διαθέσιμα και περίπου 102 δισ. δολάρια σε τίτλους. Στον πίνακα 1 μπορούμε να δούμε το χαρτοφυλάκιο της Berkshire Hathaway για το 2007.

Πίνακας 1. Το χαρτοφυλάκιο κοινών μετοχών της Berkshire Hathaway για το 2007

Μετοχές	Επιχείρηση	Ποσοστό Κυριότητας στην Επιχείρηση	Κόστος (σε εκ. Δολάρια)	Αγορά (σε εκ. Δολάρια)
151,610,700	American Express Company	13.1	1,287	7,887
35,563,200	Anheuser-Busch Companies, Inc	4.8	1,718	1,861
60,828,818	Burlington Northern Santa Fe	17.5	4,731	5,063
200,000,000	The Coca-Cola Company	8.6	1,299	12,274
17,508,700	Conoco Phillips	1.1	1,039	1,546
64,271,948	Johnson & Johnson	2.2	3,943	4,287
124,393,800	Kraft Foods Inc	8.1	4,152	4,059
48,000,000	Moody's Corporation	19.1	499	1,714
3,486,006	POSCO	4.5	572	2,136

Μετοχές	Επιχείρηση	Ποσοστό Κυριότητας στην Επιχείρηση	Κόστος (σε εκ. Δολάρια)	Αγορά (σε εκ. Δολάρια)
101,472,000	The Procter & Gamble Company	3.3	1,030	7,450
17,170,953	Sanofi-Aventis	1.3	1,466	1,575
227,307,000	Tesco plc	2.9	1,326	2,156
75,176,026	U.S. Bancorp	4.4	2,417	2,386
17,072,192	USG Corp	17.2	536	611
19,944,300	Wal-Mart Stores, Inc.	0.5	942	948
1,727,765	The Washington Post Company	18.2	11	1,367
303,407,068	Wells Fargo & Company	9.2	6,677	9,160
1,724,200	White Mountains Insurance Group Ltd	16.3	369	886
	Άλλες		5,238	7,633
	Σύνολο Κοινών Μετοχών		39,252	74,999

(Πηγή: Berkshire Hathaway Annual Report, 2007)

Οι εταιρείες που πληρούν τα κριτήρια για να ενταχθούν στα χαρτοφυλάκια της Berkshire είναι εκείνες που

- ✓ οι μετοχές τους παρουσιάζουν καλές επιδόσεις,
- ✓ δεν είναι βεβαρημένες με υψηλά χρέη,
- ✓ οι δραστηριότητές τους είναι κατανοητές και
- ✓ έχουν συστηματική ροή κερδών.

1.1.2 Benjamin Graham και Philip Fisher

Δύο πρόσωπα επηρέασαν έντονα τον Buffett ενώ εκείνος ανέπτυξε την επενδυτική του προσέγγιση η οποία λειτούργησε τόσο καλά για αυτόν. Όπως έχουν ήδη αναφέρει, ο Benjamin Graham, ο οποίος θεωρούνταν ο κοσμήτορας της οικονομικής ανάλυσης, δεδομένου ότι αυτός καθιέρωσε το επάγγελμα. Το

βιβλίο του, 'Security Analysis', έδωσε στον Buffett τον αρχικό προσανατολισμό του προς την ανάλυση οποιασδήποτε επένδυσης μετοχών ως επιχειρησιακή επένδυση. Η άλλη σημαντική επιρροή του Buffett ήταν ο Philip Fisher, ένας σύμβουλος επένδυσης που άρχισε τη σταδιοδρομία του προς το τέλος της δεκαετίας του '20. Ο Fisher δίδαξε στον Buffett την σημασία της επενδύσεις σε επιχειρήσεις με "επάνω από του μετρίου δυνατότητες" και μια ιδιαίτερα ικανή διοικητική ομάδα. Οι επιχειρήσεις που μπορούσαν να αυξήσουν τις πωλήσεις και τα κέρδη τους κατά τη διάρκεια των ετών σε ποσοστά μεγαλύτερα από το μέσο όρο της βιομηχανίας εντυπωσίαζαν ιδιαίτερα τον Fisher. Έψαχνε επιχειρήσεις που αυξάνονταν με το μάρκετινγκ των προϊόντων ή υπηρεσίες με αρκετή δυνατότητα στη δημιουργία περαιτέρω αύξησης των πωλήσεων κατά τη διάρκεια αρκετών ετών. Μια τέτοια επιχείρηση έχει καλά περιθώρια κέρδους, μαζί με αποτελεσματικούς ελέγχους ανάλυσης δαπανών και λογιστικής.

Η επενδυτική μεθοδολογία του Warren Buffet είναι ένα υβριδικό μίγμα των στρατηγικών του Ben Graham και του Philip Fisher. Από τον Graham, ο Buffett έμαθε την προσέγγιση στο περιθώριο ασφάλειας - δηλαδή ακριβείς ποσοτικές οδηγίες χρήσης για την αγορά μετοχών από επιχειρήσεις που πωλούνται λιγότερο από το καθαρό κεφάλαιο κίνησής τους. Ο Graham επίσης υπογράμμισε ότι είναι άσκοπο ν' ακολουθείς τις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις του χρηματιστηρίου, και ότι οι θέσεις των μετοχών πρέπει να είναι μακροπρόθεσμες. Από τον Fisher, ο Buffett άρχισε να εκτιμάει την επίδραση που μπορεί να έχει η διαχείριση στην αξία οποιασδήποτε επιχείρησης, και ότι η διαφοροποίηση αυξάνει παρά μειώνει τον κίνδυνο μιας και είναι αδύνατο να προσέχεις όλα τα αυγά σε πάρα πολλά διαφορετικά καλάθια (Robert G. Hagstrom, 1997).

Ας δούμε όμως μερικά γενικά από τα χαρακτηριστικά της μοναδικής του στρατηγικής:

Σε μια εποχή που όλοι έλκονται από τις βραχυπρόθεσμες ευκολίες, εκείνος, επιμένει επιδεικτικά σε παλιομοδίτικα κριτήρια επιλογής, όπως η εντιμότητα των εκπροσώπων μιας εταιρείας, η αφοσίωσή τους στα θεμελιώδη του αντικειμένου της και η μακροπρόθεσμη έμφαση στη δημιουργία υπεραξιών.

Η ετήσια κινητικότητα των χαρτοφυλακίων του είναι πολύ χαμηλή, περίπου 15%, καθώς πιστεύει ότι οι ενδιάμεσες αγοραπωλησίες απλώς ανακατανέμουν, δεν δημιουργούν αξίες, ενώ οι προμήθειες, οι αμοιβές μεσαζόντων, φόροι κ.λπ. μπορεί να απορροφήσουν μέχρι το 20% των κερδών.

Η Berkshire Hathaway δεν έχει στρατηγική εξόδου από μία μετοχή. Έχει μόνο στρατηγική εισόδου. Όπως λέει ο ίδιος, 'η προτιμώμενη περίοδος διακράτησης μιας μετοχής είναι 'για πάντα', στην έκταση που υπάρχουν ικανοποιητικά αποτελέσματα, σοβαρό μάνατζμεντ και καλές εργασιακές σχέσεις' (Warren E. Buffett, 1989).

Η Berkshire Hathaway δε δανείζεται, ούτε καν για λειτουργικούς σκοπούς. Πολύ περισσότερο για εξαγορές, συμμετοχές και λοιπά, 'μαθηματικού τύπου', σχήματα. Εξάλλου, είναι γνωστή η απέχθεια τού Buffett για μετοχές της hi-tech και η καχυποψία του για τα χρηματιστηριακά παράγωγα.

Αποδίδει την επιτυχία του, όχι σε σπάνιες ικανότητες, αλλά στο ότι, οι όποιες επιδεξιότητές του, βρέθηκαν στο σωστό τόπο (μία πλούσια χώρα, με δομημένες αγορές και τεράστιες ποσότητες εμπορεύσιμων χρεογράφων), και στο σωστό χρόνο (το δεύτερο μισό τού αιώνα των μεγάλων χρηματοοικονομικών ανακατατάξεων).

Η αρχή που εφαρμόζει στις σχέσεις του με τους συνεργάτες του είναι αυτή του 'care and feeding': Ευχαριστημένοι από τις αποδοχές τους και ευτυχισμένοι από τη δουλειά τους, με το τελευταίο να επιτυγχάνεται, με την απαλλαγή τους από το βραχνά των βραχυπροθέσμων επιδόσεων. Όλοι, λοιπόν, σκέφτονται μακροπρόθεσμα, ευθυγραμμισμένοι με την κεντρική πολιτική της εταιρείας (Κωστούλας, 2008).

1.1.3 Πώς μπορεί ο μέσος επενδυτής να υιοθετήσει τις μεθόδους του Warren Buffett;

Ο Warren Buffett δεν επενδύει ποτέ σε επιχειρήσεις που δεν μπορεί να καταλάβει ή που είναι έξω από 'τον κύκλο ικανοτήτων του.' Όλοι οι επενδυτές μπορούν, κατά τη διάρκεια του χρόνου, να εξασφαλίσουν και να εντείνουν 'τον

κύκλο ικανοτήτων του' σε μια βιομηχανία στην οποία να εμπλέκονται επαγγελματικά ή σε κάποιο τομέα των επιχειρήσεων τον οποίο απολαμβάνουν. Δεν είναι απαραίτητο κάποιος να είναι σωστός πάρα πολλές φορές στη ζωή του καθώς ο Warren δηλώνει ότι δώδεκα επενδυτικές αποφάσεις στην σαραντάχρονη ήταν αυτές που έκαναν όλη τη διαφορά. Εδώ είναι ένα σύντομο και αποδοτικό μάθημα από την ετήσια έκθεση του 1996: 'Ο στόχος σας ως επενδυτής πρέπει να είναι απλά να αγοράσετε, σε μια λογική τιμή, ένα ενδιαφέρον μέρος από μια εύκολα κατανοητή επιχείρηση της οποίας οι αποδοχές ουσιαστικά θα είναι υλικά υψηλότερες, πέντε, δέκα, και είκοσι χρόνια από τώρα. Κατά τη διάρκεια του χρόνου, θα βρείτε μόνο μερικές επιχειρήσεις που ν' ανταποκρίνονται σε αυτά τα πρότυπα - έτσι όταν βρείτε κάποια που να πληρεί τις προϋποθέσεις, πρέπει να αγοράσετε ένα σημαντικό ποσό μετοχών' (Warren E. Buffett, 1997).

Παραδείγματος χάριν:

- Όταν το χρηματιστήριο σπρώχνει την τιμή μιας καλής επιχείρησης προς τα κάτω, όπως έκανε στη Washington Post, ή
- Όταν ένας συγκεκριμένος κίνδυνος τιμωρεί προσωρινά μια επιχείρηση, όπως στη Wells Fargo, ή
- Όταν η αδιαφορία επενδυτών επιτρέπει μια ανώτερη επιχείρηση όπως η Κόκα Κόλα να διατιμάται στη μισή από την εσωτερική αξία της,

οι επενδυτές που ξέρουν πώς να σκεφτούν και να ενεργήσουν όπως ο Buffett θα ανταμειφθούν (Robert G.Hagstrom, 1997).

Παρ' όλα αυτά ο τρόπος του Warren Buffett είναι απατηλά απλός. Αν και δεν υπάρχει κάποιο επενδυτικό εγχειρίδιο που πρέπει ν' αποκρυπτογραφήσεις, εντούτοις αυτή η προσέγγιση θα βοηθήσει μόνο εκείνους τους επενδυτές που είναι πρόθυμοι να βοηθηθούν. Δεν υπάρχει τίποτα το επιστημονικό στην εκτίμηση μιας επιχείρησης και στην απόφαση ή όχι της αγοράς συγκεκριμένων μετοχών, απλά το μόνο που χρειάζεται είναι μία λεπτομερή εξέταση και μία δυνατή γνώση που θα μπορέσουν να οδηγήσουν τον εκάστοτε επενδυτή στην εξαγωγή κάποιων κατά προσέγγιση ασφαλών συμπερασμάτων. 'Δεν είναι απαραίτητο να κάνεις

εξαιρετικά πράγματα για να έχεις εξαιρετικά αποτελέσματα.' λέει ο Buffett (Carol J. Loomis, 1988).

Ο John Train, συγγραφέας του 'The Money Masters', μας δίνει μια σύντομη περιγραφή της επενδυτικής προσέγγισης του Buffett: 'Η ουσία του σκεπτικού του Warren είναι ότι ο επιχειρησιακός κόσμος διαιρείται σε ένα μικρό αριθμό θαυμάσιων επιχειρήσεων - στις οποίες αξίζει κανείς να επενδύσει σε κάποια τιμή - και ένας μεγάλος αριθμός κακών ή μέτριων επιχειρήσεων που δεν είναι ελκυστικές ως μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Τις περισσότερες φορές, οι περισσότερες επιχειρήσεις δεν αξίζουν γι' αυτό που πωλούνται, αλλά υπάρχουν και σπάνιες περιπτώσεις όπου θαυμάσιες επιχειρήσεις σχεδόν χαρίζονται. Όταν αυτό συμβαίνει, αγοράστε θαρραλέα, μην δίνοντας καμία σημασία σε τρέχοντα θλιβερά οικονομικά και προβλέψεις του χρηματιστηρίου' (John Train, 1994).

Εάν χρειάζεστε σταθερή επιβεβαίωση, ιδιαίτερα από το χρηματιστήριο, ότι οι επενδυτικές αποφάσεις σας είναι σωστές, θα μικραίνετε τα οφέλη σας. Αλλά εάν μπορείτε να σκεφτείτε για σας, να εφαρμόσετε τις σχετικά απλές μεθόδους, και να έχετε το θάρρος των πεποιθήσεών σας, θα αυξήσετε πολύ τις πιθανότητές σας για κέρδος. Όποτε οι άνθρωποι δοκιμάζουν κάτι νέο, υπάρχει μια αρχική ανησυχία. Η υιοθέτηση μιας νέας και διαφορετικής στρατηγικής επένδυσης θα προκαλέσει φυσικά κάποια ανησυχία. Με τον τρόπο του Warren Buffett, το πρώτο βήμα είναι η πρόκληση. Εάν μπορείτε να κυριαρχήσετε σε αυτό το πρώτο βήμα, τα υπόλοιπα είναι εύκολα.

1.2. Ο ευφυής επενδυτής

Το πιο ιδιαίτερο γνώρισμα της επενδυτικής φιλοσοφίας του Buffett είναι η σαφής κατανόηση ότι με την ιδιοκτησία των μετοχών αποκτάτε κυριότητα των επιχειρήσεων, κι όχι απλά μερικά κομμάτια χαρτιών. Η ιδέα της αγοράς των μετοχών χωρίς την ανάλογη κατανόηση της λειτουργίας της επιχείρησης - τα προϊόντα και τις υπηρεσίες της, τις σχέσεις εργασίας, τις δαπάνες πρώτης ύλης, τις εγκαταστάσεις και τον εξοπλισμό, τις απαιτήσεις επανεπένδυσης κεφαλαίου, απογραφές, απαιτήσεις προς πληρωμή, και τις ανάγκες για το κεφάλαιο κίνησης -

είναι παράλογη για τον Buffett. Αυτή η νοοτροπία αντικατοπτρίζει την συμπεριφορά ενός ιδιοκτήτη επιχείρησης σε αντιδιαστολή με έναν ιδιοκτήτη μετοχών, και είναι η μόνη νοοτροπία που ένας επενδυτής πρέπει να έχει. Στην ανακεφαλαίωση του Ευφυούς Επενδυτή, ο Benjamin Graham έγραψε, 'η επένδυση είναι πιο ευφυής όταν είναι πιο μεθοδική.' Αυτές είναι, λέει ο Buffett, 'οι εννέα πιο σημαντικές λέξεις που γράφτηκαν ποτέ για την επένδυση.'

Ένα πρόσωπο που διατηρεί μετοχές έχει την επιλογή να γίνει ιδιοκτήτης μιας επιχείρησης ή φορέας χρεογράφων. Οι ιδιοκτήτες των κοινών μετοχών που αντιλαμβάνονται ότι απλά κρατούν ένα κομμάτι χαρτί βρίσκονται πολύ μακριά από τις οικονομικές δηλώσεις της επιχείρησης. Συμπεριφέρονται λες και η συνεχώς μεταβαλλόμενη τιμή της αγοράς είναι μία ακριβής αντανάκλαση της αξίας της μετοχής τους από τη δήλωση του ισολογισμού και του εισοδήματος της επιχείρησης. Για τον Buffett, οι δραστηριότητες ενός κατόχου κοινών μετοχών και ενός ιδιοκτήτη επιχείρησης συνδέονται στενά. Και οι δύο πρέπει να κοιτάνε την ιδιοκτησία μιας επιχείρησης με τον ίδιο τρόπο. 'Είμαι καλύτερος επενδυτής επειδή είμαι επιχειρηματίας,' λέει ο Buffett, 'και ένας καλύτερος επιχειρηματίας επειδή είμαι επενδυτής' (Robert Lenzner, 1993).

Ο Warren Buffett είναι ίσως περισσότερο γνωστός στον κόσμο των επενδύσεων για τις αποφάσεις του στις κοινές μετοχές, και είναι διάσημος για τις 'buy and hold' θέσεις σε επιχειρήσεις όπως η Coca-Cola, American Express, The Washington Post, και η Gillette. Οι δραστηριότητές του, εντούτοις, δεν περιορίζονται στις μετοχές. Αγοράζει επίσης βραχυπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους σταθερού εισοδήματος τίτλους, μια κατηγορία που περιλαμβάνει τα μετρητά, τα ομόλογα, και τις προνομιούχες μετοχές. Στην πραγματικότητα, η επένδυση σταθερού εισοδήματος είναι μια από τις συνήθειες αγοράς του Buffett, υπό τον όρο ότι, όπως πάντα, υπάρχουν υποτιμημένες ευκαιρίες. Αναζητά απλά, σε κάθε δεδομένη στιγμή, εκείνες τις επενδύσεις οι οποίες παρέχουν την υψηλότερη απόδοση μετά τη φορολόγηση. Τα τελευταία χρόνια, σ' αυτά συμπεριλαμβάνονται και εισβολές στην αγορά χρεών, μεταξύ των οποίων στα εταιρικά και κυβερνητικά ομόλογα, τα μετατρέψιμα ομόλογα, τις μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές, και ακόμη και τα υψηλής απόδοσης ομόλογα.

Όταν κοιτάζουμε μέσα σε αυτές τις σταθερής απόδοσης συναλλαγές, αυτό που βλέπουμε είναι ότι ο Buffett χρησιμοποιεί την ίδια μέθοδο που υιοθετεί με τις επενδύσεις σε μετοχές. Αναζητάει το όριο ασφάλειας, την υποχρέωση, και τις χαμηλές τιμές (συμφωνίες). Επιμένει στην ισχυρή και τίμια διαχείριση, την σωστή κατανομή του κεφαλαίου, και την δυνατότητα για κέρδος. Οι αποφάσεις του δεν εξαρτώνται από τις καυτές τάσεις ή τους παράγοντες της αγοράς αλλά αντ' αυτού είναι γνωστικές επενδύσεις βασισμένες στις συγκεκριμένες ευκαιρίες όπου ο Buffett θεωρεί ότι υπάρχουν υποτιμημένα αγαθά ή τίτλοι.

Αυτή η πτυχή του ύφους επένδυσης του Buffett είναι ένα κρίσιμο μέρος του γενικού χαρτοφυλακίου της Berkshire Hathaway. Οι σταθερής απόδοσης τίτλοι αντιπροσώπευσαν 20 τοις εκατό του χαρτοφυλακίου της Berkshire Hathaway το 1992, σήμερα εκείνο το ποσοστό έχει αυξηθεί σε περίπου 30 τοις εκατό. Ο λόγος για αυτές τις σταθερής απόδοσης επενδύσεις είναι απλός: Ήταν η καλύτερη αξία για κείνο το διάστημα. Λόγω της απόλυτης αύξησης του χαρτοφυλακίου της Berkshire Hathaway και του μεταβαλλόμενου περιβάλλοντος επένδυσης, ο Buffett συχνά είχε στραφεί στην αγορά ολόκληρων επιχειρήσεων και στην απόκτηση σταθερής απόδοσης τίτλων. Έγραψε σε μια επιστολή του το 2003 στους μετόχους ότι είναι δύσκολο να βρεθούν σημαντικά υποτιμημένες μετοχές, 'μία δυσκολία που τονίστηκε πολύ με το ξεφύτρωμα των κεφαλαίων που πρέπει να επεκτείνουμε.'

Ως ένα ορισμένο βαθμό, οι σταθερής απόδοσης επενδύσεις θα είναι πάντα απαραίτητες για το χαρτοφυλάκιο του Μπερκσάιρ Hathaway λόγω της συγκέντρωσης του Μπερκσάιρ στις ασφαλιστικές εταιρείες. Για να εκπληρώσουν την υποχρέωσή τους στους ασφαλισμένους, οι ασφαλιστικές εταιρείες πρέπει να επενδύουν μερικά από τα αγαθά τους σε σταθερής απόδοσης τίτλους. Ακόμα, το Μπερκσάιρ κρατά ένα σημαντικά μικρότερο ποσοστό σταθερής απόδοσης τίτλων στο χαρτοφυλάκιο ασφαλιστικών επενδύσεων συγκρινόμενο με άλλες ασφαλιστικές εταιρείες.

Γενικά, ο Buffett έτεινε να αποφεύγει τις σταθερής απόδοσης επενδύσεις (πέρα από αυτές που απαιτήθηκαν για τα ασφαλιστικά χαρτοφυλάκια) όποτε φοβήθηκε επικείμενο πληθωρισμό, ο οποίος θα διέβρωνε τη μελλοντική αγοραστική δύναμη των χρημάτων και επομένως την αξία των ομολόγων. Ακόμα

κι αν τα επιτόκια προς το τέλος της δεκαετίας του '70 και των αρχών της δεκαετίας του '80 προσέγγισαν τις αποδόσεις των περισσότερων επιχειρήσεων, ο Buffett δεν αγόραζε μακροπρόθεσμα ομόλογα. Πάντα υπήρχε, στο μυαλό του, η πιθανότητα του πληθωρισμού. Σε αυτού του είδους το περιβάλλον, οι κοινές μετοχές θα είχαν χάσει την πραγματική αξία, αλλά τα σημαντικά ομόλογα θα είχαν υποστεί μεγαλύτερες απώλειες. Μια ασφαλιστική εταιρεία με μεγάλες επενδύσεις σε ομόλογα σε ένα περιβάλλον υπερπληθωρισμού είναι πιθανόν αποδυναμώσει το χαρτοφυλάκιό της.

Ακόμα κι αν η σκέψη του Buffett και τα ομόλογα στην ίδια πρόταση είναι μια νέα ιδέα για σας, δε θα αποτελέσει καμία έκπληξη το γεγονός ότι εφαρμόζει τις ίδιες αρχές όπως όταν κάνει εκτιμήσεις σε μια επιχείρηση ή στις μετοχές. Είναι ένας επενδυτής ο οποίος στηρίζεται πάνω σε αρχές και ο οποίος θα βάλει τα χρήματά του σε μια συμφωνία μόνο όταν βλέπει τη δυνατότητα για κέρδος και ενώ είναι σίγουρος ότι ο κίνδυνος διατιμάται μέσα στη διαπραγμάτευση. Ακόμη και στις σταθερής απόδοσης συναλλαγές, η προοπτική του ιδιοκτήτη επιχείρησης σημαίνει ότι δίνει μεγάλη προσοχή στη διαχείριση της επιχείρησης, στις αξίες, και στην απόδοση. Αυτή η 'bond-as-a-business' προσέγγιση στη σταθερής απόδοσης επένδυση είναι ιδιαίτερα ασυνήθιστη αλλά έχει εξυπηρετήσει τον Buffett καλά. Ο Buffett θεωρείται ευρέως ως ο μεγαλύτερος στον κόσμο επενδυτής αξίας, που σημαίνει βασικά ότι αγοράζει τις μετοχές, τα ομόλογα, άλλους τίτλους, και ολόκληρες επιχειρήσεις, για πολύ λιγότερα από την πραγματική αξία τους, και ότι περιμένει έως ότου η αξία του αγαθού πραγματοποιηθεί.

Σε αυτό το σημείο, οποιοσδήποτε επενδυτής πρέπει να ζυγίσει δύο παράγοντες: Είναι αυτή η επιχείρηση μια καλή αξία, και είναι καλός ο χρόνος για αγορά - δηλαδή είναι η τιμή ευνοϊκή; Το χρηματιστήριο προσδιορίζει την τιμή. Ο επενδυτής καθορίζει την αξία ζυγίζοντας όλες τις γνωστές πληροφορίες για την λειτουργία μιας επιχείρησης, τη διαχείριση, και τα οικονομικά γνωρίσματα. Η τιμή και η αξία δεν είναι απαραίτητως ίσες.

Εάν το χρηματιστήριο ήταν αληθινά αποδοτικό, οι τιμές θα προσαρμόζονταν στιγμιαία σε όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες. Φυσικά, ξέρουμε ότι αυτό δεν συμβαίνει. Οι τιμές μετοχών κινούνται πάνω και κάτω από τις τιμές της επιχείρησης για πολυάριθμους λόγους, οι οποίοι δεν είναι όλοι τους λογικοί.

Θεωρητικά, οι επενδυτές παίρνουν τις αποφάσεις τους με βάση τις διαφορές μεταξύ της τιμής και της αξίας. Εάν η τιμή είναι χαμηλότερη από της αξία ανά μερίδιο, ένας λογικός επενδυτής αποφασίζει να αγοράσει. Εάν η τιμή είναι υψηλότερη από την αξία, οποιοσδήποτε λογικός επενδυτής θα προσπεράσει. Καθώς η επιχείρηση κινείται μέσω του κύκλου οικονομικής ζωής της, ένας γνωστικός επενδυτής θα επαναξιολογήσει περιοδικά την αξία της επιχείρησης σε σχέση με την τιμή αγοράς και θα αγοράσει, θα πωλήσει, ή θα κρατήσει τις μετοχές αναλόγως.

Συμπερασματικά, η λογική επένδυση έχει δύο συστατικά:

- Καθορίστε την αξία της επιχείρησης.
- Αγοράστε μόνο όταν η τιμή είναι σωστή - όταν η επιχείρηση πουλάει με μια σημαντική έκπτωση στην αξία της.

1.2.1 Η αξία μιας επιχείρησης

Κατά τη διάρκεια των ετών, ο Warren Buffett έχει αναπτύξει έναν τρόπο να καταλαβαίνει σε ποιες επιχειρήσεις αξίζει να βάλει τα χρήματά του. Εάν η επιχείρηση τα πηγαίνει καλά και διευθύνεται από έξυπνους ανθρώπους, κάποια στιγμή η τιμή μετοχών της θ' αντικατοπτρίσει την πραγματική αξία της. Ο Buffett αφιερώνει έτσι το μεγαλύτερο μέρος της προσοχής του όχι στην καταδίωξη της τιμής της μετοχής αλλά στην ανάλυση των οικονομικών της επιχείρησης και στην αξιολόγηση της διαχείρισής της.

Όσον αφορά τη διαχείριση, ο Warren Buffett ψάχνει στις επιχειρήσεις, στις οποίες επενδύει, τ' ακόλουθα:

- Εξαγορά των μετοχών όταν αυτή η εξαγορά είναι προς το συμφέρον της επιχείρησης, παραδείγματος χάριν όταν η επιχείρηση έχει κεφάλαια πλεονάσματος και οι μετοχές μπορούν να αγοραστούν πίσω με μικρότερη τιμή από την εσωτερική αξία.
- Ικανότητα στην κατανομή του κεφαλαίου.

- Διευθυντές που εμμένουν σε αυτό που η επιχείρηση κάνει καλύτερα. Οι καλύτερες επιχειρησιακές αποδόσεις επιτυγχάνονται συνήθως από επιχειρήσεις που κάνουν κάτι αρκετά παρόμοιο σήμερα με αυτό που έκαναν πέντε ή δέκα έτη πριν.
- Δυνατότητα και ετοιμότητα να αντιμετωπιστούν τα σκληρά προβλήματα καθώς προκύπτουν.
- Η χρήση των διατηρημένων κερδών για να αυξηθεί η αποδοτικότητα της επιχείρησης πέρα από τα ποσοστά αγοράς.
- Μια συντηρητική προσέγγιση του χρέους και της ρευστότητας.
- Καταδεδειγμένη δυνατότητα να αυξηθούν με συνέπεια οι αποδοχές της επιχείρησης και τα ποσοστά απόδοσης.

Τα κριτήρια του Buffett, που περιγράφονται στα επόμενα κεφάλαια, μπορούν να θεωρηθούν ως ένα είδος ζώνης εργαλείων. Κάθε κριτήριο είναι ένα αναλυτικό εργαλείο, και στο σύνολο παρέχουν μια μέθοδο που διαχωρίζουν τις επιχειρήσεις με την καλύτερη πιθανότητα για υψηλές οικονομικές αποδόσεις. Ο Buffett χρησιμοποιεί τη ζώνη εργαλείων του για να βρει επιχειρήσεις με μια μακροχρόνια ιστορία ανώτερης απόδοσης και σταθερή διαχείριση, και αυτή η σταθερότητα σημαίνει ότι έχουν μια υψηλή πιθανότητα να αποδώσουν στο μέλλον όπως και στο παρελθόν. Και αυτή είναι η καρδιά της ευκρινούς επένδυσης:

Μέσω των ετών, οι οικονομικοί αναλυτές έχουν χρησιμοποιήσει πολλούς τύπους για τον καθορισμό της εσωτερικής αξίας μιας επιχείρησης. Μερικοί αγαπούν διάφορες μεθόδους στενογραφίας: χαμηλή τιμή μερισματικής απόδοσης και χαμηλή τιμή προς λογιστική αξία, και υψηλές αποδόσεις μερισμάτων. Αλλά το καλύτερο σύστημα, σύμφωνα με τον Buffett, καθορίστηκε πριν από εξήντα έτη από τον John Burr Williams. Ο Buffett και πολλά άλλοι χρησιμοποιούν το πρότυπο προεξοφλητικό επιτόκιο του Williams, που παρουσιάζεται στο βιβλίο του Η Θεωρία Της Αξίας Επένδυσης, ως τον καλύτερο τρόπο να καθοριστεί η αξία μιας ασφάλειας.

Ο John Burr Williams αποφοίτησε από το Πανεπιστήμιο του Χάρβαρντ το 1923 και στην συνέχεια παρακολούθησε την Σχολή Επιχειρήσεων του Χάρβαρντ,

όπου και εισήχθη στον τομέα των οικονομικών προβλέψεων και των αναλύσεων ασφάλειας. Μετά το Χάρβαρντ, εργάστηκε ως αναλυτής ασφάλειας σε δύο γνωστές εταιρείες της Γουόλ Στριτ (Peter L. Bernstein, 1992). Η διάσημη διδακτορική διατριβή του Williams, 'The Theory of Investment Value', έχει επηρεάσει από τότε τους οικονομικούς αναλυτές και τους επενδυτές. Ο Warren Buffett την αποκαλεί ως ένα από τα σημαντικότερα βιβλία για τις επενδύσεις που έχουν γραφτεί. Η θεωρία του Williams, γνωστή σήμερα ως πρότυπο προεξόφλησης μερισμάτων, ή ανάλυση προεξόφλησης χρηματικών (ή ταμιακών) ροών, παρέχει έναν τρόπο αξιολόγησης μιας μετοχής ή ενός ομολόγου. Για να γνωρίσετε την αξία ενός χρεογράφου σήμερα, υπολογίστε όλα τα μετρητά που θα κερδίσει κατά τη διάρκεια ζωής του και ύστερα προεξοφλήστε αυτό το σύνολο σε μια τρέχουσα αξία.

Παραφράζοντας τον Williams, ο Buffett μας λέει ότι η αξία μιας επιχείρησης είναι το σύνολο του καθαρού διαθέσιμου κεφαλαίου (αποδοχές ιδιοκτητών) που αναμένονται να εμφανιστούν κατά τη διάρκεια της ζωής της επιχείρησης, προεξοφλημένα από ένα κατάλληλο επιτόκιο. Αυτό θεωρεί απλά το πιο κατάλληλο κριτήριο με το οποίο να μπορεί να μετρήσει ένα καλάθι διαφορετικών τύπων επένδυσης: κυβερνητικά ομόλογα, εταιρικά ομόλογα, κοινές μετοχές, κτίρια διαμερισμάτων, πετρελαιοπηγές, και αγροκτήματα.

Η μαθηματική άσκηση, μας λέει ο Buffett, είναι παρόμοια με το να εκτιμήσεις ένα ομόλογο. Η αγορά ομολόγων κάθε ημέρα προσθέτει τα μελλοντικά τοκομερίδια σε ένα ομόλογο και κάνει εκπτώσεις σ' εκείνα τα μερίδια στο επικρατούν επιτόκιο. Για να καθορίσει την αξία μιας επιχείρησης, ο επενδυτής υπολογίζει τα 'μερίδια' που η επιχείρηση θα παραγάγει για μια περίοδο στο μέλλον και έπειτα κάνει έκπτωση σε όλα αυτά τα μερίδια πίσω στο παρόν. Με αυτήν την εκτίμηση, λέει ο Buffett, 'όλες οι επιχειρήσεις γίνονται οικονομικά ίσες' (Berkshire Hathaway Annual Report, 1989).

Για να συνοψίσει, έπειτα, υπολογίζοντας την τρέχουσα αξία μιας επιχείρησης, πρώτα, υπολογίζει τις συνολικές αποδοχές που θα εμφανιστούν πιθανώς κατά τη διάρκεια της ζωής της επιχείρησης και έπειτα κάνει έκπτωση στο σύνολο αυτό προς το σήμερα. (Για 'τις αποδοχές' ο Buffett χρησιμοποιεί τις καθαρές ταμειακές ροές.)

Για τον υπολογισμό των συνολικών μελλοντικών αποδοχών ο Buffett παραμένει αμετακίνητος σε ένα σημείο: Ψάχνει επιχειρήσεις των οποίων οι μελλοντικές αποδοχές είναι τόσο προβλέψιμες, όσο και σίγουρες, όσο οι αποδοχές των ομολόγων. Εάν η επιχείρηση έχει λειτουργήσει με μια συνεπή δυναμική αποδοχών και εάν η επιχείρηση είναι απλή και κατανοητή, ο Buffett θεωρεί ότι μπορεί να καθορίσει τις μελλοντικές αποδοχές της με έναν υψηλό βαθμό βεβαιότητας. Όταν δεν μπορεί να υπολογίσει με βεβαιότητα τις μελλοντικές ταμειακές ροές μιας επιχείρησης, δεν θα προσπαθήσει καν να εκτιμήσει την επιχείρηση. Απλά θα προσπεράσει.

Τέλος, σε αντίθεση με τον Ben Graham, ο οποίος δεν φρόντιζε ποτέ πολύ για την ποιότητα των μετοχών στις οποίες έκανε τις επενδύσεις του εφ' όσον είχαν μεγάλη έκπτωση προς την 'εσωτερική' αξία τους (που υπολογίζεται με βάση τα προτερήματα μιας επιχείρησης και άλλες εκτιμήσεις, σε αντιδιαστολή με την αξία χρηματιστηρίου), από τη μεριά του ο Buffett ανησυχεί περισσότερο για την ποιότητα των επιχειρήσεων που αναζητεί στην Γουόλ Στρητ. Όπως έχει πει και ο ίδιος 'θα προτιμούσε να κατέχει καλές επιχειρήσεις σε μια αμφισβητήσιμη τιμή παρά αμφισβητήσιμες επιχειρήσεις σε μια καλή τιμή'.

1.2.2 Περιθώριο Ασφαλείας (Margin of Safety)

Πριν προχωρήσουμε παρακάτω καλό είναι ν' αναφέρουμε και ένα άλλο βασικό σημείο στην επενδυτική μεθοδολογία του Warren Buffett. Το Περιθώριο Ασφαλείας, το γνωστό Margin of Safety. Ο όρος αυτός διαδόθηκε από τον Benjamin Graham (γνωστό ως 'πατέρα των επενδύσεων αξίας') και τους οπαδούς του, ειδικότερα τον Warren Buffett. Στην ουσία αυτό που ο Graham έδωσε στους επενδυτές ήταν ένα πλαίσιο για τις αποφάσεις επένδυσης αναπτύσσοντας το διάσημο πλέον όρο του Margin of Safety. Ο Graham πίστευε ότι οι μετοχές πρέπει ν' αγοράζονται σε μια τιμή μικρότερη από την αξία τους. Αυτή η έκπτωση στην καθαρή αξία έδινε στους επενδυτές το περιθώριο ασφάλειάς τους. Μέτρα όπως η απόδοση μερισμάτων, οι δείκτες price/book ratio και price/earnings (θ' αναφερθούμε παρακάτω αναλυτικότερα) ήταν τα κριτήρια που χρησιμοποιήθηκαν για να μετρήσουν την αξία. Αγοράζοντας φτηνότερα, ένας επενδυτής θα

μπορούσε να επιτύχει καλύτερες αποδόσεις και να αποφύγει τα δαπανηρά λάθη. Αν πιστεύουμε κάνοντας συντηρητικές προβλέψεις ότι η μετοχή μιας εταιρίας αξίζει 10€ και η μετοχή στο χρηματιστήριο πουλιέται για 9€ καλύτερα θα ήταν να μην προχωρήσουμε σε αγορά. Αρχίζουμε να το σκεφτόμαστε στα 8€ και να χτίζουμε θέση από εκεί και κάτω.

Ο καθορισμός της 'αληθινής' αξίας μιας επιχείρησης (η εσωτερική αξία της) είναι ιδιαίτερα υποκειμενικός. Κάθε επενδυτής έχει έναν διαφορετικό τρόπο υπολογισμού της εσωτερικής αξίας που μπορεί να είναι ή όχι σωστός. Επιπλέον, είναι εμφανώς δύσκολο να προβλεφθούν οι αποδοχές μιας επιχείρησης. Το περιθώριο της ασφάλειας σ' αυτήν την περίπτωση παρέχει ένα μαξιλάρι ενάντια στα λάθη του υπολογισμού.

Ο ίδιος είχε πει: 'Οι βασικές ιδέες των επενδύσεων είναι να αντιμετωπίζετε τις μετοχές σαν επιχειρήσεις, να χρησιμοποιείται τις διακυμάνσεις της αγοράς προς όφελός σας, και ν' αναζητάτε ένα περιθώριο ασφάλειας. Αυτό μας δίδαξε ο Ben Graham. Εκατό χρόνια από τώρα αυτές οι ιδέες θα εξακολουθούν να αποτελούν τους ακρογωνιαίους λίθους των επενδύσεων' (Warren Buffett, 1994).

Με τις επενδυτικές αποφάσεις που βασίζονται στην αξία δεν σημαίνει βέβαια ότι οι επενδυτές θα μπορούν να αποφύγουν όλους τους κινδύνους ή ότι οι επενδύσεις τους δεν θα κυμαίνονται. Αυτό που ο Graham ήλπιζε ήταν ότι τηρώντας τις αρχές της αξίας, οι επενδυτές θα δοκίμαζαν λιγότερο κίνδυνο στα χαρτοφυλάκιά τους και κατά τη διάρκεια του χρόνου, θα πετύχαιναν τις ανώτερες αποδόσεις.

Το 1997 ο Buffett είχε πει τα εξής για το περιθώριο ασφαλείας. 'Εάν καταλαβαίνατε μια επιχείρηση τέλεια όπως και το μέλλον της επιχείρησης, θα ήταν πολύ μικρότερη η ανάγκη για ένα περιθώριο ασφαλείας. Έτσι, όσο πιο τρωτή είναι η επιχείρηση, υποθέτοντας ότι θέλετε πάντα να επενδύσετε σε αυτήν, τόσο μεγαλύτερο περιθώριο ασφαλείας θα χρειάζεστε. Εάν οδηγείτε ένα φορτηγό πάνω σε μια γέφυρα που μπορεί να κρατήσει 10.000 λίβρες και έχετε ένα όχημα, το οποίο ζυγίζει 9,800 λίβρες, εάν η γέφυρα είναι μόνο 6 ίντσες επάνω από το κενό το οποίο καλύπτει, μπορείτε να αισθάνεστε ασφαλείς, αλλά εάν είναι πάνω από το

Grand Canyon, θα αισθάνεστε ότι θέλετε ένα μεγαλύτερο περιθώριο ασφάλειας' (Berkshire Hathaway Annual Meeting, 1997).

‘Να επιτρέπετε στον εαυτό σας ένα τεράστιο περιθώριο ασφάλειας. Χτίζετε μια γέφυρα που μπορούν να τη διασχίσουν φορτηγά τα οποία ζυγίζουν 30.000 λίβρες και ύστερα να τη διασχίζετε με φορτηγά που ζυγίζουν 10,000 λίβρες. Αυτός είναι ο τρόπος που εγώ θέλω να διασχίζω γέφυρες’ (Financial World, June 13, 1984).

Το περιθώριο ασφαλείας βρίσκεται εύκολα με τον ακόλουθο τρόπο. Αφαιρούμε από τις συνολικές πωλήσεις τις πωλήσεις στο ύψος του νεκρού σημείου: $ΠΑ = Πωλήσεις - Πωλήσεις\ NA$. Ας δούμε ένα μικρό παράδειγμα:

Έστω ότι το προϊόν Α μιας επιχείρησης είχε σταθερό κόστος 10.000 ευρώ και συνολικό μεταβλητό κόστος 25.000€. Η επιχείρησή προσδοκούσε να κάνει συνολικό τζίρο 50.000€. Το νεκρό σημείο ήταν ίσο με 100 τεμάχια. Τι κάνουμε τώρα; Κατ' αρχήν βρίσκουμε την τιμή πώλησης ανά τεμάχιο = 50.000 συνολικές πωλήσεις/250 τεμάχια = 200€. Άρα οι πωλήσεις του νεκρού σημείου είναι ίσες με 100 τεμάχια X 200€ = 20.000€. Το περιθώριο ασφαλείας, λοιπόν, ισούται με: $ΠΑ = 50.000 - 20.000 = 30.000€$. Αυτό σημαίνει ότι ακόμη και με 29.999€ λιγότερες πωλήσεις από τις επιθυμητές έχουμε κέρδη.

1.2.3 Τα κριτήρια επιλογής του Warren Buffett

Σύμφωνα με το άρθρο του Θάνου Τσίρου στη στήλη Οικονομία της Ελευθεροτυπίας στις 21/10/2001, ‘η διαδικασία επιλογής μετοχών, όπως την εφαρμόζουν οι ‘γκουρού’ των αγορών του διαμετρήματος του Warren Buffet, θυμίζει εξέταση με πολλαπλά ‘τεστ’ ικανότητας. Στο ρόλο του εξεταζομένου, μπαίνουν οι μετοχές των εταιρειών. Επιτυχία, θεωρείται να παραμείνουν στην τελική λίστα που θα μπορούσε να αποτελέσει και το μελλοντικό χαρτοφυλάκιο των επενδυτών.

Όποια μετοχή ‘αποτύχει’ σ' ένα τεστ, κόβεται από την εξέταση. Όσο περισσότερα είναι τα τεστ στα οποία υποβάλλονται οι τίτλοι, τόσο μικρότερος θα είναι ο αριθμός των εταιρειών που θα απομείνουν τελικώς στο... παιχνίδι. Αυτή

βεβαίως είναι και η τελική επιδίωξη καθώς, όπως αναφέρει ο Warren Buffet στα συγγράμματά του, ένα χαρτοφυλάκιο δεν πρέπει να περιλαμβάνει περισσότερους από 10-12 τίτλους. Τα τεστ που υιοθετεί ο πλουσιότερος διαχειριστής κεφαλαίων στον κόσμο, είναι προσαρμοσμένα στην αμερικανική πραγματικότητα. Εκεί, τα μεγέθη των εταιρειών είναι διαφορετικά και ο αριθμός των επιλογών πολλαπλάσιος. Η υιοθέτηση συγκεκριμένων κριτηρίων μπορεί να εξαιρέσει μετοχές με πραγματική αξία από ένα χαρτοφυλάκιο. Ουδείς, επίσης, μπορεί να αποκλείσει μια άστοχη επιλογή ελέω... στατιστικού λάθους. Είναι χρήσιμο να 'αντιγράψουμε' τις επενδυτικές μεθόδους που αποδείχτηκαν επιτυχημένες στο παρελθόν όπως αυτές του Warren Buffet, που είναι ίσως ο πιο πετυχημένος επενδυτής στον κόσμο με ιστορία περίπου 35 ετών. Αξιολογεί τις μετοχές με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη τους, αναζητώντας στη χρηματιστηριακή επένδυσή του αξία η οποία δεν έχει ενσωματωθεί στην τιμή της μετοχής.

- ✓ Βήμα πρώτο: Ζητούμενο είναι ο λόγος των κερδών (προ φόρων) προς τη χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας (δηλαδή, το αντίστροφο του γνωστού σε όλους δείκτη Price to Earnings Ratio) να είναι διπλάσιος από το επιτόκιο του δεκαετούς ομολόγου (στην Ελλάδα, αυτή την περίοδο διαμορφώνεται γύρω στο 4,3%).
- ✓ Βήμα δεύτερο: Από τους 'επιτυχόντες' του προηγούμενου τεστ, ζητούνται οι εταιρείες με μερισματική απόδοση μεγαλύτερη του 2,86% (αντιστοιχεί στα δύο τρίτα της απόδοσης που προσφέρει το 10ετές ομόλογο).
- ✓ Βήμα τρίτο: Ο W. Buffet δεν θέλει να αγοράζει εισηγμένες εταιρείες προσφέροντας περισσότερα χρήματα από το διπλάσιο της λογιστικής αξίας.
- ✓ Βήμα τέταρτο: Η εφαρμογή του τέταρτου κριτηρίου προϋποθέτει πλούσιο αρχείο δεδομένων. Το τρέχον p/e (τιμή προς λογιστική αξία) πρέπει να έχει τιμή μικρότερη από το μισό του υψηλότερου p/e που σημείωσε η μετοχή κατά την τελευταία 5ετία. Δηλαδή, εντοπίζεται η υψηλότερη τιμή που έλαβε ο δείκτης p/e την τελευταία 5ετία, διαιρείται διά του δύο και το αποτέλεσμα που προκύπτει πρέπει να είναι μεγαλύτερο από το τρέχον p/e. Ένα 'στατιστικό λάθος' που δημιουργείται είναι το ότι μπορούν να παραμείνουν

στο χαρτοφυλάκιο μετοχές εταιρειών οι οποίες έκαναν μια ξέφρενη κούρσα ανεβάζοντας το p/e σε ιλιγγιώδη επίπεδα.

- ✓ Βήμα πέμπτο: Ζητείται από τις εταιρείες να έχουν (τουλάχιστον) διπλασιάσει την κερδοφορία τους κατά τη διάρκεια των τελευταίων 5 ετών. Ο συνδυασμός του 4ου και του 5ου βήματος αυξάνει το βαθμό ασφαλείας. Αν το τέταρτο κριτήριο άφηνε στο χαρτοφυλάκιο μετοχές εταιρειών μόνο και μόνο εξαιτίας της χρηματιστηριακής τους συμπεριφοράς, το πέμπτο κριτήριο έρχεται να διορθώσει αυτό το 'λάθος', προσθέτοντας και τον παράγοντα της κερδοφορίας.
- ✓ Βήμα έκτο: Το κυκλοφορούν ενεργητικό πρέπει να είναι μεγαλύτερο από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας, πιο απλά, η εταιρεία πρέπει ανά πάσα στιγμή να είναι σε θέση να εξοφλήσει τα βραχυπρόθεσμα χρέη της.

Η μεθοδολογία Warren Buffet έχει τον τρόπο να κάνει ακόμη πιο 'σκληρή' τη διαδικασία επιλογής. Ζητάει από την εταιρεία να μην έχει μείωση κερδών μεγαλύτερη του 5% κατά την τελευταία 5ετία για περισσότερες από δύο φορές. Σε άλλες περιπτώσεις, ζητάει το κυκλοφορούν ενεργητικό να είναι μικρότερο από τη χρηματιστηριακή αξία ή τα ίδια κεφάλαια να είναι μεγαλύτερα από τα ξένα κεφάλαια.

2. Η ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΦΙΛΟΣΟΦΙΑ ΤΟΥ BUFFETT

2.1 Μια απλή και κατανοητή επιχείρηση

Κατ' αρχήν είναι απαραίτητο να επισημάνουμε ότι ο Warren Buffett περιορίζει τις επιλογές του σε επιχειρήσεις τις οποίες καταλαβαίνει. Ο ίδιος το αποκαλεί, όπως αναφέραμε ήδη, 'κύκλος των ικανοτήτων του'. Το 1992, επεκτάθηκε σε αυτό το θέμα: 'Προσπαθούμε να εμμένουμε σε επιχειρήσεις που πιστεύουμε ότι καταλαβαίνουμε. Αυτό σημαίνει ότι πρέπει να είναι σχετικά απλές και σταθερές στη συμπεριφορά. Εάν μια επιχείρηση είναι σύνθετη ή κάνει σταθερές αλλαγές δεν είμαστε αρκετά έξυπνοι ώστε να προβλέψουμε τις μελλοντικές ταμειακές ροές' (Warren E. Buffett, 1992).

Σύμφωνα με τον Buffett, μετά από όλη την έρευνά τους, οι επενδυτές πρέπει να αισθανθούν πεπεισμένοι ότι η επιχείρηση που αγοράζουν θα αποδώσει καλά κατά τη διάρκεια του χρόνου. Πρέπει να έχουν κάποια εμπιστοσύνη στην εκτίμηση μελλοντικών αποδοχών τους μιας και η πρόβλεψη του μέλλοντος είναι πάντα δυσνόητη και γίνεται πολύ δυσκολότερη σε έναν χώρο για τον οποίο δεν γνωρίζετε τίποτα. Ένας συνετός επενδυτής δεν αγοράζει ποτέ μια επιχείρηση που δεν καταλαβαίνει. Για παράδειγμα, εάν έχετε μία επιχείρηση (είτε ολόκληρη είτε κάποιες από τις μετοχές της) σε μια βιομηχανία την οποία δεν καταλαβαίνετε, είναι αδύνατο να ερμηνεύσετε ακριβώς τις εξελίξεις και επομένως είναι αδύνατο να λάβετε σοφές αποφάσεις. Η γνώση μιας επιχείρησης περιλαμβάνει την έρευνα καθώς επίσης και την προσωπική εμπειρία και την προσέγγιση πετυχημένων επενδυτών σε μερίδια για την αγορά μιας επιχείρησης. Οι επενδυτές πρέπει ν' αγοράζουν μια επιχείρηση στις βιομηχανίες που ξέρουν ή για την οποία έχουν μάθει κάποια πράγματα, ερευνούν τα οικονομικά, εξετάζουν το πώς η επιχείρηση λειτουργούσε στο παρελθόν, ζυγίζουν τη μελλοντική δυνατότητα, και λαμβάνουν έπειτα μια αιτιολογημένη απόφαση για να αγοράσουν στην προσφερθείσα τιμή ή να μην αγοράσουν.

Όπως είχε πει ο Warren Buffett το 1992: 'Αυτό που μετρά για τους περισσότερους ανθρώπους στις επενδύσεις δεν είναι πόσα ξέρουν, αλλά μάλλον πόσο ρεαλιστικά ορίζουν αυτά που δεν ξέρουν.'

‘Επενδύστε μέσα στον κύκλο των ικανοτήτων σας,’ συμβουλεύει. ‘Αυτό που μετράει δεν είναι πόσο μεγάλος είναι αυτός ο κύκλος, αλλά πόσο καλά καθορίζετε τις παραμέτρους’ (Fortune, November 11, 1993).

Το 2002, η Berkshire Hathaway αποκάλυψε ότι είχε την ουσιαστική πλειοψηφία σε εταιρικές συμμετοχές στις ακόλουθες απαριθμημένες εταιρίες:

- The Coca Cola Company
- American Express
- The Gillette Company
- H and R Block Inc
- M and T Bank
- Moody’s Corporation
- The Washington Post Company
- Wells Fargo and Company

Με την εξαίρεση ίσως της M & T Bank, αυτές είναι όλες όχι μόνο επιχειρήσεις εμπορικού σήματος αλλά και επιχειρήσεις τις οποίες είναι σχετικά εύκολο να κατανοήσεις. Μερικά παραδείγματα:

Η Coca Cola Company είναι η μεγαλύτερη επιχείρηση του κόσμου σε μη αλκοολούχα ποτά, κατασκευάζοντας και διανέμοντας παγκόσμια προϊόντα όπως η Coke, Fanta, Sprite, Evian και Minute Maid. Είναι στις επιχειρήσεις πολλά, πολλά χρόνια και είναι ίσως το πιο αναγνωρισμένο όνομα του κόσμου.

Η American Express είναι ένα παγκόσμια αναγνωρισμένο όνομα και κάνει χρήματα μέσω της πώλησης ταξιδιωτικών επιταγών και της πιστωτικής κάρτας της με το εμπορικό σήμα. Είναι στις επιχειρήσεις για πολλά χρόνια και έχει το απλό επιχειρησιακό πρότυπο ότι ακόμη και ο πιο απλός επενδυτής είναι σε θέση να καταλάβει.

Η H & R Block είναι μια παγκόσμια εταιρία που κάνει τα χρήματά της προετοιμάζοντας τις φορολογικές δηλώσεις για ανθρώπους που είτε δεν μπορούν είτε είναι απρόθυμοι να το κάνουν οι ίδιοι.

2.2 Βήμα Προς Βήμα

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

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 διαιρούμε 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 X για την οποία θα υποθέσουμε ότι είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α. Για να υπολογίσουμε το P/E της εταιρίας υποθέτουμε τα ακόλουθα στοιχεία:

- Τιμή μετοχής : € 4
- Καθαρά κέρδη π.φ. τελευταίων 12 μηνών : € 10.335.000
- Αριθμός υπό διαπραγμάτευση μετοχών : 35.000.000

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

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

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

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

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. Έτσι στο παράδειγμά μας αν υποθέσουμε ότι το συγκεκριμένο ομόλογο έχει απόδοση 6%, τότε το P/E πρέπει να είναι ένας μονοψήφιος αριθμός, στη συγκεκριμένη περίπτωση όχι μεγαλύτερος από 8,33 (=1/0,12). 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.

2.2.2 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 και χωρίς να χρησιμοποιήσουμε και άλλα κριτήρια. Για παράδειγμα, θα είναι λάθος να καταλήξουμε στο απόλυτο συμπέρασμα ότι ένα P/E της τάξης του 10 σημαίνει ότι η μετοχή είναι σίγουρα υποτιμημένη και ότι πρέπει να αγοραστεί διότι θα ανέβει στο μέλλον ή ότι μια μετοχή με P/E 30 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:

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

Ένα παράδειγμα λοιπόν είναι η σύγκριση του δείκτη P/E της εξεταζόμενης εταιρίας X 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 εταιρείες που διαπραγματεύονται σε ένα χρηματιστήριο, θα πρέπει να έχει μικρή βαρύτητα στη λήψη μιας πιθανής επενδυτικής απόφασης. Η σύγκριση βέβαια μεταξύ εταιρειών του ίδιου κλάδου είναι πιο χρήσιμη και ουσιαστική. Επίσης μία σύγκριση είναι πολύ πιο χρήσιμη για μια εταιρεία σε έναν κλάδο που περιέχει πολλές και όχι λίγες όμοιες εταιρείες (π.χ. όπως πάνω από 20 ή 30 εταιρίες).

2.2.3 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 εταιρείας 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 εταιρεία, τις οποίες, ο καθένας μπορεί ενδεχομένως να βλέπει με διαφορετικό “μάτι”.

Η πιο χαρακτηριστική περίπτωση για την ύπαρξη ασυνήθιστα υψηλών P/E αφορά εταιρείες 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 εταιρείας. 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.

2.2.4 Τα Στερεότυπα γύρω από το Δείκτη P/E

Οι εταιρείες 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 εταιρειών είναι δυνατό να γίνει πρόβλεψη του δείκτη P/E.

Σε αντίθεση με τις παραπάνω κατηγορίες εταιρειών, 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. Οι συγκεκριμένες αυτές περιπτώσεις διαφέρουν από τις μεγάλες εταιρείες 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 εταιρείες, 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 (Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης, 2005).

Άλλος ένας τρόπος να χρησιμοποιήσουμε το P/E είναι να το αντιστρέψουμε και τότε έχουμε τα κέρδη ανά μετοχή, μεταφρασμένα σαν ποσοστοποιημένη απόδοση % επί της τιμής της μετοχής (Earnings Yield). Σε αυτήν την περίπτωση ο κανόνας μετατρέπεται σε:

$$\text{Earnings Yield} = 1/\text{PE}$$

Έτσι συνεχίζοντας με το παραπάνω παράδειγμα, ένα PE του 13,3 θα δώσει μία απόδοση των κερδών ανά μετοχή του 7% (1/13,3), μικρό ποσοστό δεδομένου ότι σύμφωνα με το κριτήριο του Warren Buffett, ο συγκεκριμένος δείκτης (E/P) πρέπει να έχει μία τιμή μεγαλύτερη ή ίση με το 12%.

2.2.5 Ποια είναι η γνώμη του Warren Buffett για το P/E

Ο Benjamin Graham σε μια συνέντευξη στο Medical Economics το 1976 σε ένα άρθρο με τον τίτλο 'The Simplest Way to Select Bargain Stocks' είπε ότι συγκρίνοντας την απόδοση των κερδών ανά μετοχή με τα επιτόκια των μακροπρόθεσμων ομολόγων, οι επενδυτές θα μπορούσαν ν' αρχίζουν να υπολογίζουν τις πιθανότητες επενδύσεων σε μετοχές. Συγκεκριμένα, πίστευε ότι η απόδοση των κερδών ανά μετοχή σε μια αγορά μετοχών έπρεπε να είναι τουλάχιστον διπλάσια από το μέσο όρο του μακροπρόθεσμου ομολόγου για να θεωρηθεί ελκυστική.

Αν και ο ίδιος ο Warren Buffett δεν χαρακτηρίζει αυστηρά τον εαυτό του ως έναν επενδυτή 'αξίας', παρ' όλα αυτά πολλές από τις πολύ επιτυχημένες επενδύσεις του πραγματοποιήθηκαν στη βάση των επενδυτικών αρχών 'αξίας'. Οι περισσότερες από τις βασικές αγορές μετοχών του Warren Buffett σύμφωνα με τους Mary Buffett και David Clarke παρουσιάζανε ένα αρκετά χαμηλό P/E τον καιρό που έγινε η αγορά (Mary Buffett, David Clark, 2002). Μία μετοχή με ένα P/E του 30 προφανώς έχει πολύ μεγαλύτερη πιθανότητα για μια πτώση τιμών από κάποιο με ένα P/E του 9. Παρ' όλα αυτά ο ίδιος ο Warren Buffett αναφέρει ότι η αγορά μετοχών με χαμηλούς δείκτες τιμής/κέρδους (P/E), τιμής/λογιστικής αξίας (P/BV) ή υψηλής μερισματικής απόδοσης ακόμα και με το συνδυασμό αυτών των χαρακτηριστικών δεν μπορούν από μόνα τους να καθορίσουν για το αν όντως

ένας επενδυτής αγοράζει μια μετοχή στην πραγματική της αξία και ως εκ τούτου λειτουργεί πραγματικά με την αρχή της αξίας των επενδύσεων του. Αντίστοιχα, τα αντίθετα χαρακτηριστικά – ένα υψηλό P/BV, ένα υψηλό P/E και μία χαμηλή μερισματική απόδοση – σε καμία περίπτωση δεν είναι ασυμβίβαστα με μια αγορά 'αξίας' (Warren Buffett, 1993).

Ας δούμε ένα παράδειγμα. Το 1994 ο Buffett αγόρασε 257.640 μετοχές της Coke στα \$21.95 ανά μετοχή όταν η μετοχή κέρδιζε \$0,98/μετοχή. Η αρχική του απόδοση ήταν 4,5% ($0.98/21.95 \times 100$). Μεταξύ του 1984-1994, τα κέρδη της Coke αυξήθηκαν από \$0,20 έως \$0,98 δηλαδή με ένα ποσοστό 17,2%. Μεταξύ του 1989-1993, οι αποδοχές αυξήθηκαν από \$0,36 έως \$0,84 - ένα συντεθειμένο ποσοστό 18,4%. Θα μπορούσε εύλογα να αναμένει ένα ποσοστό αύξησης των κερδών μεταξύ των 17.2-18.4%. Στα πέντε χρόνια πριν από το 1994, η απόδοση στην καθαρή αξία της Coke επίσης ήταν περίπου στο 31,6%. Πολύ μεγαλύτερο από την ιστορική απόδοση του 12% του Αμερικάνικου εταιρικού κανόνα.

Για τους υπολογισμούς του, ο Buffett χρησιμοποιεί την λογιστική αξία χρήσεων (BV) ή την καθαρή αξία ανά μερίδιο. Αυτή η λογιστική αξία ήταν \$3.10 ανά μετοχή το 1994. Σε περίπτωση του μερίσματος που πληρώνει η επιχείρηση, ο Buffett θα χωρίσει περαιτέρω τα κέρδη στα διατηρημένα κέρδη τα οποία προστίθενται ετησίως στο BV και τα μερίσματα που διανέμονται και φορολογούνται. Στην περίπτωση της Coke, τα μερίσματα τείνουν να είναι περίπου 42% και η διατήρηση περίπου στο 58%. Ο Buffett θα περίμενε να διατηρηθούν περίπου τα \$0,57 και να προστεθούν στο BV το 1994.

Χρησιμοποιώντας αυτή την μέθοδο προβολής, το BV θα μπορούσε να αυξηθεί περίπου στα \$7,5 ανά μετοχή μέχρι το 1999. Σε αυτήν την περίπτωση, τα κέρδη ανά μετοχή θα μπορούσαν να είναι περίπου \$2,5 ανά μετοχή μέχρι το 1999 στο 31,6% των \$7,5. Χρησιμοποιώντας το καθαρό ποσοστό αύξησης αποδοχών, θα μπορούσαμε να προβάλουμε ένα κέρδος \$2.30-\$2.43 ανά μετοχή μέχρι το 1999. Υποθέτοντας ότι η τιμή των μετοχών δεν κινείται, η απόδοση θα ήταν περίπου 11-12% κατά τη διάρκεια των 1994-99. Φυσικά, ο Buffett περίμενε ότι η τιμή των μετοχών θα αλλάξει. Η Coke μεταξύ του 1984-1994 είχε μέσο όρο ένα P/E του 21. Αυτό θα μπορούσε να θεωρηθεί μία καλή απόδοση μιας και ο μέσος

όρος απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων ήταν περίπου στο 8-10% την ίδια περίοδο (www.moneyport.com).

2.3 Μερισματική Απόδοση

Το μέρισμα αποτελεί το τμήμα των κερδών μιας επιχείρησης που διανέμεται ανά μετοχή στους μετόχους της. Η μερισματική απόδοση είναι το μέρισμα ως ποσοστό της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Καθώς πέφτει η τιμή μιας μετοχής, η μερισματική της απόδοση αυξάνει. Ο δείκτης της μερισματικής απόδοσης συγκαταλέγεται στους σπουδαιότερους χρηματιστηριακούς δείκτες, επηρεάζοντας αναλυτές και επενδυτές. Η μερισματική απόδοση υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Μερισματική απόδοση} = 100 \times \frac{\text{Μέρισμα ανά Μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή αξία μετοχής}}$$

Για παράδειγμα αν μία μετοχή έχει διαμορφώσει χρηματιστηριακή αξία 20€ και η εταιρεία διανέμει μέρισμα 1€ ανά μετοχή, αποδίδει στον επενδυτή 5%. Αλλά εάν η ίδια μετοχή πέσει στα 10€, το ετήσιο μέρισμά της 1€ αποδίδει 10%.

Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο δείκτης τόσο αποδοτικότερη θεωρείται η επένδυση σ' αυτή την μετοχή. Για τους επενδυτές που δεν εμπορεύθηκαν την συγκεκριμένη μετοχή, η απόδοση του μερίσματος % , μπορεί να είναι ένα συγκρίσιμο μέγεθος με τα επιτόκια άλλων μορφών επενδύσεων της περιόδου (καταθέσεις, ομόλογα κλπ) έτσι ώστε να αξιολογείται συγκριτικά η επιτυχία της επένδυσης στην συγκεκριμένη μετοχή με τις αποδόσεις των εναλλακτικών μορφών επένδυσης κατά την ίδια χρονική περίοδο. Στον δείκτη αυτό δεν απεικονίζεται η δυνατότητα απόδοσης από υπεραξία.

Η υψηλή μερισματική απόδοση μιας μετοχής αποτελεί ένα σημαντικό κριτήριο προκειμένου η μετοχή να επιλεγεί και να συμπεριληφθεί στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή. Οι επενδυτές που επενδύουν με βάση την αξία, θεωρούν συχνά την υψηλή μερισματική απόδοση μιας μετοχής ως ένδειξη φθηνής τιμής. Μια υψηλή απόδοση λειτουργεί επίσης και ως προστασία έναντι μιας πτωτικής αγοράς, και είναι ελκυστική για τους επενδυτές που αποστρέφονται τον

κίνδυνο. Το μειονέκτημα είναι ότι τα μερίσματα φορολογούνται ως κανονικό εισόδημα. Όσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση, τόσο μεγαλύτερο φόρο θα πρέπει να πληρώσετε.

Επίσης η μερισματική πολιτική έχει σημαντικές συνέπειες τόσο σε επίπεδο των εταιριών όσο και σε μακροοικονομικό επίπεδο στον βαθμό που επηρεάζει άμεσα την μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της Οικονομίας. Ο λόγος είναι ότι αρχικά επιδρά στο επίπεδο της αποταμίευσης (και ως εκ τούτου και της επένδυσης) των ιδιωτικών εταιριών. Επιπρόσθετα η μερισματική πολιτική έχει σαφείς επιδράσεις στην Οικονομία, στον βαθμό που είναι πρωταρχική απόφαση ενώ η αποταμίευση των εταιριών, είναι δευτερευούσης σημασίας. Τέλος έχει μια σαφή επίδραση στην διανομή του εισοδήματος (Anderson, 1983).

Συνήθως οι επενδυτές αγοράζουν χαρτιά με υψηλή μερισματική απόδοση και παραμένουν σε αυτά κατά 70% ακλόνητοι. Το υπόλοιπο 30%, αν διαθέτουν κάποια επιθετικά χαρακτηριστικά, σε κάθε φάση του κύκλου το τοποθετούν σε χαμηλότερη κεφαλαιοποίηση χωρίς όμως να κάνουν εκπτώσεις στα ποιοτικά τους κριτήρια.

2.3.1 Ο Warren Buffet για την μερισματική απόδοση

Όπως και στην απόδοση των κερδών ανά μετοχή έτσι και η μερισματική απόδοση συγκρίνεται με τα μακροπρόθεσμα ομόλογα. Σύμφωνα, λοιπόν, με τον Warren Buffet η μερισματική απόδοση στην αγορά μετοχών δεν πρέπει να είναι μικρότερη από τα δύο τρίτα που προσφέρει η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου. Για τον Buffett το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο είναι εκείνο το οποίο δεν περιέχει κανένα ρίσκο. Για πολλά χρόνια, χρησιμοποίησε το τρέχον επιτόκιο για μακροπρόθεσμα κυβερνητικά ομόλογα. Επειδή η βεβαιότητα ότι η Αμερικάνικη κυβέρνηση θα πληρώσει το τοκομερίδιο της κατά τη διάρκεια των επόμενων τριάντα ετών είναι ουσιαστικά 100 τοις εκατό οπότε μπορούμε να πούμε ότι είναι ένα επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. Όταν τα επιτόκια είναι χαμηλά, ο Buffett ρυθμίζει το προεξοφλητικό επιτόκιο προς τα πάνω. Εάν τα επιτόκια είναι πολύ υψηλά κατά τη διάρκεια του χρόνου, εκείνος έχει επιτυχώς ταιριάξει το προεξοφλητικό του επιτόκιο με το μακροπρόθεσμο επιτόκιο. Εάν όχι, έχει αυξήσει το περιθώριο

ασφάλειάς του. Μερικοί ακαδημαϊκοί υποστηρίζουν ότι καμία επιχείρηση, ανεξάρτητα από τις δυνάμεις της, δεν μπορεί να βεβαιώσει τα μελλοντικά κέρδη με την ίδια βεβαιότητα που έχει ένα ομόλογο. Επομένως, επιμένουν, ένας πιο κατάλληλος παράγοντας έκπτωσης θα ήταν ένας ασφαλής βαθμός απόδοσης συν ένα ασφαλιστρο κινδύνου μετοχής, τα οποία προστίθενται για να απεικονίσουν την αβεβαιότητα των μελλοντικών ταμειακών ροών της επιχείρησης. Ο Buffett δεν προσθέτει κάποιο ασφαλιστρο κινδύνου. Αντ' αυτού, στηρίζεται στην προσηλωμένη εστίασή του στις επιχειρήσεις με τις συνεπείς και προβλέψιμες αποδοχές και στο περιθώριο της ασφάλειας που προέρχεται από την αγορά σε μια ουσιαστική έκπτωση αρχικά. 'Έδωσα ένα μεγάλο βάρος στη βεβαιότητα,' λέει ο Buffett. 'Εάν το ακολουθήσετε αυτό, ολόκληρη η ιδέα του παράγοντα κινδύνου μου φαίνεται ακατανόητη' (Jim Rasmussen, 1994).

Αυτή είναι η βαθύτερη μεθοδολογία που χρησιμοποιεί ο Warren Buffett για να αξιολογήσει τις μετοχές και τις επιχειρήσεις. Ο Buffett συμπύκνωσε την θεωρία του Williams στα εξής: 'Η αξία μιας επιχείρησης καθορίζεται από την καθαρή ταμειακή ρευστότητα η οποία αναμένεται να εμφανιστεί κατά τη διάρκεια της ζωής της επιχείρησης προεξοφλημένη από ένα κατάλληλο επιτόκιο.' Το μοντέλο του Williams είναι μία διαδικασία δύο βημάτων. Πρώτα μετρά τις ταμειακές ροές για να καθορίσει την τρέχουσα και τη μελλοντική αξία μιας επιχείρησης. Ένας γρήγορος τρόπος υπολογισμού των ταμειακών ροών είναι τα μερίσματα που πληρώνονται στους μετόχους. Για τις επιχειρήσεις που δεν διανέμουν τα μερίσματα, ο Williams πίστευε ότι θεωρητικά όλα τα παρακρατηθέντα κέρδη θα επιστρέψουν τελικά στα μερίσματα. Μόλις φθάσει μια επιχείρηση στο ώριμο στάδιό της, δεν χρειάζεται να επανεπενδύσει τις αποδοχές του για αύξηση έτσι η διαχείριση θα μπορούσε να διανέμει τις αποδοχές με τη μορφή μερισμάτων. Ο Williams έγραψε, 'Εάν τα κέρδη που δεν έχουν διανεμηθεί σε μερίσματα, επανεπενδυθούν όλα με επιτυχία, τότε αυτά τα κέρδη θα παράγουν μερίσματα αργότερα, αν όχι, τότε είναι χαμένα χρήματα. Εν ολίγοις, μία μετοχή αξίζει μόνο όταν μπορείτε να βγάλετε κάτι από αυτήν' (www.moneychimp.com).

Το δεύτερο βήμα είναι να προεξοφληθούν αυτές οι κατ' εκτίμηση ταμειακές ροές, για να επιτρέψουν κάποια αβεβαιότητα. Δεν μπορούμε ποτέ να είμαστε απόλυτα βέβαιοι για το τι θα κάνει μια επιχείρηση, πώς θα πωλήσουν τα προϊόντα

της, ή τι θα κάνει η διαχείριση για να βελτιώσει ή όχι την επιχείρηση. Υπάρχει πάντα ένα στοιχείο κινδύνου, ιδιαίτερα για τις μετοχές, αν και η θεωρία του Williams μπορεί να ισχύσει εξίσου καλά και για τα ομόλογα. Τι θα πρέπει, λοιπόν, να χρησιμοποιήσουμε ως προεξοφλητικό επιτόκιο; Ο ίδιος ο Williams δεν είναι ρητός σε αυτό το σημείο, προφανώς θεωρώντας ότι οι αναγνώστες του θα μπορούν να καθορίσουν αυτοί οι ίδιοι το κατάλληλο επιτόκιο. Η μέτρηση του Buffett είναι πολύ απλή: Χρησιμοποιεί είτε μακροπρόθεσμα ομόλογα, ή όταν τα επιτόκια είναι πολύ χαμηλά, χρησιμοποιεί το μέσο συσσωρευτικό επιτόκιο απόδοσης του γενικού χρηματιστηρίου. Με τη χρησιμοποίηση ποσών μ' ένα επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, ο Buffett έχει τροποποιήσει την αρχική θέση του Williams. Επειδή περιορίζει τις αγορές του σε εκείνες με το περιθώριο ασφαλείας του Ben Graham, ο Buffett εξασφαλίζει ότι ο κίνδυνος εξαλείφεται από την ίδια τη συναλλαγή (Robert G. Hagstrom, 1999).

2.4 Η σχέση τιμής προς τη λογιστική αξία

Για τον Warren Buffet η σχέση τιμής προς τη λογιστική αξία πρέπει να είναι ελκυστική. Για την ακρίβεια δεν θέλει ν' αγοράζει μετοχές προσφέροντας περισσότερα χρήματα από το διπλάσιο της λογιστικής αξίας. Συγκεκριμένα, έχει αναφέρει, 'η τιμή της μετοχής δεν πρέπει να είναι μεγαλύτερη από τη διπλάσια της λογιστικής αξίας. Εάν αγοράσετε ένα δολάριο για 60 σεντς, είναι πιο επισφαλές από το εάν αγοράσετε ένα δολάριο για 40 σεντς, αλλά η προσδοκία της ανταμοιβής είναι μεγαλύτερη στα τελευταία περίπτωση. Όσο μεγαλύτερη είναι η δυνατότητα ανταμοιβής στο χαρτοφυλάκιο αξίας, τόσο μικρότερος κίνδυνος υπάρχει' (Warren Buffett, 1984).

Ο λόγος της τιμής μιας μετοχής στο Χ.Α. προς τη λογιστική της αξία (book value) είναι ο δείκτης P/BV (price to book value) ή αλλιώς τα συνολικά ίδια κεφάλαια (μετοχικό κεφάλαιο + αποθεματικά + λοιποί λογαριασμοί).

2.4.1 Ο λόγος της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία μιας μετοχής (P/BV)

Το P/BV είναι ένας αριθμός που δείχνει πόσες φορές την καθαρή της θέση αξίζει μια επιχείρηση. Είναι το πηλίκο της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς την λογιστική αξία της μετοχής, όπως προκύπτει με βάση τα ίδια κεφάλαια της τελευταίας απολογιστικής οικονομικής χρήσης της εταιρίας, δηλαδή την περιουσιακή κατάσταση, της επιχείρησης και χρησιμεύει στην αξιολόγηση μιας μετοχής, καθώς συγκρίνει τη χρηματιστηριακή με την πραγματική αξία της εταιρίας. Γενικά όσο υψηλότερος είναι ο συγκεκριμένος λόγος τόσο ακριβότερη θεωρείται μια μετοχή και όσο μικρότερη είναι η σχέση της χρηματιστηριακής προς την λογιστική τιμή μιας μετοχής η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη και επομένως καλή επιλογή για το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή.

Η διεθνής επενδυτική πρακτική έχει επισημάνει μια σειρά από θεμελιώδεις και τεχνικούς παράγοντες που εξηγούν συστηματικά τις αποδόσεις και τον κίνδυνο μετοχικών αξιών και χαρτοφυλακίων. Από τους παράγοντες αυτούς, η συνολική κεφαλαιοποίηση και ο λόγος της τιμής μιας μετοχής σε σχέση με τη λογιστική της αξία (P/BV) έχουν μακρά παράδοση στη διεθνή πρακτική διαχείρισης χαρτοφυλακίων ως βάση για την κατηγοριοποίηση των μετοχών σε μετοχές μεγάλης (large) ή μικρής κεφαλαιοποίησης (small) και σε μετοχές ανάπτυξης (growth) ή αξίας (value).

2.4.2 Ο Warren Buffet για το P/BV.

Ο μέντορας του Warren Buffett, ο Ben Graham σαφέστατα θεωρούσε την λογιστική αξία ένα σημαντικό παράγοντα στην αξιολόγηση της επένδυσης σε μια μετοχή. Δεν περιελάμβανε τα άυλα στοιχεία του ενεργητικού στους υπολογισμούς της λογιστικής αξίας και έτεινε προς επιχειρήσεις που πουλούσαν κάτω από τη λογιστική αξία τους. Αυτό αποτελούσε και ένα βασικό παράγοντα στην κρίση όσον αφορά την επένδυση σε μια επιχείρηση. Σε αντίθεση με τον Graham, ο Warren Buffett φαίνεται να αρέσκεται σε επιχειρήσεις με πολύτιμη, και μερικές φορές αναντικατάστατη πελατεία (goodwill). Για τον Warren Buffett αυτό το άυλο στοιχείο είναι ένα στοιχείο το οποίο παράγει συνεχώς κέρδη χωρίς να χρειάζεται να

ξοδεύονται χρήματα στη συντήρηση, αναβάθμιση ή αντικατάσταση που προσθέτουν στην αξία μιας επιχείρησης. Σκεφτείτε τι είναι το πιο σημαντικό στην παραγωγή των κερδών για την Coca Cola: το όνομα και η συνταγή της, ή τα διάφορα εργοστάσια που παράγουν το αναψυκτικό; Ο Warren Buffett το αποκαλεί οικονομικό αγαθό εξηγώντας το 1983: 'Λογικά οι επιχειρήσεις αξίζουν περισσότερο από τα καθαρά υλικά στοιχεία του ενεργητικού όταν αναμένεται από τέτοια στοιχεία να παράγουν κέρδη αρκετά παραπάνω από τα ποσοστά απόδοσης της αγοράς' (Warren Buffett, 1983).

Χρησιμοποιώντας αναλογικά, ένα από τα αγαπημένα παραδείγματα του Warren Buffett, παίρνουμε δύο χωριστές επιχειρήσεις. Η επιχείρηση A έχει μια καθαρή αξία 100,000€, από τα οποία τα 40,000€ είναι τα καθαρά υλικά στοιχεία του ενεργητικού και 60,000€ είναι τα άυλα (φήμη, πελατεία, η δηλωμένη αξία των διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας κλπ). Η επιχείρηση B έχει την ίδια καθαρή αξία αλλά τα 90,000€ από το καθαρό ενεργητικό είναι υλικά. Κάθε επιχείρηση κερδίζει 10,000€ το χρόνο. Έτσι η επιχείρηση A κερδίζει 10,000€ από τα υλικά στοιχεία του ενεργητικού των 40,000€ και η επιχείρηση B κερδίζει 10,000€ από τα υλικά στοιχεία του ενεργητικού των 90,000€.

Εάν και οι δύο επιχειρήσεις θέλουν να διπλασιάσουν τα κέρδη τους, πιθανόν να πρέπει να διπλασιάσουν τις επενδύσεις τους στα υλικά στοιχεία. Για να κάνει αυτό η επιχείρηση A, πρέπει να ξοδέψει 40,000€ για να προσθέσει 10,000€ στα κέρδη. Για να κάνει αυτό η επιχείρηση B, θα πρέπει να ξοδέψει άλλα \$90,000€ για να προσθέσει 10,000€ στα κέρδη. Με τις υπόλοιπες μεταβλητές να είναι σταθερές, η επιχείρηση A έχει καλύτερες μελλοντικές προοπτικές αύξησης των πραγματικών κερδών από την επιχείρηση B.

Για αυτούς τους λόγους, ο Warren Buffett έχει πει ότι, στον υπολογισμό της πραγματικής αποδοτικότητας μιας επιχείρησης, δεν πρέπει να υπάρχει καμία χρεολυσία της οικονομικής πελατείας. Η φήμη της Gillette μήπως μειώνεται σε αξία κάθε χρόνο; Φυσικά και όχι.

Το 1993, ο Warren Buffett είχε πει το εξής για τις επιχειρήσεις με ένα συνεχιζόμενο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα:

‘Είναι πραγματικά τόσο δύσκολο να συναχθεί το συμπέρασμα ότι η Coca Cola και η Gillette κατέχουν έναν πολύ μικρότερο επιχειρησιακό κίνδυνο μακροπρόθεσμα από, ας πούμε, οποιαδήποτε επιχείρηση υπολογιστών; Παγκοσμίως, η Coke πουλάει περίπου το 44% όλων των αναψυκτικών, και η Gillette έχει περισσότερα από το 60% μερίδιο (σε αξία) στην αγορά ξυριστικών.’ Αφήνοντας κατά μέρος τις τσίχλες, στις οποίες η Wrigley είναι κυρίαρχος, δεν ξέρω άλλες σημαντικές επιχειρήσεις στις οποίες η κορυφαία επιχείρηση ν’ απολαμβάνει τόσο καιρό μια τέτοια παγκόσμια δύναμη.’

Όταν ο Buffett αγόρασε την Illinois National Bank, πλήρωσε US\$15.5 εκατομμύρια για το 98% της επιχείρησης, όχι ένα ασήμαντο χρηματικό ποσό. Εκείνο τον καιρό, όμως, η τράπεζα κέρδιζε περίπου \$2 εκατομμύρια με \$100 εκατομμύρια σε καταθέσεις, και είχε μια λογιστική αξία \$17 εκατομμύρια. Δηλαδή ο Buffett την αγόρασε επτά φορές στα κέρδη της και λιγότερο από τη λογιστική αξία της. Αλλά ο Buffett ήξερε ακριβώς τι έκανε. Μέσα σε πεντέμισι χρόνια η Berkshire ξεπληρώθηκε για την επένδυσή της, και μέσα σε οκτώ χρόνια η τράπεζα είχε πληρώσει στη μητρική εταιρεία της \$20 εκατομμύρια σε μερίσματα. Μέσα σε μια δεκαετία η τράπεζα άξιζε τέσσερις φορές την αρχική τιμή αγοράς της.

Ο Buffett είχε μάθει εδώ και πολύ καιρό πριν από τον μέντορά του, τον Ben Graham, ότι ‘Η τιμή είναι αυτό που πληρώνετε, η αξία είναι αυτό που παίρνετε’, και δεν παρέκκλινε ποτέ από αυτήν την επενδυτική προσέγγιση. Ο Buffett κατέβαλε ένα λογικό ποσό για την Illinois National, και αυτό που κατέχουν οι μέτοχοι της Berkshire είναι η αξία και μάλιστα μία άριστη αξία (www.moneymanagement.com.au, 2004).

Scott & Fetzer

Ένα προεξέχον παράδειγμα στο οποίο αναφέρεται ο Buffett είναι η επένδυση της Berkshire Hathaway στην επιχείρηση Scott & Fetzer το 1986. Η Scott & Fetzer Company είναι μία επιχείρηση εκμετάλλευσης για διάφορες επιχειρήσεις που συμμετέχουν στην παροχή βιομηχανικών και εμπορικών

προϊόντων. Η Berkshire Hathaway απέκτησε την επιχείρηση το 1986, και τα κέρδη της είναι σταθερά από τότε.

Μέχρι εκείνο το σημείο, η Scott & Fetzer είχε μια μάλλον μέτρια ευημερία. Μέχρι το 1984, οι πωλήσεις είχαν αυξηθεί στο 17 % και τα κέρδη αυξήθηκαν στο 45%. Έτσι τη δεκαετία του '80, η Scott & Fetzer δεν θα μπορούσε να περάσει απαρατήρητη. Τον καιρό της πώλησης, η Scott & Fetzer θεωρούνταν ότι διέθετε μία καλή διαχείριση και με ικανοποιητικά κέρδη, δύο από τ' αγαπημένα κριτήρια του Buffett για την απόφαση αγοράς με πωλήσεις περίπου στα \$700 εκατομμύρια. Εκτός από την εταιρεία World Book, η οποία τότε απαρριθμούσε περίπου το 40% των πωλήσεων της Scott Fetzer, άλλες εταιρείες της ήταν αυτές της Kirby, των αεροσυμπιεστών Campbell Hausfeld, και των καυστήρων και υδραντλιών Wayne. Η World Book πουλούσε τότε περισσότερες εγκυκλοπαίδειες στις Ηνωμένες Πολιτείες από όσες πουλούσαν μαζί οι τέσσερις μεγαλύτεροι ανταγωνιστές της.

Το 1986, ο όγκος μονάδων της World Book αυξήθηκε για τέταρτο διαδοχικό έτος. Οι πωλήσεις στις εγκυκλοπαίδειες είχαν ανέβει 45% κατά τη διάρκεια του 1982. Ο όγκος μονάδων της Childcraft αυξανόταν επίσης σημαντικά. Η επιτυχία οφειλόταν εν μέρει στις καλές τιμές και την έκδοση και έναν όγκο πωλήσεων ο οποίος κατέληγε κυρίως σε εκπαιδευτικούς. Περισσότερο από το μισή από την ενεργό δύναμη των πωλήσεων στα μέσα της δεκαετίας του '80 ήταν δάσκαλοι και ένα άλλο 5% ήταν βιβλιοθηκάριοι. Οι πωλήσεις της Kirby ήταν επίσης ισχυρές, με τις πωλήσεις ν' αυξάνονται παγκοσμίως 33% μεταξύ του 1982 και του 1986. Η Campbell Hausfeld, η μεγαλύτερη μονάδα της Scott Fetzer, ήταν η κύρια παραγωγός της χώρας σε μικρού και μεσαίου μεγέθους αεροσυμπιεστών. Τα κέρδη της αυξήθηκαν παραπάνω από το διπλάσιο το 1986.

Ας δούμε όμως τι είπε ο ίδιος ο Buffett το 1995. 'Η Berkshire αγόρασε την Scott Fetzer στις αρχές του 1986. Εκείνον τον καιρό, η επιχείρηση ήταν μια ομάδα 22 επιχειρήσεων, και σήμερα έχουμε ακριβώς την ίδια διάταξη - καμία προσθήκη και καμία διάθεση. Οι κύριες επιχειρήσεις της Scott Fetzer είναι οι World Book, Kirby, και Campbell Hausfeld, αλλά πολλές άλλες μονάδες συνεισφέρουν σημαντικά επίσης στις αποδοχές. Πληρώσαμε \$315.2 εκατομμύρια για την Scott Fetzer, η οποία εκείνον τον καιρό είχε μία λογιστική αξία \$172.6 εκατομμυρίων. Το ασφάλιστρο των \$142.6 εκατομμυρίων που πληρώσαμε

αντανακλούσε την πεποίθησή μας ότι η εσωτερική αξία της επιχείρησης ήταν κοντά στο διπλάσιο της λογιστική αξία της. Στον πίνακα 2 παρακάτω επισημαίνουμε τη λογιστική αξία της Scott Fetzer, καθώς και τα κέρδη και τα μερίσματά της, από τον καιρό της αγοράς μας.'

Πίνακας 2. Λογιστική αξία Scott Fetzer

Χρονιά	(1) Αρχική Λογιστική Αξία	(2) Κέρδη	(3) Μερίσματα	(4) Τελική Λογιστική Αξία
	(σε Εκατομμύρια \$)			(1)+(2)-(3)
1986	\$172.6	\$ 40.3	\$125.0	\$ 87.9
1987	87.9	48.6	41.0	95.5
1988	95.5	58.0	35.0	118.6
1989	118.6	58.5	71.5	105.5
1990	105.5	61.3	33.5	133.3
1991	133.3	61.4	74.0	120.7
1992	120.7	70.5	80.0	111.2
1993	111.2	77.5	98.0	90.7
1994	90.7	79.3	76.0	94.0

(Πηγή: Warren E. Buffett March 7, 1995 To the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.)

Επειδή είχε υπερβολικά μετρητά όταν έγινε η διαπραγμάτευσή μας, η Scott Fetzer μπορούσε να πληρώσει στην Berkshire μερίσματα \$125 εκατομμυρίων το 1986, αν και κέρδιζε μόνο \$40,3 εκατομμύρια. Όπως μπορείτε να δείτε, τα κέρδη της Scott Fetzer αυξήθηκαν σταθερά από τότε που την αγοράσαμε, αλλά η λογιστική αξία δεν έχει αυξηθεί αντίστοιχα.

Ο ακόλουθος πίνακας δείχνει, πρώτα, τις ετήσιες δαπάνες που έκανε η Berkshire για να αποσβέσει βαθμιαία το ασφάλιστρο απόκτησης της Scott Fetzer και, δεύτερον, το ασφάλιστρο που παραμένει στα βιβλία μας. Αυτές οι δαπάνες δεν έχουν καμία επίδραση στα μετρητά ή τους φόρους που

πληρώνουμε, και δεν είναι, κατά την άποψή μας, ένα οικονομικό κόστος (αν και πολλοί λογιστές θα διαφωνούσαν μαζί μας). Είναι μόνο ένας τρόπος για να μειώσουμε την αξία μεταφοράς της Scott Fetzer στα βιβλία μας έτσι ώστε ο αριθμός τελικά θα ταιριάζει με την καθαρή αξία που υιοθετεί στην πραγματικότητα η Scott Fetzer στην επιχείρησή της.

Πίνακας 3. Ετήσιες δαπάνες της Berkshire

Χρονιά	Αρχικό Ασφάλιστρο Αγοράς	Ασφάλιστρο Αγοράς	
		Δαπάνη στα κέρδη της Berkshire	Τελικό Ασφάλιστρο Αγοράς
(Σε Εκατομμύρια \$)			
1986	142.6	11.6	131.0
1987	131.0	7.1	123.9
1988	123.9	7.9	115.9
1989	115.9	7.0	108.9
1990	108.9	7.1	101.9
1991	101.9	6.9	95.0
1992	95.0	7.7	87.2
1993	87.2	28.1	59.1
1994	59.1	4.9	54.2

(Πηγή: Warren E. Buffett March 7, 1995 To the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.)

‘Σημειώστε ότι μέχρι το τέλος του 1994 το ασφάλιστρο μειώθηκε στα \$54,2 εκατομμύρια. Όταν αυτός ο αριθμός προστεθεί στη λογιστική αξία της Scott Fetzer των \$94 εκατομμυρίων στο τέλος του χρόνου, το σύνολο είναι \$148.2 εκατομμύρια, η όποια είναι η τρέχουσα αξία μεταφοράς της Scott Fetzer στα βιβλία της Berkshire. Αυτό το ποσό είναι μικρότερο από το μισό της αξίας μεταφοράς μας για την επιχείρηση όταν αποκτήθηκε. Εντούτοις, η Scott Fetzer κερδίζει τώρα τα διπλάσια’ (Warren Buffett, 1995).

2.5 Ο δείκτης P.E.G.

Ο Warren Buffet αναζητάει ένα δείκτη P/E λιγότερο από το 50% του υψηλότερου δείκτη P/E που παρουσίασε η μετοχή τα τελευταία πέντε χρόνια. Στην περίπτωση, για παράδειγμα, που οι ρυθμοί αύξησης της κερδοφορίας μιας επιχείρησης διακοπούν απροσδόκητα σε μία και μόνο χρονιά (ενώ σε μακροχρόνιο επίπεδο εξακολουθεί να υπάρχει μεγέθυνση), τότε ο δείκτης P/E λειτουργεί υπό-πολλαπλασιαστικά στην πτώση της τιμής της μετοχής που ενδεχομένως να επακολουθήσει. Όπως έχουμε αναφέρει παραπάνω, ένα χαμηλό P/E θα σήμαινε ότι υπάρχει ένα περιθώριο ασφαλείας, αλλά υπάρχουν και παγίδες. Οι αργά αναπτυσσόμενες, κακές επιχειρήσεις τείνουν συχνά να έχουν χαμηλό δείκτη P/E. Και μερικές φορές, πολύ ελπιδοφόρες επιχειρήσεις έχουν υψηλά πολλαπλάσια του P/E. Το ενδεχόμενο αυτό μπορεί εύκολα να αντιμετωπισθεί από το δείκτη P.E.G. αφού σκοπός του είναι να σταθμίσει τη σχέση 'Τιμή/Κέρδη ανά Μετοχή' (δηλαδή το P/E) με τη διαχρονική πορεία των κερδών. Ο δείκτης αποτίμησης P.E.G. που συνδυάζει το λόγο 'Τιμή προς Κέρδη ανά Μετοχή' με τους διαχρονικούς ρυθμούς ανάπτυξης της κερδοφορίας μιας εταιρείας και είναι ο συνδυασμός των αρχικών γραμμάτων των λέξεων Price, Earnings, Growth (Τιμή, Κέρδη, Μεγέθυνση), σύμφωνα με τους υποστηρικτές του, εμφανίζεται πληρέστερος από τους προϋπάρχοντες και ικανός να επιλύσει αρκετά προβλήματα που ανακύπτουν από τη χρήση άλλων δεικτών αποτίμησης. Τα παραπάνω προβλήματα 'ενσαρκώνονται' στην περίπτωση του δείκτη P/E που αντιπροσωπεύει, όπως έχουμε αναλύσει παραπάνω, το γνωστό λόγο 'Τιμή προς Κέρδη ανά Μετοχή'. Το αρνητικό σημείο της υπόθεσης του P/E προκύπτει από την αδυναμία του ίδιου του δείκτη να λάβει υπόψη τη μελλοντική πορεία και την ενδεχόμενη δυναμική μεγέθυνση μιας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο εταιρίας.

Η χρησιμότητά του δείκτη P.E.G. προκύπτει ουσιαστικά από τη διαίρεση του λόγου P/E με το μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης των κερδών της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου (3ετίας, 5ετίας κλπ.). Με τον τρόπο αυτό, το εξαγόμενο αποτέλεσμα είναι πιο 'συμβατό' και ευέλικτο σε απότομες αλλαγές μεγεθών. Τέλος, επισημαίνεται ότι η εξεταζόμενη χρονική περίοδος θα πρέπει να είναι κατά προτίμηση η 5ετία και να περιλαμβάνει έτος ή έτη τα οποία δεν έχουν ακόμη ολοκληρωθεί. Ο δείκτης P.E.G. υπολογίζεται ως εξής:

Ο δείκτης P/E αντιπροσωπεύει το λόγο: Τιμή/(Κέρδη / Μετοχή), όπου

- Τιμή: Τρέχουσα τιμή μετοχής.
- Κέρδη: Αναμενόμενα κέρδη τρέχοντος έτους.
- Μετοχή: Συνολικός αριθμός (κοινών και προνομιούχων) μετοχών κατά το τρέχον έτος.

Αφού υπολογισθεί ο δείκτης P/E, το επόμενο στάδιο για τον υπολογισμό του δείκτη 'P.E.G.' αποτελεί η εύρεση του μέσου ετήσιου ρυθμού αύξησης των κερδών της εξεταζόμενης εισηγμένης εταιρίας σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, ως εξής:

$$\left(\frac{\text{Αναμενόμενα κέρδη τελευταίου έτους}}{\text{Κέρδη αρχικού έτους}} \right)^{\frac{1}{n-1}} - 1$$

Όπου n είναι ο συνολικός αριθμός των ετών που καλύπτει η συγκεκριμένη χρονική περίοδος. Π. χ. στην περίοδο 2005-2008 (4ετία) το n ισούται με 4.

Αξίζει να σημειωθεί ότι:

- Όταν μια μετοχή έχει δείκτη P.E.G. = 0,5 τότε προτείνεται η αγορά της, ενώ αν ο δείκτης P.E.G. = 1 (ή ανώτερος του 1) τότε προτείνεται η πώληση της μετοχής. Έτσι αν ο δείκτης P/E μιας επιχείρησης είναι 20 και το ποσοστό αύξησης των κερδών της είναι 20%, ο δείκτης PEG ισούται με τη μονάδα). Πολλές φορές, ένας δείκτης PEG μικρότερος από τη μονάδα υπονοεί ότι υπάρχει ένα σημαντικό περιθώριο ασφάλειας. Ένας δείκτης PEG μεγαλύτερος από τη μονάδα σημαίνει ότι το περιθώριο ασφάλειας δεν είναι πολύ υψηλό.
- Ο δείκτης λειτουργεί σαν εργαλείο για μακροχρόνιες επενδυτικές επιλογές και σε μετοχές με ικανοποιητική εμπορευσιμότητα. Αντίθετα δεν προσφέρει ιδιαίτερα σημαντικό έργο στην αναζήτηση επιλογών βραχυχρόνιας διάρκειας.

- Ο δείκτης 'P.E.G.' δεν είναι 'εξαντλητικός' ως κριτήριο, γεγονός που σημαίνει ότι δεν πρέπει να χρησιμοποιείται αυτόνομα αλλά σε συνδυασμό και με άλλα κριτήρια αποτίμησης (Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης, 2007).

2.6 Ο Warren Buffett και η σύγκριση των P/E

Γενικά ο Buffett αναζητάει επιχειρήσεις που οι δείκτες του P/E να είναι κάτω του 50%, δηλαδή όταν τα ιστορικά στοιχεία των P/Es καταδεικνύουν ένα τρέχον P/E, το οποίο δεν υπερβαίνει το μισό του υψηλότερου P/E στα πλαίσια ενός χρονοδιαγράμματος 5 ετών, επειδή οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν πρόβλημα να διατηρήσουν την αρκετά υψηλή αύξηση ώστε να υποστηρίξουν τα P/Es πέρα από το κατώτατο όριο. (Οι μικρότερες εταιρίες μπορούν να έχουν πολύ υψηλές P/E αναλογίες κατά τη διάρκεια των χρόνων της αύξησής τους).

Όταν το ιστορικό ποσοστό αύξησης μιας εταιρίας είναι μεγαλύτερο από 50%, το αποφεύγει. Μία τέτοια υψηλή αύξηση είναι απίθανο να διατηρηθεί μακροπρόθεσμα, και ένας επενδυτής δεν πρέπει πληρώνει για μία μετοχή βάσει της υπόθεσης ότι ένα ποσοστό αύξησης τόσο υψηλό ή υψηλότερο θα διατηρηθεί για πολύ.

2.7 Κερδοφορία μιας επιχείρησης

Ο Warren Buffett ενδιαφέρεται ελάχιστα για τις μετοχές που είναι 'καυτές' σε οποιαδήποτε δεδομένη στιγμή. Ενδιαφέρεται πολύ περισσότερο για την αγορά επιχειρήσεων που θεωρεί ότι θα είναι επιτυχείς και κερδοφόρες μακροπρόθεσμα. Βέβαια η πρόβλεψη της μελλοντικής επιτυχίας δεν είναι κάτι το αλάνθαστο αλλά μία σταθερή διαδρομή είναι ένας σχετικά αξιόπιστος δείκτης. Όταν μια επιχείρηση καταδείξει συνεπή αποτελέσματα στον ίδιο τύπο προϊόντων χρόνο με το χρόνο, δεν είναι αδικαιολόγητο να υποθέσει κάποιος ότι αυτά τα αποτελέσματα θα συνεχιστούν. Στο βαθμό βέβαια που δε συμβούν σημαντικές αλλαγές. Ο Buffett αποφεύγει τις επιχειρήσεις που αλλάζουν πλήρως την κατεύθυνση τους επειδή προηγουμένως τα σχέδια τους ήταν ανεπιτυχή. Εμπειρικά θεωρεί ότι οι

σημαντικές επιχειρησιακές αλλαγές αυξάνουν την πιθανότητα σημαντικών επιχειρησιακών λαθών. 'Οι ακραίες αλλαγές και οι εξαιρετικές αποδόσεις συνήθως δεν αναμειγνύονται,' παρατηρεί ο Buffett (www.finance-weblog.com, 2006).

Τα περισσότερα άτομα, δυστυχώς, επενδύουν σαν να ισχύει το αντίθετο. Πάρα πολύ συχνά, βιάζονται να αγοράσουν τις μετοχές των επιχειρήσεων που είναι στη μέση μιας εταιρικής αναδιοργάνωσης. Για κάποιο ανεξήγητο λόγο, λέει ο Buffett, αυτοί οι επενδυτές είναι τόσο ξεμυαλισμένοι με την σκέψη του τι μπορεί να φέρει το αύριο που αγνοούν τη σημερινή επιχειρησιακή πραγματικότητα. Αντίθετα, ο Buffett λέει, η δική προσέγγισή του 'περισσότερο ωφελείται από την έλλειψη αλλαγών. Αυτό το είδος των επιχειρήσεων μου αρέσει' (Robert G. Hagstrom, 2005).

Johnson & Johnson

Όπως ήδη αναφέραμε μία από τις βασικές αρχές της επενδυτικής προσέγγισης του Buffett, είναι τα σταθερά αποτελέσματα κατά τη διάρκεια μιας μακριάς χρονικής περιόδου. Του αρέσουν επιχειρήσεις που έχουν μια μεγάλη ιστορία στην σταθερή αύξηση των κερδών, και στις περισσότερες περιπτώσεις, η φιλοσοφία του απαιτεί οι επιχειρήσεις να έχουν αυξανόμενα κέρδη ανά μετοχή κάθε χρόνο για τα προηγούμενα πέντε χρόνια. Υπάρχουν μερικές εξαιρέσεις σε αυτό, όταν μια επιχείρηση της οποίας τα EPS μπορούν να είναι αρνητικά ή να έχουν μια μικρή απώλεια τον προηγούμενο χρόνο, επειδή αυτό θα μπορούσε να επισημάνει μια καλή ευκαιρία αγοράς (εάν το υπόλοιπο ιστορικό της επιχείρησης στα μακροχρόνια κέρδη είναι σταθερό).

Για παράδειγμα, ας δούμε την Johnson & Johnson, τον φαρμακευτικό γίγαντα του Νιου Τζέρσεϋ της οποίας η 250 λειτουργικές επιχειρήσεις κατασκευάζουν μυριάδες φάρμακα και άλλα προϊόντα υγειονομικής περίθαλψης. Τα τελευταία πέντε χρόνια, τα κέρδη ανά μετοχή της Johnson & Johnson ήταν (από τα παλιότερα προς τα πιο πρόσφατα) \$2.16, \$2.40, \$2.74, \$3.35, και \$3.73. Αυτό είναι το είδος της σταθερής, προβλέψιμης αύξησης που αναζητά ο Buffett, έτσι η Johnson & Johnson περνάει το τεστ του (John Reese, 2008).

2.7.1 Δυνατή κερδοφορία

'Εάν μία επιχείρηση τα πάει καλά, η μετοχή τελικά θ' ακολουθήσει.' (Warren Buffett, 1996). Επιλέγει μετοχές με βάση την γενική δυνατότητάς τους ως επιχείρηση - εξετάζει κάθε μία συνολικά. Διατηρώντας αυτές τις μετοχές μακροπρόθεσμα, ο Buffett επιδιώκει όχι ένα κέρδος στο κεφάλαιο αλλά μία ιδιοκτησία σε ποιοτικές επιχειρήσεις εξαιρετικά ικανές ν' αυξάνουν τα κέρδη τους. Όταν ο Buffett επενδύει σε μια επιχείρηση, δεν ενδιαφέρεται για το εάν η αγορά θα αναγνωρίσει τελικά την αξία της, ενδιαφέρεται για το πόσο καλά αυτή η επιχείρηση μπορεί να δημιουργεί κέρδη ως επιχείρηση. Γι' αυτό το λόγο, ο Buffett προτιμά να επενδύει σε επιχειρήσεις με ένα αποδεδειγμένο επίπεδο ισχυρής αποδοτικότητας, δίνοντας μεγαλύτερη εμπιστοσύνη σε αυτό από αυτό που προβλέπουν οι αναλυτές ότι θα συμβεί στο μέλλον. Δηλαδή, στηρίζεται σε ιστορικά αποτελέσματα και όχι στις προβλέψεις των αναλυτών, για να βρει αυτές τις επιχειρήσεις. Εξετάζει διάφορα μέτρα αξιολόγησης της κερδοφορίας μιας επιχείρησης, μεταξύ των οποίων τον δείκτη εσόδων προς το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης (return on equity), τον δείκτη εσόδων προς το επενδυμένο κεφάλαιο (return on invested capital) και το περιθώριο κέρδους της επιχείρησης.

Ο δείκτης ROE είναι ένα μέτρο του ποσοστού στο οποίο οι μέτοχοι κερδίζουν εισόδημα στις μετοχές τους και ο Buffett χρησιμοποιεί αυτό το μέτρο για να δει πόσο καλά λειτουργεί μία επιχείρηση σε σύγκριση με άλλες επιχειρήσεις που λειτουργούν στον ίδιο τομέα, αλλά και σε σύγκριση με παλιότερες αποδόσεις. Μπορείτε να υπολογίσετε τον δείκτη ROE με τη διαίρεση του καθαρού εισοδήματος της επιχείρησης με το μετοχικό κεφάλαιο. Ο τύπος δηλαδή έχει ως εξής:

$$ROE = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Μετοχικό Κεφάλαιο}}$$

Ο δείκτης ROE μετρά πόσο γρήγορα μια εταιρία μπορεί να αναπτυχθεί με τη χρησιμοποίηση των εσωτερικά-παραγμένων κερδών, ή κυριολεκτικά, πόσο μια επιχείρηση κερδίζει σε σχέση με τα χρήματά της. Παραδείγματος χάριν, μια επιχείρηση με 10% ROE δεν μπορεί να αυξήσει τα κέρδη της γρηγορότερα από

10% ετησίως χωρίς την αύξηση των μετρητών είτε μέσω της πώλησης περισσότερων μετοχών είτε με το δανεισμό. Και οι δύο αυτές επιλογές μειώνουν τα κέρδη στους υπάρχοντες μετόχους. Στην αντίθετη περίπτωση, ένα υψηλότερο ROE σημαίνει ότι τα κεφάλαια πλεονάσματος μπορούν να επενδυθούν για να βελτιώσουν τη λειτουργία της επιχείρησης χωρίς οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης (μέτοχοι) να πρέπει να επενδύσουν περισσότερο κεφάλαιο. Επίσης σημαίνει ότι υπάρχει μικρότερη ανάγκη δανεισμού.

Οι επενδυτές μπορούν επίσης να υπολογίσουν την αλλαγή του ROE για μία περίοδο χρησιμοποιώντας πρωτίστως το μετοχικό κεφάλαιο από την αρχή μιας περιόδου ως τον παρονομαστή για να καθοριστεί ένα αρχικό ROE. Μετά, το μετοχικό κεφάλαιο στο τέλος της περιόδου μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως τον παρονομαστή για να καθορίσει το τελικό ROE. Ο υπολογισμός του αρχικού και του τελικού ROE επιτρέπει σε έναν επενδυτή να καθορίσει την αλλαγή στην κερδοφορία κατά τη διάρκεια της περιόδου.

Λέγεται ότι ο Buffett προτιμά μια επιχείρηση που ο δείκτης ROE ξεπερνά το 20% ετησίως κατά τη διάρκεια των προηγούμενων πέντε-ετών. Αναζητάει επίσης επιχειρήσεις με περιθώριο κέρδους πάνω από το μέσο όρο, το οποίο μπορεί να υπολογιστεί με τη διαίρεση του καθαρού εισοδήματος από τις καθαρές πωλήσεις (www.wealthdaily.com, 2008). Όσο υψηλότερη είναι η αναλογία, τόσο περισσότερο κερδοφόρα είναι η επιχείρηση βάση των πωλήσεών της. Ένα αυξημένο ROE είναι ένα καλό σημάδι σε αυτήν την περίπτωση, ενώ στην αντίθετη περίπτωση ένα μειωμένο ROE συχνά αποτελεί μια προειδοποίηση. Ο ίδιος ο Buffett πιστεύει ότι είναι δύσκολο για μια επιχείρηση να παράγει γνήσια υψηλή αύξηση χωρίς υψηλό ROE. 'Ο χρόνος είναι ο εχθρός μιας φτωχής επιχείρησης και ο φίλος μιας μεγάλης επιχείρησης. Εάν έχετε μία επιχείρηση η οποία κερδίζει 20%-25% στο μετοχικό κεφάλαιο, ο χρόνος είναι φίλος σας. Αλλά είναι εχθρός σας εάν τα χρήματά σας είναι σε μια χαμηλής απόδοσης επιχείρηση' (Berkshire Annual Meeting, 1998).

Επίσης, όπως αναφέραμε και παραπάνω, στον τομέα της αποδοτικότητας, ο Buffett δίνει προσοχή στο γενικό περιθώριο κέρδους. Ο τύπος είναι ο ακόλουθος:

$$\text{Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρό Εισόδημα}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Παραδείγματος χάριν, μια εταιρία που κάνει 10€ σε ένα αντικείμενο το οποίο πουλάει για 100€ θα έχει ένα περιθώριο κέρδους 10%.

Το περιθώριο κέρδους είναι επίσης πολύ χρήσιμο όταν γίνεται σύγκριση μεταξύ επιχειρήσεων σε παρόμοιες βιομηχανίες. Ένα υψηλότερο περιθώριο κέρδους δείχνει μια πιο κερδοφόρα επιχείρηση που έχει καλύτερο έλεγχο των δαπανών της έναντι των ανταγωνιστών της. Το περιθώριο κέρδους επιδεικνύεται ως μια εκατοστιαία αναλογία. Ένα περιθώριο κέρδους 20%, παραδείγματος χάριν, σημαίνει ότι η επιχείρηση έχει ένα καθαρό εισόδημα 0,20€ για κάθε € των πωλήσεων. Η εξέταση των αποδοχών μιας επιχείρησης συχνά δεν λείπει ολόκληρη την ιστορία. Οι αυξανόμενες αποδοχές είναι καλές, αλλά μια αύξηση δεν σημαίνει ότι το περιθώριο κέρδους μιας επιχείρησης βελτιώνεται. Παραδείγματος χάριν, εάν μια επιχείρηση έχει δαπάνες που έχουν αυξηθεί σε ένα μεγαλύτερο ποσοστό από τις πωλήσεις, οδηγεί σε ένα χαμηλότερο περιθώριο κέρδους. Αυτό είναι μια ένδειξη ότι οι δαπάνες πρέπει να είναι υπό καλύτερο έλεγχο.

Φανταστείτε ότι μια επιχείρηση έχει ένα καθαρό εισόδημα 10€ εκατομμυρίων από πωλήσεις 100€ εκατομμυρίων, δίνοντας της ένα περιθώριο κέρδους 10% (10€ εκατομμύρια/100€ εκατομμύρια). Εάν στο επόμενο έτος το καθαρό εισόδημα ανέρχεται σε \$15 εκατομμύρια στις πωλήσεις \$200 εκατομμυρίων, το περιθώριο κέρδους της επιχείρησης θα μειωνόταν σε 7,5%, Έτσι ενώ η επιχείρηση αύξησε το καθαρό εισόδημά της, έχει ελαττώσει τα περιθώρια κέρδους. Πολλές επιχειρήσεις προσφέρουν επίσης εκπτώσεις, ειδικά στις πιστωτικές πωλήσεις όπου ο πελάτης καταβάλλει το ποσό νωρίς. Αυτή η έκπτωση αφαιρείται από τις ακαθάριστες πωλήσεις, που μειώνουν το γενικό εισόδημα. Για να πάρουν μια καλή ένδειξη των ιστορικών περιθωρίων κέρδους, οι επενδυτές πρέπει να δούνε τουλάχιστον πέντε έτη. Ένα υψηλό περιθώριο κέρδους δείχνει ότι η εταιρεία διαχειρίζεται πολύ καλά την επιχείρησή της, αλλά η διαχείριση μέσων αυξανόμενων περιθωρίων είναι εξαιρετικά αποδοτική και επιτυχής στον έλεγχο των δαπανών.

Coca-Cola

Η Coca-Cola είναι παγκόσμια ο μεγαλύτερος κατασκευαστής, έμπορος, και διανομέας ανθρακούχων ποτών. Το προϊόν της επιχείρησης, το οποίο πουλήθηκε πρώτα στις Ηνωμένες Πολιτείες το 1886, τώρα πωλείται σε περισσότερες από 195 χώρες παγκοσμίως. Η σχέση του Buffett με την Coca-Cola ξεκινάει από τα πέντε του χρόνια όταν αγόραζε έξι κουτάκια στο ποσό των 25 σεντς από το παντοπωλείο του παππού του και τα πουλούσε στη γειτονιά του 5 σεντς το κάθε ένα. Αλλά ήταν μόνο μέχρι το καλοκαίρι του 1988, που ο Buffett αγόρασε τις πρώτες μετοχές του στην Coca-Cola. Η δύναμη της Coca-Cola δεν είναι μόνο τα χαρακτηριστικά προϊόντα της, αλλά και το μοναδικό παγκόσμιο σύστημα διανομής της. Σήμερα, οι διεθνείς πωλήσεις των προϊόντων της Coca-Cola αποτελούν το 69% των συνολικών πωλήσεων της επιχείρησης και το 80% των κερδών της. Η καλύτερη επιχείρηση, λέει ο Buffett, είναι εκείνη που κατά τη διάρκεια του χρόνου μπορεί να χρησιμοποιήσει μεγάλα ποσά κεφαλαίου με πολύ υψηλά ποσοστά απόδοσης.

Στην περίπτωση της Coca-Cola, βλέπουμε τον Buffett να ενεργεί σύμφωνα με μια από τις κατευθυντήριες αρχές του: Όταν οι πιθανότητες της επιτυχίας είναι πολύ υψηλές, στοιχηματίστε πολλά. Συχνά έχει πει ότι η Coca-Cola αντιπροσώπευε μία σχεδόν βέβαιη πιθανότητα της επιτυχίας. Όταν ο Buffett αγόρασε το 6,3% των μετοχών της Cola-Cola, κάποιοι απόρησαν. Το 1988 η μετοχή φαινόταν υπερτιμημένη και σίγουρα αποτελούσε κάτι που ο Ben Graham δε θ' αγόραζε ποτέ. Η Berkshire Hathaway αγόρασε \$1 δισεκατομμύριο μετοχές της Coca-Cola το 1988 και το 1989 σε μια μέση τιμή \$43.85 ανά μετοχή. Αυτό ήταν 15.2 φορές το 1988 τα κέρδη ανά μετοχή των \$2.88. Ήταν ένα μεγάλο στοίχημα. Η Coke τότε αντιπροσώπευε το 32% του μετοχικού κεφαλαίου της Berkshire (στο τέλος του 1988). Η Coca-Cola, είπε ο Buffett, ήταν μία μετοχή την οποία θα μπορούσε άνετα να κρατήσει για πάνω από 10 χρόνια. Μέχρι το τέλος του 1998, αυτή η επένδυση άξιζε πάνω από \$13 δισεκατομμύρια και με ένα ROE στο 34%. Η Coca-Cola μπορούσε να καυχηθεί το 1989 ότι θα χρειαζόταν περισσότερα από \$100 δισεκατομμύρια για ν' αντικατασταθεί η Coke σαν επιχείρηση. Ο Buffett επανειλημμένα έχει πει ότι αυτή είναι μια από τις μόνιμες μετοχές του.

Η επιχείρηση της Coca-Cola είναι σχετικά απλή. Σήμερα, 120 χρόνια αργότερα, η Coca-Cola πουλάει το ίδιο αναψυκτικό. Ακόμα κι αν η επιχείρηση έχει επενδύσει κατά καιρούς σε ανεξάρτητες επιχειρήσεις, ο πυρήνας της έχει παραμείνει κατά ένα μεγάλο μέρος αμετάβλητος. Η μόνη σημαντική διαφορά σήμερα είναι το μέγεθος της επιχείρησης και η γεωγραφική της εμβέλεια και η αύξηση στη ποσότητα. Μέχρι το 2003, η επιχείρηση πουλούσε πάνω από 19 δισεκατομμύρια αναψυκτικών σε περισσότερες από 200 χώρες, παράγοντας \$22 δισεκατομμύρια ετησίως στις πωλήσεις.

2.7.2 Προηγούμενη ανάπτυξη ως παράγοντας προβλεψιμότητας

Αν και μία συνεπής πορεία αυξήσεων στα κέρδη ανά μετοχή δεν είναι αποκλειστικά προάγγελος και περαιτέρω αυξήσεων, είτε και ποσοστού κάποιων αυξήσεων, ο Benjamin Graham θεωρούσε ότι ήταν ένας παράγοντας αντάξιος εκτίμησης. Επιπλέον, είναι λογικό να συναχθεί το συμπέρασμα ότι μια επιχείρηση που είχε κανονικές και συνεπείς αυξήσεις στα κέρδη ανά μετοχή κατά τη διάρκεια μιας παρατεταμένης περιόδου έχει μια σωστή διαχείριση.

Για τον Warren Buffett το σημαντικό δεν είναι ότι μια επιχείρηση αυξάνεται (σημειώνει την ανάπτυξη στις επιχειρήσεις αερογραμμών που δεν έχουν οδηγήσει σε οποιαδήποτε πραγματικά οφέλη για τους μετόχους) αλλά ότι οι αποδόσεις αυξάνονται. Το 1992, είχε πει το ακόλουθο:

‘Η ανάπτυξη ωφελεί τους επενδυτές μόνο όταν μπορεί η επιχείρηση στο σημείο αυτό να επενδύσει σε επαυξητικές δελεαστικές αποδόσεις - με άλλα λόγια, μόνο όταν κάθε δολάριο το οποίο χρησιμοποιείται για να χρηματοδοτήσει την αύξηση δημιουργεί πάνω από ένα δολάριο της μακροπρόθεσμης αγοραστικής αξίας.’

2.7.3 Ανάπτυξη στα EPS (Earnings per Share)

Για την Mary Buffett και τον David Clark, τα κέρδη ανά μετοχή (EPS), και η ικανότητά τους να μένουν μπροστά από τον πληθωρισμό, είναι ένας βασικός παράγοντας στις στρατηγικές επένδυσης του Warren Buffett (Mary Buffett, David

Clark, 2002). Τα κέρδη που αυξάνονται με συνέπεια είναι μια ένδειξη μιας ποιοτικής επιχείρησης, σωστά διοικούμενης, με ελάχιστη ή καμία εμπιστοσύνη στα προϊόντα. Αυτό οδηγεί στην προβλεψιμότητα των μελλοντικών κερδών και των ταμειακών ροών. Αφ' ετέρου, σε μια επιχείρηση της οποίας τα κέρδη κυμαίνονται, οι μελλοντικές ταμειακές ροές είναι λιγότερο προβλέψιμες. Οι λόγοι μπορούν να είναι η κακή διαχείριση, η κακή ποιότητα ή η υπερβολική εμπιστοσύνη στα προϊόντα που είναι ευαίσθητα στις μειώσεις των τιμών.

Ας δούμε για παράδειγμα την Anheuser-Busch. Δέκα χρόνων νούμερα έως το 2002, με τη χρήση των περιλήψεων του Value Line, παρουσιάζουν τα ακόλουθα:

Πίνακας 4. Αποδόσεις της Anheuser-Busch

Έτος	Κέρδη Ανά Μετοχή	Απόδοση στη μετοχή %
1993	.89	23.0
1994	.97	23.4
1995	.95	22.2
1996	1.11	27.9
1997	1.18	29.2
1998	1.27	29.3
1999	1.47	35.8
2000	1.69	37.6
2001	1.89	42.0
2002	2.20	63.4

(Πηγή: www.buffettsecrets.com)

Όπως παρατηρούμε από τ' αποτελέσματα υπάρχει μια σταθερή αύξηση στα κέρδη ανά μετοχή όπως και μια σταθερή αύξηση προς ένα υψηλό ROE, παρ' όλο που όπως αποκαλύπτει ο ίδιος ο Warren Buffett, η απόφαση αγοράς σημαντικών μετοχών της Anheuser-Busch στηρίχθηκε πρωτίστως στην κατανοητή και δυνατή θέση της εταιρείας.

Η απόφαση να αγοράσω τις μετοχές διήρκεσε περίπου 2 δευτερόλεπτα. Διαβάζω τις ετήσιες εκδόσεις της Anheuser-Busch εδώ και 25 χρόνια. Ήδη είχα 100 μετοχές, όπως και με πολλές άλλες μετοχές, έτσι μπορώ να έχω εύκολη

πρόσβαση στις ετήσιες εκθέσεις τους. Οι πωλήσεις μπίρας στις ΗΠΑ είναι στάσιμες εδώ και αρκετά χρόνια. Το κρασί και τα αλκοολούχα ποτά έχουν κερδίσει την αγορά εις βάρος της μπίρας. Έτσι η Anheuser έπρεπε να ξοδέψει περισσότερα τελευταία για να διατηρήσει το μερίδιο αγοράς, ενώ έπρεπε να εμπλακεί και σε διαφημιστική καμπάνια. Αλλά η επιχείρηση είναι πολύ κατανοητή, και εξακολουθεί να είναι ακόμα πολύ ισχυρή. Οι επιχειρήσεις μπίρας δεν θα αυξηθούν σημαντικά στις ΗΠΑ, αλλά η δημοτικότητα της Bud αυξάνεται παγκοσμίως. Η Bud θα είναι ισχυρή. Τα κέρδη της επιχείρησης δεν θα είναι σημαντικά για κάποιο χρόνο - αλλά αυτό δεν μας πειράζει' (www.gurufocus.com, 2005).

2.7.4 Προβλέψιμες μελλοντικές αποδοχές

Το κλειδί εδώ είναι 'η τάση της αύξησης και των σταθερών αποδοχών'. Όλα τα κέρδη του παρελθόντος (και ενδεχομένως του μέλλοντος) οφείλουν να ακολουθήσουν ένα ευθύ ανοδικό σχέδιο ώστε να μπορέσει να πραγματοποιηθεί μία εκτίμηση για επένδυση. Μια τέτοια τάση δείχνει την αύξηση και την ικανότητα αντοχής της επιχείρησης. Ενώ αν η τάση των αποδοχών δεν επηρεάζεται από τις περιόδους υποχώρησης, είναι μια μεγάλη ένδειξη της δυνατότητας της επιχείρησης να ξεπερνάει τις πτωτικές τάσεις και να στηρίζει τη γραμμή των προϊόντων της, και ως εκ τούτου παράγοντας αποδόσεις για τον επενδυτή. Ενώ η τιμή της μετοχής μπορεί να μειωθεί λόγω της ύφεσης αλλά λόγω των αυξανόμενων κερδών, μπορεί να θεωρηθεί ένα καλό σημείο για την αγορά της επιχείρησης. Οι βασικοί αριθμητικοί δείκτες που ακολουθούνται είναι ο δείκτης PE (τιμή προς τις αποδοχές), ο δείκτης PEG (τιμή προς την αύξηση των αποδοχών), το ρυθμισμένο κέρδος, και ο δείκτης ROE (απόδοση στα ίδια κεφάλαια).

Στην ουσία αυτό που ο Buffett αναζητά είναι το περιθώριο κέρδους, μια έννοια που συχνά δεν χρησιμοποιείται με τον αποτελεσματικότερο τρόπο για το όφελος ενός επενδυτή. Ως εκ τούτου, είναι ακόμα ένα στοιχείο που αναφέρεται συχνά και εξετάζεται από πολλούς επενδυτές κατά τη λήψη των αποφάσεων επένδυσης. Βασικά, το περιθώριο κέρδους είναι το ποσοστό το οποίο αναφέρεται στο ποσοστό των καθαρών πωλήσεων οι οποίες γίνονται καθαρό εισόδημα αφότου ληφθούν υπόψη όλες οι δαπάνες, και οι οποίες περιλαμβάνουν συνήθως και τους φόρους. Κατά συνέπεια, ένα υψηλό ποσοστό (υψηλό περιθώριο

κέρδους) απλά δείχνει ότι οι δαπάνες ελέγχονται καλά από τη διαχείριση. Αυτό είναι κάτι που όλοι οι επενδυτές θα ήθελαν να δουν σε μια επιχείρηση. Ένα χαμηλό ποσοστό (χαμηλό περιθώριο κέρδους) είναι κατά ένα μεγάλο μέρος αρνητικό και υπονοεί ότι αυξανόμενες δαπάνες θα μπορούσαν ενδεχομένως να μειώσουν τα κέρδη και να δημιουργήσουν καθαρές απώλειες για την επιχείρηση. Η παραπάνω εξήγηση καταδεικνύει σαφώς πόσο συμφέρον μπορεί να είναι για έναν επενδυτή να γνωρίζει τα περιθώρια κέρδους μιας επιχείρησης. Εντούτοις, ο Warren Buffett έχει τον δικό τρόπο του για τα περιθώρια κέρδους που του έχει φέρει τόση μεγάλη επιτυχία κατά τη διάρκεια των ετών.

Τα ιστορικά περιθώρια κέρδους είναι το κλειδί πίσω από την επιτυχία του Buffett. Αυτό βασικά σημαίνει ότι πρέπει να αναλύσετε την εξέλιξη των περιθωρίων κέρδους μιας επιχείρησης για να έχετε μια καλή ιδέα της κατάστασης της επιχείρησης. Κατά τη διάρκεια αυτής της ανάλυσης, υπάρχουν τρεις περιπτώσεις που είναι σημαντικές.

Η πρώτη είναι ένα σταθερό περιθώριο κέρδους κατά τη διάρκεια του χρονικού διαστήματος που επιλέγεται για την ανάλυση. Αυτό μπορεί να είναι και καλό αλλά και κακό για τον επενδυτή. Είναι θετικά νέα για τον επενδυτή εάν το περιθώριο κέρδους είναι υψηλό επειδή οι οποιοσδήποτε αυξήσεις στις δαπάνες κατά τη διάρκεια αυτού του χρόνου έχουν απορροφηθεί και έχουν ελεγχθεί καλά. Είναι αρνητικά νέα για τον επενδυτή εάν το περιθώριο κέρδους είναι χαμηλό επειδή η επιχείρηση δεν ήταν σε θέση να κρατήσει τις δαπάνες υπό έλεγχο κατά τη διάρκεια εκείνης της χρονικής περιόδου.

Η δεύτερη είναι ένα αυξανόμενο περιθώριο κέρδους. Αυτό βασικά σημαίνει ότι στην επιλεγμένη περίοδο, το περιθώριο κέρδους έχει αυξηθεί σταθερά. Και σ' αυτήν την περίπτωση όμως η απόφαση για μία επένδυση πρέπει να γίνει λαμβάνοντας υπόψη και τα υπόλοιπα κριτήρια.

Η τρίτη είναι όταν το περιθώριο κέρδους έχει μειωθεί σταθερά κατά τη διάρκεια του εκλεγμένου χρονικού πλαισίου της ανάλυσής. Αυτό υπονοεί ότι η επιχείρηση ήταν ανεπιτυχής στον έλεγχο των αυξανόμενων δαπανών κατά τη διάρκεια του χρόνου και αυτό αποτελεί κατά ένα μεγάλο μέρος αρνητικές ειδήσεις για τους επενδυτές.

Έτσι θα μπορούσαμε να πούμε ότι μετρά τη χρήση του κεφαλαίου του κατά όλων των άλλων πιθανών χρήσεων και εάν το περιβάλλον τιμολόγησης στην βιομηχανία είναι δυσμενές, οι αριθμοί δεν θα του πουν τα ίδια όπως σε άλλους που δεν μοιράζονται την προοπτική του. Και εάν η τιμή δεν είναι σωστή, είναι ευτυχής να μην κάνει τίποτα.

Η προστασία που ο Buffett ψάχνει μεταξύ της τιμής που μπορεί να καταβάλει για μία μετοχή και την αξία της βρίσκεται συνήθως στο επιτόκιο στο οποίο πωλείται σε σχέση με την αξία του ενεργητικού στον ισολογισμό. Αυτή η αρχή έχει να κάνει με την αντικειμενική αξιολόγηση της εσωτερικής αξίας. Δηλαδή, το περιθώριο ασφάλειας του Buffett χτίζεται πάνω στην εξίσωσή του για την αξία (James O'Loughlin, 2002).

Sanborn Map

Ένα μεγάλο παράδειγμα από το ιστορικό χαρτοφυλάκιο του Buffett είναι αυτό της Sanborn Map. Στην επιστολή του 1960 στους περιορισμένης ευθύνης συνεργάτες του, ο Buffett ανέφερε ότι υπήρχε μια περίπτωση που αποτελούσε το 35% του χαρτοφυλακίου της συνεργασίας. Αυτό δεν θα είχε εξεταστεί από τον Graham για μια επένδυση στο πνεύμα της προσέγγισής τους δεδομένου ότι δεν ήταν διαφοροποιημένο, παρά την κατοχή πολλών από τα άλλα χαρακτηριστικά που ο Graham συνήθως σύστηνε. Όπως ήταν χαρακτηριστικό με τον Buffett, δεν αποκάλυψε ποια ήταν αυτή η μετοχή που το 1960 κατείχε ένα τόσο μεγάλο μέρος του ενεργητικού της συνεργασίας. Εντούτοις, στην επιστολή του 1961 παρουσίασε αυτή τη μυστηριώδη μετοχή και εξήγησε και τους λόγους του για την επένδυση.

Η Sanborn Map ήταν η MapQuest των αρχών του εικοστού αιώνα. Στο πρώτο έτος της επιχείρησης, 50 πόλεις είχαν χαρτογραφηθεί. Μέχρι το 1873, 600 πόλεις είχαν χαρτογραφηθεί. Μέχρι το 1920 είχαν πάνω από 1.000 υπαλλήλους και εγκαταστάσεις παραγωγής στο Σικάγο, το Σαν Φραντσίσκο, και τη Νέα Υόρκη. Στις αρχές της δεκαετίας του '50 η επιχείρηση χαρτών άρχισε να υποχωρεί. Ο αυξανόμενος ανταγωνισμός και η μικρότερη ανάγκη από τις ασφαλιστικές εταιρείες να ενημερώνουν συνεχώς τους χάρτες τους ανάγκασαν την Sanborn να

συρρικνωθεί. Στις αρχές της δεκαετία του '30, εντούτοις, η Sanborn άρχισε να βάζει τα κέρδη της σε ένα χαρτοφυλάκιο επένδυσης που, κατά τη διάρκεια του χρόνου, αυξήθηκε ουσιαστικά. Μέχρι το 1958, όταν ο Buffett άρχισε να συγκεντρώνει τις μετοχές, το χαρτοφυλάκιο επένδυσης άξιζε περισσότερο από την τιμή αγοράς της επιχείρησης. Όπως το έθεσε ο ίδιος ο Buffett στην επιστολή του 1961:

‘Επιτρέψτε μου να σας δώσω μία ιδέα της ακραίας απόκλισης αυτών των δύο παραγόντων. Το 1938 όταν ο Dow-Jones Industrial Average ήταν στο 100-120, η Sanborn διαπραγματευόταν στα \$110 ανά μετοχή. Το 1958 με το μέσο όρο στο 550, η Sanborn διαπραγματευόταν στα \$45 ανά μετοχή. Παρ’ όλα αυτά κατά τη διάρκεια εκείνης της ίδιας περιόδου η αξία του χαρτοφυλακίου επένδυσης της Sanborn αυξήθηκε από τα \$20 ανά μετοχή στα \$65 ανά μετοχή. Αυτό σημαίνει, στην πραγματικότητα, ότι ο αγοραστής των μετοχών της Sanborn το 1938 τοποθετούσε μια θετική αξιολόγηση \$90 ανά μετοχή στην επιχείρηση χαρτών σε μία δυσμενή χρονιά για τις επιχειρήσεις και το χρηματιστήριο. Στο πολύ καλύτερο κλίμα του 1958 η ίδια επιχείρηση χαρτών αξιολογούνταν μείον \$20 με τον αγοραστή της μετοχής απρόθυμο να πληρώσει περισσότερα από 70 σεντς στο δολάριο για το χαρτοφυλάκιο επένδυσης.’ Με άλλα λόγια, ο Buffett αισθανόταν ότι υπήρχε ένα ουσιαστικό περιθώριο ασφάλειας από το γεγονός ότι το χαρτοφυλάκιο επένδυσης άξιζε πολύ περισσότερο από την πώλησης της επιχείρησης στο χρηματιστήριο. Επιπλέον, η επιχείρηση ήταν ακόμα κερδοφόρα, αν και τα κέρδη επιδεινώνονταν. Επιπλέον, το εισόδημα από το χαρτοφυλάκιο επένδυσης ήταν τέτοιο που δεν υπήρχε απολύτως καμία ανησυχία σχετικά με την οικονομική βιωσιμότητα της επιχείρησης.

2.7.5 Καλή χρήση των μη διανεμημένων κερδών

Ένα ακόμα στοιχείο καλής αποδοτικότητας μία επιχείρησης για τον Warren Buffett αποτελεί και η καλή χρήση των παρακρατηθέντων κερδών. Όταν μια εταιρία πραγματοποιεί ένα κέρδος, μπορεί να ξοδέψει αυτό το κέρδος με δύο τρόπους:

α) να επιστρέψει τα κέρδη στους μετόχους μέσω των μερισμάτων, με εξαγορά μετοχών ή με επιδόματα, ή

β) να χρησιμοποιήσει τα χρήματα για να αυξήσει την αποδοτικότητα της επιχείρησης.

Παραδείγματος χάριν, μια επιχείρηση πραγματοποιεί ένα κέρδος \$100. Μπορεί να καταβάλει ολόκληρο αυτό το ποσό στους μετόχους οι οποίοι μπορούν έπειτα να χρησιμοποιήσουν αυτά τα χρήματα όπως νομίζουν περισσότερο κατάλληλα. Ή η επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιήσει όλο αυτό το κέρδος για να επενδύσει στην επιχείρηση με σκοπό την αύξηση των κερδών στα μελλοντικά χρόνια. Ή η επιχείρηση μπορεί να κάνει και τα δύο.

Για τον Warren Buffett, η ικανότητα σοφής χρήσης των μη διανεμημένων κερδών ένα σημάδι καλής διαχείρισης της επιχείρησης. Εάν η διαχείριση της επιχείρησης δεν κάνει καλύτερη δουλειά με τα κέρδη από ότι ο ίδιος, τότε προτιμά να φύγει από την επιχείρηση αφού του καταβάλλει το πλήρες ποσό σε μερίσματα.

Το 1984, ο Warren Buffett έκανε αυτά τα σχόλια: 'Τα πλεονάζοντα κέρδη πρέπει να διατηρηθούν μόνο όπου υπάρχει μια λογική προοπτική –που υποστηρίζεται κατά προτίμηση από ιστορικά στοιχεία ή, όπου χρειάζεται από μια στοχαστική ανάλυση του μέλλοντος – όπου για κάθε δολάριο που δεν διανέμεται από την εταιρία, να δημιουργηθεί τουλάχιστον ένα δολάριο της αγοραστικής αξίας για τους ιδιοκτήτες. Αυτό θα συμβεί μόνο εάν το κεφάλαιο που διατηρείται παράγει επαυξητικά κέρδη ίσα με, ή πάνω από, εκείνα που είναι γενικά διαθέσιμα στους επενδυτές.'

Η δοκιμή του Warren Buffett για τα παρακρατηθέντα κέρδη είναι εάν η διαχείριση της επιχείρησης μπορεί να μετασχηματίσει κάθε δολάριο των κερδών που δε διανέμονται σε ένα τουλάχιστον δολάριο αγοραστικής αξίας. Η περίοδος που χρησιμοποιεί είναι τα 5 χρόνια.

2.7.6 Η προϋπόθεση του ενός δολαρίου

Ο Buffett έχει μία διαφορετική μέτρηση ρίσκου. Μετρά το ποσοστό ρίσκου μιας επιχείρησης από τη δυνατότητά της να αυξήσει την αγοραστική της αξία με

ένα ποσοστό που είναι τουλάχιστον ίσο με την αξία των διατηρημένων αποδοχών της επιχείρησης.

Ο στόχος του Buffett είναι να επιλεχθούν οι επιχειρήσεις στις οποίες κάθε δολάριο των μη διανεμημένων κερδών είναι μεταφρασμένο τουλάχιστον σε ένα δολάριο της αγοραστικής αξίας. Αυτή η δοκιμή μπορεί γρήγορα να προσδιορίσει τις επιχειρήσεις των οποίων οι διευθυντές, κατά τη διάρκεια του χρόνου, ήταν σε θέση να επενδύσουν βέλτιστα το κεφάλαιο της επιχείρησής τους. Εάν οι μη διανεμημένες αποδοχές επενδύονται στην εταιρεία και παράγουν απόδοση πάνω από το μέσο όρο, η απόδειξη θα είναι μια αναλογικά μεγαλύτερη άνοδος στην αγοραστική αξία της επιχείρησης. Και αυτό με τον καιρό. Αν και το χρηματιστήριο θα ακολουθήσει την επιχειρησιακή αξία εύλογα κατά τη διάρκεια μεγάλων περιόδων, σε οποιοδήποτε έτος, οι τιμές μπορούν να περιστραφούν ευρέως για λόγους πέρα από την αξία. Το ίδιο πράγμα ισχύει και για τα μη διανεμημένα κέρδη. Εάν μια επιχείρηση χρησιμοποιήσει τα μη διανεμημένα κέρδη μη παραγωγικά κατά τη διάρκεια μιας εκτεταμένης περιόδου, τελικά η αγορά, δικαιολογημένα, θα διατιμήσει απογοητευτικά τις μετοχές της. Αντιθέτως, εάν μια επιχείρηση ήταν σε θέση να επιτύχει κέρδη άνω του μέσου όρου, η αυξανόμενη τιμή των μετοχών θα αντικατοπτρίζει αυτήν την επιτυχία.

Ο Buffett θεωρεί ότι εάν έχει επιλέξει μια επιχείρηση με ευνοϊκές μακροπρόθεσμες οικονομικές προοπτικές που οργανώνονται από ικανούς και προσανατολισμένους στους μέτοχους διευθυντές, η απόδειξη θα είναι εμφανής στην αυξανόμενη αγοραστική αξία της επιχείρησης. Και χρησιμοποιεί μια γρήγορη δοκιμή: Η αυξανόμενη αγοραστική αξία πρέπει στο ελάχιστο να ταιριάζει με το ποσό των μη διανεμημένων κερδών, δολάριο για το δολάριο. Εάν η αξία όπως έχουμε μάθει από διάφορα λογιστικά σκάνδαλα, έχει γίνει ακόμα πιο κρίσιμη για τους επενδυτές για να ερευνηθούν αυτές τις οικονομικές περιοχές. Δεν υπάρχει καμία εγγύηση ότι μέσω αυτής της προσπάθειας θα αποκαλύψετε πλήρως την αλήθεια, αλλά θα έχετε την πολύ μεγαλύτερη πιθανότητα να αντιληφθείτε τους κάλπικους αριθμούς από το αν δεν κάνετε τίποτα. Όπως παρατηρεί ο Buffett, 'οι διευθυντές που πάντα υπόσχονται ότι `θα φτιάξουν τους αριθμούς κάποια στιγμή θα συγκαλύψουν τους αριθμούς. Ο στόχος σας είναι να αρχίσετε να μαθαίνετε τη διαφορά' (money.cnn.com, 2003).

Benjamin Moore

Τον Νοέμβριο του 2000, ο Warren Buffett και η Berkshire Hathaway έδωσαν περίπου \$1 δισεκατομμύρια για την Benjamin Moore & Co., την Mercedes στις επιχειρήσεις χρωμάτων. Ιδρύθηκε το 1883 από τους αδερφούς Moore στο υπόγειο τους στο Μπρούκλιν, οι Benjamin Moore σήμερα είναι ο πέμπτος μεγαλύτερος κατασκευαστής χρωμάτων στις Ηνωμένες Πολιτείες και έχει μία μοναδική φήμη όσον αφορά την ποιότητα. Σύμφωνα με πληροφορίες, ο Buffett πλήρωσε ένα ασφάλιστρο 25% πάνω από την τρέχουσα τιμή της μετοχής. Επιφανειακά, αυτό φαίνεται να έρχεται σε αντίθεση με μια από τους ακλόνητους κανόνες του Buffett: ότι θα ενεργήσει μόνο όταν η τιμή είναι αρκετά χαμηλή ώστε να υπάρχει ένα περιθώριο ασφάλειας. Εντούτοις, ξέρουμε επίσης ότι ο Buffett δεν φοβάται να πληρώσει για την ποιότητα. Ακόμα πιο αποκαλυπτικά, η τιμή της μετοχής ανέβηκε στο 50% με \$37.62 ανά μετοχή μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας.

Η Benjamin Moore είναι απλά το είδος των επιχειρήσεων που προτιμά ο Buffett. Οι επιχειρήσεις χρωμάτων είναι απλές και κατανοητές. Και όπως έχουμε αναφέρει, ο Buffett επίσης τείνει να αγοράζει επιχειρήσεις που έχουν μια συνεπή λειτουργική ιστορία και κατά συνέπεια, όταν είναι ν' αγοράσει μία επιχείρηση, δεν περιμένει ότι θα χρειαστεί να αλλάξει πολλά. Ο τρόπος με τον οποίο λειτουργεί είναι να αγοράζει επιχειρήσεις που είναι ήδη επιτυχημένες και έχουν ακόμα δυνατότητα για αύξηση. Η τρέχουσα επιτυχία της Benjamin Moore και η θέση της στην αγορά κατά τη διάρκεια των δεκαετιών μιλάνε από μόνα τους για την συνεπή ποιότητα των προϊόντων της επιχείρησης, την παραγωγή, την δύναμη του εμπορικού σήματος, και τις υπηρεσίες. Σήμερα, η εταιρεία φέρνει περίπου \$80 εκατομμύρια κέρδος σε \$900 εκατομμύρια σε πωλήσεις. Τέλος, αν και τα προϊόντα της Benjamin Moore δεν είναι φτηνά, η ποιότητά τους ελέγχει τη δύναμη των τιμών νικώντας οποιαδήποτε έννοια πληθωρισμού.

Ας δούμε και ένα παράδειγμα για την αξία και την συνέπεια μιας επιχείρησης. Υποθέτουμε ότι τα ετήσια καθαρά κέρδη θα είναι σταθερά στο μέλλον. Αυτή η υπόθεση οδηγεί στο ακόλουθο μοντέλο εκτίμησης:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \frac{\text{εκτιμώμενα μελλοντικά κέρδη}}{\text{κόστος κεφαλαίου}}$$

Για να διευκρινίσουμε αυτό το μοντέλο, ας υποθέσουμε πως το μελλοντικό καθαρό κέρδος προβλέπεται να είναι €1.000.000 και το κόστος κεφαλαίου 10%. Δεδομένων αυτών των υποθέσεων το μοντέλο μας λέει ότι η επιχείρηση αξίζει €10.000.000 ($€1.000.000/0,10$). Ας σημειωθεί ότι παρόλο που το προηγούμενο υπόδειγμα υπολογίζει την γενική αξία της επιχείρησης μπορεί να τροποποιηθεί ελάχιστα για να εκτιμήσει την αξία μιας μετοχής της επιχείρησης:

$$\text{Τιμή μετοχής} = \frac{\text{εκτιμώμενα κέρδη ανά μετοχή}}{\text{κόστος κεφαλαίου}}$$

Έτσι αν υποθεθεί πως τα μελλοντικά καθαρά κέρδη ανά μετοχή προβλέπονται να είναι 1€ και το μέσο κόστος κεφαλαίου 10% το ανωτέρω υπόδειγμα μας ενημερώνει ότι η μετοχή της συγκεκριμένης εταιρείας αξίζει 10 € ($1\text{€}/0,10$). Πως όμως προβλέπει κάποιος τα μελλοντικά καθαρά κέρδη; Μια απάντηση είναι να χρησιμοποιηθεί το δημοσιευθέν ιστορικό (historical) καθαρό κέρδος. Για παράδειγμα, ας υποθεθεί πως τα δημοσιευμένα καθαρά κέρδη της εταιρίας A για τα τρία προηγούμενα χρόνια ήταν σταθερά και δεν αναμένεται καμιά σημαντική μελλοντική αλλαγή στις λειτουργίες της επιχείρησης.

Πίνακας 5. Δημοσιευμένα καθαρά κέρδη εταιρίας A

Έτος	Καθαρά Κέρδη
2006	1.000.000 €
2007	1.000.000 €
2008	1.000.000 €

Σε αυτήν την περίπτωση, θα ανέμενε κάποιος ότι το καθαρό κέρδος της επιχείρησης A τον επόμενο χρόνο θα είναι 1.000.000 €. Για μια άλλη επιχείρηση B, εντούτοις, τα καθαρά κέρδη του παρελθόντος παρουσιάζουν διακύμανση αλλά έχουν μέσο όρο 1.000.000 € (πίνακας 6).

Πίνακας 6. Δημοσιευμένα καθαρά κέρδη εταιρίας Β

Έτος	Καθαρά Κέρδη
2006	1.200.000 €
2007	800.000 €
2008	1.000.000 €

Εάν υποθέσουμε ότι η παρελθοντική μέση τάση αναμένεται να συνεχιστεί μπορούμε να σχεδιάσουμε τα καθαρά κέρδη του επόμενου έτους της επιχείρησης Β να είναι 1.000.000 €.

Θα μπορούσαν οι εταιρίες Α και Β να έχουν την ίδια αξία από την στιγμή που

ι) και οι δυο έχουν εκτιμήσει τα μελλοντικά καθαρά τους κέρδη στο ύψος των 1.000.000 €,

ii) ο μέσος όρος των καθαρών κερδών είναι για το πρόσφατο παρελθόν ο ίδιος;

Αν ληφθούν υπόψη τα προβλεπόμενα μελλοντικά καθαρά κέρδη μόνο, μπορεί κανείς να απαντήσει καταφατικά. Εντούτοις, το απλό μοντέλο εκτίμησης έχει δυο παράγοντες:

- ✓ καθαρά κέρδη και
- ✓ προσαρμοσμένο στον κίνδυνο προεξοφλητικό επιτόκιο.

Τα καθαρά κέρδη μπορεί να είναι το ίδιο αλλά ο κίνδυνος διαφοροποιείται από εταιρεία σε εταιρεία. Συνεπώς αυτή η ανάλυση αποκαλύπτει ότι οι εταιρίες Α και Β δεν έχουν την ίδια αξία, παρόλο που έχουν το ίδιο προβλεπόμενο καθαρό κέρδος, αφού παρουσιάζουν διαφορετικό κίνδυνο. Επειδή τα καθαρά κέρδη της εταιρίας Α είναι πιο σταθερά από της εταιρίας Β, η εταιρία Α θεωρείται λιγότερο επικίνδυνη και κατ' επέκταση το κόστος κεφαλαίου της θα είναι μικρότερο. Αν υποθέσουμε πως η εταιρία Α έχει κόστος κεφαλαίου 10% θα αποτιμηθεί στα 10.000.000 € όπως περιγράφηκε πριν. Λόγω του αναμενόμενου υψηλότερου

κινδύνου η εταιρία Β θα πρέπει κανονικά να έχει μεγαλύτερο κόστος κεφαλαίου (έστω 12%) και άρα θα αποτιμάται στα 8.333.333 € ($€1.000.000/0,12$).

Συμπερασματικά αυτό που πρέπει να κατανοηθεί εδώ είναι ότι η αξία της επιχείρησης 'τιμωρείται' για την μεταβλητότητα των κερδών. Ακόμα και αν οι προηγούμενες δυο εταιρίες έχουν τα ίδια προβλεπόμενα κέρδη, η μια μπορεί να αξίζει σημαντικά περισσότερο από την άλλη. Υψηλότερη μεταβλητότητα κερδών μπορεί να επηρεάσει τον τρόπο που οι επενδυτές υπολογίζουν την πιθανότητα χρεοκοπίας, αφού μεγαλύτερες διακυμάνσεις αυξάνουν την πιθανότητα μια αρνητική μεταβολή να αφήσει την εταιρία σε θέση όπου δεν θα μπορεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της (Titman. S, 1984).

2.8 Ο δείκτης Χρέους

Το επόμενο κριτήριο και ένα άλλο στοιχείο για την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης το οποίο λαμβάνει σοβαρά υπόψη του ο Warren Buffett είναι η σχέση μεταξύ του δείκτη εσόδων προς το ενεργητικό της επιχείρησης (ROE) και του δείκτη χρέους (Debt ratio). Με ένα επιπρόσθετο χρέος οι επιχειρήσεις μπορούν αποτελεσματικά να χαμηλώσουν το ποσό του μετοχικού κεφαλαίου το οποίο χρειάζονται για να λειτουργήσουν. Εξ ορισμού, αυτό τείνει στη διόγκωση του ROE. Επομένως, είναι κρίσιμο να αναζητάτε επιχειρήσεις που έχουν ένα υψηλό ROE και ένα χαμηλό D/E.

2.8.1 Η επιχείρηση πρέπει να έχει μια συνετή προσέγγιση όσον αφορά το χρέος

Η αναλογία χρέους/μετοχικού κεφαλαίου (ένα μέτρο της οικονομικής δύναμης μιας επιχείρησης που υπολογίζεται με τη διαίρεση των συνολικών στοιχείων του παθητικού από τη καθαρή θέση των μετόχων προσδιορίζει ποιο ποσοστό της καθαρής θέσης και του χρέους η επιχείρηση χρησιμοποιεί για να χρηματοδοτήσει τα στοιχεία του ενεργητικού της. Ο τύπος είναι ο ακόλουθος:

$$\text{debt/equity ratio} = \frac{\text{Συνολικά Στοιχεία Παθητικού}}{\text{Μετοχικό Κεφάλαιο}}$$

Σημείωση: Μερικές φορές μόνο το τοκοφόρο, μακροπρόθεσμο χρέος χρησιμοποιείται αντί των συνολικών στοιχείων του παθητικού στον υπολογισμό. Μια υψηλή αναλογία χρέους/καθαρής θέσης γενικά σημαίνει ότι μια επιχείρηση είναι επιθετική στη χρηματοδότηση της αύξησής της με το χρέος. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε ευμετάβλητες αποδοχές ως αποτέλεσμα της πρόσθετης δαπάνης τόκων.

Εάν ένα μεγάλο μέρος του χρέους χρησιμοποιείται για να χρηματοδοτήσει αυξανόμενες λειτουργίες (υψηλό χρέος στη καθαρή θέση), η επιχείρηση θα μπορούσε ενδεχομένως να παραγάγει περισσότερες αποδοχές από ότι θα είχε χωρίς αυτήν την εξωτερική χρηματοδότηση. Εάν αυτό επρόκειτο να αυξήσει τις αποδοχές κατά ένα μεγαλύτερο ποσό από το κόστος χρέους (τόκος), τότε το όφελος μετόχων ως περισσότερες αποδοχές μοιράζεται εξίσου ανάμεσα στους μετόχους. Εντούτοις, το κόστος αυτού του οικονομικού χρέους μπορεί να ξεπεράσει την απόδοση που η επιχείρηση παράγει στο χρέος μέσω των επενδύσεων και των επιχειρησιακών δραστηριοτήτων και γίνεται υπερβολικό για να μπορέσει να το αντιμετωπίσει η επιχείρηση. Και αυτό μπορεί να οδηγήσει ακόμα και στην πτώχευση.

Η αναλογία χρέους/καθαρής θέσης εξαρτάται επίσης από τη βιομηχανία στην οποία η επιχείρηση αναπτύσσει δραστηριότητες. Παραδείγματος χάριν, οι υψηλής έντασης κεφαλαίου βιομηχανίες όπως οι αυτόματες κατασκευές τείνουν να έχουν μια αναλογία χρέους/καθαρής θέσης επάνω από 2, ενώ οι επιχειρήσεις προσωπικών υπολογιστών έχουν ένα χρέος/καθαρή θέση κάτω 0,5. Άλλο ένα βασικό χαρακτηριστικό που ο Buffett εξετάζει προσεκτικά. Ο Buffett προτιμά να δει ένα μικρό ποσό χρέους έτσι ώστε η αύξηση αποδοχών να παράγεται από τη καθαρή θέση των μετόχων σε αντιδιαστολή με τα δανεισμένα χρήματα.

Όσο υψηλότερη η αναλογία, τόσο περισσότερο χρέος κι όχι καθαρή θέση χρηματοδοτεί την επιχείρηση. Ένα υψηλό επίπεδο χρέους έναντι της καθαρής θέσης μπορεί να οδηγήσει σε ευμετάβλητες αποδοχές και μεγάλες δαπάνες τόκων. Για μια πιο αυστηρή δοκιμή, οι επενδυτές χρησιμοποιούν μερικές φορές

μόνο το μακροπρόθεσμο χρέος (δάνεια και οικονομικές υποχρεώσεις που διαρκούν πάνω από ένα έτος).

2.8.2 Ο Warren Buffett δεν συμπαθεί το χρέος

‘Οφείλετε να διευθύνετε τις υποθέσεις σας έτσι ώστε εάν συμβούν έκτακτα γεγονότα, να μπορείτε να παίξετε την επόμενη ημέρα’ (Warren Buffett, 1977).

Ο Warren Buffett δεν συμπαθεί το χρέος και δεν επιθυμεί να επενδύει σε επιχειρήσεις που έχουν πάρα πολύ χρέος, ιδιαίτερα μακροπρόθεσμο χρέος. Με το μακροπρόθεσμο χρέος, οι αυξήσεις στα επιτόκια μπορούν να έχουν δραστικά επιπτώσεις στα κέρδη της επιχείρησης και να κάνουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές λιγότερο προβλέψιμες.

‘Εάν βρεθείτε μέσα σε μια βάρκα η οποία έχει διαρροές για χρόνια, η ενέργεια που θ’ αφιερώσετε για ν’ αλλάξετε σκάφος είναι πιθανό παραγωγικότερη από την ενέργεια που θ’ αφιερώσετε για να επιδιορθώσετε τις διαρροές’ (Warren Buffett, 1986).

Το 1982, ο Warren Buffett σημείωσε ότι το Berkshire Hathaway προτίμησε να αγοράσει επιχειρήσεις με ελάχιστο ή κανένα χρέος και έχει επαναλάβει αυτήν την τακτική σε πολλές περιπτώσεις. Υιοθετεί την ίδια φιλοσοφία για την εταιρεία του, που προτιμά να αποφύγει το χρέος αλλά όπου είναι απαραίτητο να το αποδέχεται σε μακροπρόθεσμη βάση μόνο με σταθερά ποσοστά επιτοκίων και να λαμβάνει τη χρηματοδότηση προτού τη χρειαστούν. Ο Warren Buffet αναγνωρίζει ότι το χρέος μπορεί να αυξήσει αποτελεσματικά την απόδοση στη μετοχή σε μια επιχείρηση αλλά προειδοποιεί και εναντίον του. Το 1987, είχε πει:

‘Οι επιχειρήσεις ή οι επενδυτικές αποφάσεις θα παραγάγουν τελικά αρκετά ικανοποιητικά οικονομικά αποτελέσματα, χωρίς ενίσχυση από τη μόχλευση.’

‘Μας φαίνεται και ανόητο και ανάρμοστο να διακινδυνεύσουμε κάτι σημαντικό (συμπεριλαμβανομένης, απαραιτήτως, της ευημερίας των αθώων παρισταμένων όπως οι ασφαλισμένοι και οι υπάλληλοι) για μερικές πρόσθετες αποδόσεις που είναι σχετικά ασήμαντες.’

Υπάρχουν διάφορες προσεγγίσεις στην ανάλυση για το χρέος μιας επιχείρησης. Ο Benjamin Graham, στην *The Interpretation of Financial Statements*, καθόρισε μερικούς σημαντικούς όρους:

- Κυκλοφορούν ενεργητικό - περιλαμβάνει είτε τα μετρητά είτε όσα μπορούν να μετατραπούν εύκολα σε μετρητά είτε όσα θα μετατραπούν σε μετρητά αρκετά γρήγορα στην κανονική πορεία της επιχείρησης. Μεταξύ αυτών τα μετρητά, τα αντίτιμα μετρητών, τα εισπρακτέα που αναμένονται μέσα σε ένα έτος και τις απογραφές αποθήκης.
- Βραχυπρόθεσμο παθητικό - αναγνωρισμένες αξιώσεις ενάντια στην επιχείρηση που θεωρούνται πληρωτέες μέσα σε ένα έτος.
- Καθαρή θέση μετόχων - το συμφέρον των μετόχων για μια επιχείρηση όπως μετριέται από το κεφάλαιο και το πλεόνασμα.

2.8.3 Η τρέχουσα αναλογία ή η δοκιμή ρευστότητας

Ο Benjamin Graham πίστευε ότι η τρέχουσα αναλογία, η αναλογία των τρεχόντων στοιχείων του παθητικού προς το τρέχον χρέος ήταν σημαντική στην ανάλυση της οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης. Θεωρητικά, όσο υψηλότερη η αναλογία, τόσο πιο άνετη οικονομικά είναι η επιχείρηση. Αυτό έχει ονομαστεί δοκιμή της ρευστότητας. Ο Benjamin Graham είπε για αυτήν την τρέχουσα αναλογία:

‘Όταν μια επιχείρηση είναι σε υγιή θέση, το κυκλοφορούν ενεργητικό υπερβαίνει τα τρέχοντα στοιχεία του παθητικού, δείχνοντας ότι η επιχείρηση δεν θα έχει καμία δυσκολία στη φροντίδα των τρεχόντων χρεών της καθώς αυτά διατηρούνται.’

Υπάρχουν διάφορες επιφυλάξεις εδώ:

- Μια επιχείρηση με μια πάρα πολύ υψηλή αναλογία ίσως δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει σοφά το πλεονάζον κεφάλαιο της

- Οι επιχειρήσεις μετρητών, όπως οι υπεραγορές, απαιτούν γενικά μια χαμηλότερη αναλογία από τις επιχειρήσεις που έχουν παρατείνει τις περιόδους για τις πληρωμές πελατών.

Πάλι, ο Benjamin Graham:

‘Αυτό που αποτελεί μια ικανοποιητική τρέχουσα αναλογία ποικίλλει ως ένα ορισμένο βαθμό ανάλογα με τη γραμμή της επιχείρησης...’

Στις βιομηχανικές επιχειρήσεις μια τρέχουσα αναλογία 2 έως 1 έχει θεωρηθεί κάποιο τυποποιημένο ελάχιστο. Ο David Hey-Cunningham θεωρεί ότι ένα λογικό μέτρο εμπειροτεχνικής μεθόδου είναι 1,5 έως 1. Ο τύπος είναι:

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμο Παθητικό}}$$

Gillette

Η Gillette είναι μία διεθνής επιχείρηση καταναλωτικών προϊόντων η οποία κατασκευάζει και διανέμει λεπίδες και ξυράφια, είδη υγιεινής και καλλυντικά, προϊόντα χαρτικών, ηλεκτρικές ξυριστικές μηχανές, μικρές οικιακές συσκευές, και συσκευές και προϊόντα στοματικής φροντίδας. Έχει κατασκευαστικές επιχειρήσεις σε 14 χώρες και διανέμει τα προϊόντα της σε πάνω από 200 χώρες και περιοχές. Οι επιχειρήσεις στο εξωτερικό απαριθμούν το 63% των πωλήσεων και κερδών της Gillette.

Σήμερα, η Gillette είναι ο πρώτος παγκόσμια κατασκευαστής και διανομέας λεπίδων και ξυραφιών. Οι λεπίδες ξυραφιών αποτελούν περίπου το ένα τρίτο των πωλήσεων αλλά τα δύο τρίτα των κερδών της επιχείρησης. Το μερίδιο της στην παγκόσμια αγορά είναι 72.5%, σχεδόν έξι φορές μεγαλύτερο από τον κοντινότερο ανταγωνιστή. Η επιχείρηση έχει ένα μερίδιο αγοράς 70% στην Ευρώπη, 80% στη Λατινική Αμερική. Οι πωλήσεις αρχίζουν να αυξάνονται στην Ανατολική Ευρώπη, την Ινδία, και την Κίνα. Για καθέναν λεπίδα που πουλάει η Gillette στις Ηνωμένες Πολιτείες, πουλάει πέντε στο εξωτερικό. Στην πραγματικότητα, η Gillette είναι τόσο κυρίαρχη παγκοσμίως που σε πολλές γλώσσες το όνομά της έχει γίνει συνώνυμη με τη λέξη ‘ξυριστική λεπίδα’.

Ο Buffett άρχισε να ενδιαφέρεται για την Gillette από τη δεκαετία του 1980. Τα περιθώρια κέρδους κυμαίνονταν μεταξύ 9 και 11%, το μετοχικό κεφάλαιο ήταν στάσιμο χωρίς κανένα σημάδι βελτίωσης, και η εισοδηματική αύξηση και η αγοραστική αξία ήταν μικρές. Με λίγα λόγια, η επιχείρηση εμφανιζόταν στάσιμη. Μεταξύ του 1986 και του 1988, η επιχείρηση αντικατέστησε \$1,5 δισεκατομμύρια του μετοχικού κεφαλαίου με χρέος, και για ένα σύντομο χρονικό διάστημα, η Gillette είχε μια αρνητική καθαρή αξία. Σε αυτό το σημείο, ο Buffett έκανε την πρόταση να επενδύσει η Berkshire στην επιχείρηση. 'Η επιχείρηση της Gillette είναι το είδος που συμπαθούμε', είπε ο Buffett. Η Gillette δένειμε \$600 εκατομμύρια σε μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές στην Berkshire τον Ιούλιο του 1989 και χρησιμοποιούσε τα κεφάλαια για να αποπληρώσει το χρέος. Το 1989, ο Buffett έγινε μέλος του διοικητικού συμβουλίου της Gillette. Την ίδια χρονιά, η επιχείρηση εισήγαγε ένα ιδιαίτερα επιτυχημένο νέο προϊόν, το Sensor. Ήταν η αρχή μιας ανατροπής. Με τις πωλήσεις του Sensor, η ευημερία της Gillette ενισχύθηκε. Τα κέρδη ανά μετοχή αυξήθηκαν στο 20% προς το ετήσιο ποσοστό. Τα περιθώρια προκαταβολικού φόρου αυξήθηκαν από το 12 έως το 15% και το μετοχικό κεφάλαιο έφτασε στο 40%, διπλάσιο από αυτό των αρχών της δεκαετίας του '80.

Το Φεβρουάριο του 1991, η Berkshire μετέτρεψε τις προνομιούχες μετοχές της λαμβάνοντας 12 εκατομμύρια κοινές μετοχές ή 11% των σημαντικών μετοχών της Gillette. Σε λιγότερο από δύο χρόνια, η επένδυση των \$600 εκατομμυρίων της Berkshire στην Gillette αυξήθηκε στα \$875 εκατομμύρια. Το επόμενο βήμα του Buffett ήταν να υπολογίσει την αξία εκείνων των 12 εκατομμυρίων μετοχών.

Η επιχείρηση προσπαθεί να ωφεληθεί όχι μόνο από τις αυξανόμενες πωλήσεις αλλά και από τη σταθερή βελτίωση των περιθωρίων κέρδους. Το μέλλον της Gillette φαίνεται λαμπρό. 'Είναι ευχάριστο να πηγαίνω στο κρεβάτι κάθε νύχτα,' λέει ο Buffett, 'ξέροντας ότι υπάρχουν 2,5 δισεκατομμύριο άντρες στον κόσμο που θα πρέπει να ξυριστούν το πρωί' (Robert G. Hagstrom, 2005).

2.8.4 Η γρήγορη αναλογία

Ο Benjamin Graham εξέτασε επίσης και την γρήγορη αναλογία, ένας παρόμοιος υπολογισμός αλλά που αποκλείει την απογραφή αποθήκης. Πάλι, το μέγεθος της αναλογίας θα εξαρτηθεί από την επιχείρηση: επιχειρήσεις με απογραφές αποθήκης που μπορούν εύκολα να μετατραπούν σε μετρητά πιθανώς δεν χρειάζονται μια τόσο υψηλή αναλογία όσο εκείνες με μακροπρόθεσμες απογραφές αποθήκης. Αλλά ήταν σημαντικό για τον Benjamin Graham:

‘Σε κάθε περίπτωση, εντούτοις, η κατάσταση πρέπει να εξεταστεί με κάποια προσοχή για να σιγουρευτεί ότι η επιχείρηση είναι πραγματικά σε άνετη τρέχουσα θέση.’ Ο τύπος είναι:

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Απογραφή αποθήκης}}{\text{Βραχυπρόθεσμο Παθητικό}}$$

2.8.5 Χρέος σε αναλογίες απόδοσης

Αυτό παρουσιάζει το ποσοστό χρέους στην απόδοση των μετόχων. Το χρέος μπορεί να είναι είτε το συνολικό χρέος είτε συχνότερα το μακροπρόθεσμο (τοκοφόρο) χρέος. Ο David Hey-Cunningham δίνει τον κανόνα της εμπειροτεχνικής μεθόδου ως 0,5 έως 1. Ο τύπος αναφέρεται γενικά ως:

$$\frac{\text{Μακροπρόθεσμο Χρέος}}{\text{Καθαρή Θέση Ιδιοκτητών}}$$

2.8.6 Ο Warren Buffett και το μακροπρόθεσμο χρέος

Ο Warren Buffett μιλά γενικά μόνο για την προσέγγισή του στο χρέος. Η Mary Buffett και ο David Clark έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι εστιάζει στο μακροπρόθεσμο χρέος, ένα συμπέρασμα που υποστηρίζεται από τα δημόσια σχόλιά του. Θεωρούν ότι η ανησυχία του εναπόκειται στη δυνατότητα της επιχείρησης να ξεπληρώσει τα χρέη της, σε περίπτωση που προκύψει η ανάγκη, από τα κέρδη της, όσο μεγαλύτερο είναι το χρονικό διάστημα, τόσο πιο τρωτή είναι η επιχείρηση στις εξωτερικές αλλαγές και λιγότερο προβλέψιμες είναι οι

μελλοντικές αποδοχές της (Mary Buffett, David Clark, 2002). Ο τύπος για έναν τέτοιο υπολογισμό είναι:

$$\text{Αριθμός ετών για να πληρωθεί το χρέος} = \frac{\text{Μακροπρόθεσμο Χρέος}}{\text{Τρέχον ετήσιο κέρδος}}$$

The Washington Post Company

Ο Buffett αγόρασε την Washington Post Co. στο 20% της λογιστικής αξίας. Η Washington Post πιθανώς είναι το καλύτερο παράδειγμα της μεθοδολογίας των Graham-Dodd, μια επιχείρηση που η οποία διαπραγματεύεται πολύ κάτω από τη λογιστική αξία. Αργότερα όμως έγινε ένα ανεπτυγμένο, μόνιμο απόκτημα στο τραπέζι της Berkshire.

Η Washington Post Company σήμερα είναι ένα συγκρότημα επιχειρήσεων με εκδοτικές εφημερίδες, τηλεοπτικές μεταδόσεις, συστήματα καλωδιακών τηλεοράσεων, εκδόσεις περιοδικών, και με παροχές εκπαιδευτικών υπηρεσιών. Το τμήμα των εφημερίδων κυκλοφορεί την Washington Post, την Everett (Washington) Herald, και τις Gazette Newspapers, μια ομάδα 39 εβδομαδιαίων εφημερίδων. Το τμήμα των τηλεοπτικών μεταδόσεων περιλαμβάνει έξι τηλεοπτικούς σταθμούς οι οποίοι βρίσκονται στο Νιτρώιτ, Μαϊάμι, Ορλάντο, Χιούστον, Σαν Αντόνιο, και στο Jacksonville της Φλόριντα. Το τμήμα των συστημάτων καλωδιακών τηλεοράσεων παρέχει καλωδιακές και ψηφιακές τηλεοπτικές υπηρεσίες σε περισσότερους από 1,3 δισεκατομμύριο συνδρομητές.

Το τμήμα των περιοδικών κυκλοφορεί την Newsweek, με εγχώρια κυκλοφορία πάνω από 3 εκατομμύρια και πάνω από 600.000 διεθνώς. Εκτός από τα τέσσερα σημαντικά τμήματα, η Washington Post Company κατέχει την Stanley H. Kaplan Educational Centers, ένα μεγάλο δίκτυο σχολείων τα οποία προετοιμάζουν τους σπουδαστές για τις εξετάσεις εισαγωγής στα πανεπιστήμια και για τους επαγγελματικούς διαγωνισμούς χορήγησης αδειών.

Σήμερα, η Washington Post Company είναι μια επιχείρηση \$8 δισεκατομμυρίων η οποία παράγει \$3,2 δισεκατομμύρια σε ετήσιες πωλήσεις. Τα κατορθώματά της είναι ιδιαίτερα εντυπωσιακά αν σκεφτεί κανείς ότι εβδομήντα χρόνια πριν, ήταν απλά μια επιχείρηση η οποία κυκλοφορούσε μια εφημερίδα.

Το 1951, η διαχείριση της Washington Post πέρασε στον Philip Graham, και μετά το θάνατο του ο έλεγχος της Washington Post πέρασε στη γυναίκα του, την Katherine. Ο Buffett συνάντησε για πρώτη φορά την Katherine Graham το 1971. Εκείνη την ίδια χρονιά, η Katherine Graham αποφάσισε να διαθέσει της μετοχές Washington Post στο ευρύ κοινό. Τον Ιούνιο του 1971, η Washington Post κυκλοφόρησε 1.354.000 μετοχές κατηγορίας B. Στις αρχές του 1973, ο χρηματιστηριακός δείκτης DowJones Industrial Average άρχισε να ολισθαίνει. Η τιμή των μετοχών της Washington Post επίσης άρχισαν να πέφτουν, μέχρι το Μάιο, ήταν κάτω 14 μονάδες σε \$23. Και όλον αυτόν τον καιρό, ο Warren Buffett αγόραζε σιωπηλά μετοχές της Washington Post. Μέχρι τον Ιούνιο, είχε αγοράσει 467.150 μετοχές σε μια μέση τιμή \$22.75, αξίας \$10.628.000.

Σύμφωνα με τον οικονομικό δημοσιογράφο Andrew Kilpatrick, ο οποίος παρακολουθούσε την σταδιοδρομία του Buffett για χρόνια, η Post έχει διαδραματίσει έναν σημαντικό ρόλο για τον Buffett. Η Berkshire δεν έχει πουλήσει καμία από τις μετοχές της Washington Post από την αρχική αγορά το 1973. Το 2004, η μετοχή B κατηγορίας πουλούσε για περισσότερο από \$900 ένα μετοχή, κάνοντας την τη δεύτερο ακριβότερη μετοχή στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Οι μετοχές της Berkshire αξίζουν πλέον περισσότερα από \$1 δισεκατομμύριο, και η αρχική επένδυση του Buffett έχει αυξηθεί στην αξία της 50 φορές (Andrew Kilpatrick, 1995).

Τι είχε να πει όμως ο Buffett για την The Washington Post. Πρώτα από όλα, το μακροπρόθεσμο χρέος της Post αντισταθμίστηκε πλήρως από τα μετρητά των μετοχές της. Η Washington Post είναι η μόνη δημόσια εφημερίδα που δεν έχει ουσιαστικά κανένα χρέος. Δεύτερον, σημειώνει, η Washington Post Company διαθέτει μία εξαιρετική διαχείριση. Όταν ο Buffett αγόρασε μετοχές της Washington Post το 1973, η απόδοσή στα ίδια κεφάλαια ήταν 15.7%. Μέσα σε πέντε χρόνια, η απόδοση στα ίδια κεφάλαια της Post διπλασιάστηκε. Κατά τη διάρκεια των επόμενων δέκα ετών, η Post Company διατήρησε την υπεροχή της, φτάνοντας το μέγιστο σημείο του 36.3% του μετοχικού κεφαλαίου το 1988. Αυτές οι άνω του μετρίου αποδόσεις είναι εντυπωσιακότερες μιας και η επιχείρηση, κατά τη διάρκεια του χρόνου, έχει μειώσει το χρέος της.

2.9 Πτώση τιμών

Για τον Warren Buffett κατά την τελευταία 5ετία δεν πρέπει να υπάρξει πτώση των τιμών μεγαλύτερη από 5% για περισσότερες από δύο φορές.

‘Τι πολλαπλάσιο θα χρησιμοποιούσατε για μια επιχείρηση η οποία κερδίζει 100 εκατομμύρια ετησίως των οποίων όμως τα κέρδη πέφτουν περίπου 5% ετησίως αντί ν’ αυξάνονται 5% ετησίως; Αλλά οι περισσότεροι ιδιοκτήτες δεν βλέπουν αυτήν την παρατεταμένη πτώση για αυτό που είναι. Τα πολλαπλάσια μερικές φορές στις μετοχές είναι αποκρουστικά υψηλά. Δεν είναι αρκετά φτηνές για να αντισταθμίσουν τη δύναμη κερδών των επιχειρήσεων. Μερικές φορές υπάρχει μια καθυστερημένη αντίληψη μεταξύ της πραγματικής διάβρωσης μιας επιχείρησης και πώς βλέπουν οι επενδυτές αυτή τη διάβρωση. Είναι δύσκολο να κάνεις χρήματα αγοράζοντας μια επιχείρηση που βρίσκεται σε μια μόνιμη πτώση τιμών. Αν μη τι άλλο η πτώση επιταχύνει τα πράγματα’ (Berkshire Hathaway, 2006).

‘Εάν θέλετε να είστε καθαροί αποταμιευτές κατά τη διάρκεια των επόμενων 5 ετών, θα έπρεπε να ελπίζετε για ένα υψηλότερο ή ένα χαμηλότερο χρηματιστήριο κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου; Πολλοί επενδυτές το βλέπουν λανθασμένα. Ακόμα κι αν πρόκειται να είναι καθαροί αγοραστές μετοχών για πολλά από τα επόμενα χρόνια, είναι χαρούμενοι όταν αυξάνονται οι τιμές των μετοχών και αγχωμένοι όταν πέφτουν.’ Αυτή η αντίδραση δεν έχει κανένα νόημα. Μόνο εκείνοι που θα πουλήσουν μετοχικό κεφάλαιο στο εγγύς μέλλον πρέπει να χαίρονται στη θέα της ανόδου των μετοχών. Οι ενδεχόμενοι αγοραστές πρέπει να προτιμάνε περισσότερο την πτώση των τιμών’ (Warren Buffett, 1997).

Government Employees Insurance Company (GEICO)

Ο Warren Buffett γνώρισε για πρώτη φορά την GEICO ενώ ήταν ακόμα φοιτητής στο Πανεπιστήμιο του Κολούμπια επειδή ο Ben Graham, ήταν πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου. Η ιστορία της επιχείρησης του προκάλεσε αμέσως ενδιαφέρον. Η GEICO ιδρύθηκε με βάσει μερικές απλές αλλά αρκετά επαναστατικές έννοιες: Εάν ασφαρίζετε μόνο ανθρώπους με τα καλά αρχεία οδήγησης, θα έχετε λιγότερες αποζημιώσεις, και εάν πουλάτε απευθείας στους πελάτες, χωρίς μεσάζοντες, κρατάτε τα γενικά έξοδα χαμηλά. Ο Buffett έβαλε

\$10,282 στην επιχείρηση, και έπειτα πούλησε το επόμενο έτος με 50% κέρδος. Αλλά πάντα παρακολουθούσε την επιχείρηση. Καθ' όλη τη διάρκεια της δεκαετίας του '50 και της δεκαετίας του '60, η GEICO ευημερούσε. Αλλά έπειτα άρχισε να έχει προβλήματα. Για αρκετά χρόνια, η επιχείρηση προσπάθησε να επεκτείνει τη βάση των πελατών της ρίχνοντας τις τιμές και κάνοντας πιο ελαστικά τα κριτήρια των επιλογών της, και για δύο χρόνια στη σειρά έκανε λάθους υπολογισμούς όσον αφορά το ποσό των αποθεματικών (από το οποίο πληρώνονται οι αποζημιώσεις). Ο συνδυασμός αυτών των λαθών είχε ως αποτέλεσμα, μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '70, η πάλαι ποτέ ακμάζουσα επιχείρηση να είναι πλέον στα όρια της πτώχευσης.

Όταν η τιμή της μετοχής μειώθηκε από τα \$61 στα \$2 το 1976, ο Warren Buffett άρχισε ν' αγοράζει, πληρώνοντας \$45,7 εκατομμύρια για το 34,25% των μετοχών της GEICO. Για μία περίοδο πέντε ετών, με την ακλόνητη πεποίθηση ότι επρόκειτο για μία ισχυρή επιχείρηση με τα βασικά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματά της αμετάβλητα, επένδυσε \$45.7 εκατομμύρια στη GEICO. Την αμέσως επομένη χρονιά, το 1977, η επιχείρηση ήταν και πάλι κερδοφόρα. Κατά τη διάρκεια των επόμενων δύο δεκαετιών, η GEICO είχε θετικές αναλογίες στον τομέα των ασφαλίσεων, που σημαίνει ότι είχε αποκτήσει περισσότερα από τα ασφάλιστρα από αυτά που πλήρωσε για αποζημιώσεις, για κάθε χρονιά εκτός από μία. Στη βιομηχανία, όπου οι αρνητικές αναλογίες είναι ο κανόνας παρά η εξαίρεση, αυτό ήταν κάτι το πρωτοφανές.

Μέχρι το 1991, η Berkshire είχε αποκτήσει το 48% της GEICO. Η εντυπωσιακή απόδοση της ασφαλιστικής εταιρείας, και το ενδιαφέρον του Buffett για την επιχείρηση, συνέχισε ν' αυξάνεται. Το 1994, άρχισαν να γίνονται σοβαρές συζητήσεις για ν' αγοράσει η Berkshire ολόκληρη την επιχείρηση, και ένα χρόνο μετά ανακοινώθηκε η τελική διαπραγμάτευση. Εκείνη τη στιγμή, η Berkshire είχε το 51% της GEICO, και συμφώνησε να αγοράσει το υπόλοιπο για \$2.3 δισεκατομμύρια. Στις 25 Αυγούστου του 1995, ο Warren Buffett ανήγγειλε ότι η εταιρία του θα αποκτούσε το υπόλοιπο 49,6 τοις εκατό της GEICO. Η συμφωνία των \$2,3 δισεκατομμυρίων θα έδινε στους μετόχους της GEICO, \$70.00 ανά μετοχή, από τα \$55.75 που ήταν η τιμή αγοράς της μετοχής πριν από την ανακοίνωση. Οι παρατηρητές έμειναν έκπληκτοι με το επιπλέον 26% στην τιμή

αγοράς το οποίο θα πλήρωνε η Berkshire Hathaway, ιδιαίτερα από τη στιγμή που ο Buffett δεν πρότεινε καμία αλλαγή στην GEICO. Έτσι η GEICO επίσημα έγινε μια εν πλήρη κυριότητα μονάδα της Berkshire Hathaway, διοικούμενη ανεξάρτητα από άλλες ασφαλιστικές μετοχές της Berkshire.

Από το 1996 έως το 2003, η επιχείρηση αύξησε το μερίδιο αγοράς της από 2,7% έως 5%. Μετά από μια δύσκολη χρονιά το 2000, τα πράγματα άρχισαν και πάλι να σταθεροποιούνται και μέχρι το 2002, η GEICO είχε και πάλι μία ουσιαστική αύξηση στο χρηματιστήριο και στα κέρδη. Εκείνη τη χρονιά, η GEICO πήρε \$6,9 δισεκατομμύρια από ασφάλιστρα, ένα τεράστιο άλμα από τα \$2,9 δισεκατομμύρια με τα οποία έκλεισε το 1996, τη χρονιά που η Berkshire απέκτησε την πλήρη ιδιοκτησία. Τον Απρίλιο του 2003, η επιχείρηση έφτασε σε ένα ορόσημο όταν έφτασε τους πέντε εκατομμύρια ασφαλισμένους. Μέχρι το τέλος του 2003, εκείνοι οι πέντε εκατομμύρια ασφαλισμένοι είχαν δώσει σε ασφάλιστρα συνολικά \$8,1 δισεκατομμύρια.

Επειδή τα περιθώρια κέρδους της αυξάνονται τόσο περισσότερο οι ασφαλισμένοι μένουν με την επιχείρηση και η GEICO εστιάζει στη δημιουργία μακροχρόνιων σχέσεων με τους πελάτες της. Κάτι το οποίο είχε αρχίσει να εφαρμόζει ο ίδιος ο Buffett όταν είχε αναλάβει την επιχείρηση το 1996. Τα μισά από τα επιδόματα και της διανομής του κέρδους ήταν βασισμένα σε πολιτικές που ήταν τουλάχιστον ενός έτους και τα άλλα μισά στην αύξηση ασφαλισμένων. Από την αρχική συμφωνία των \$2 ένα μετοχή το 1976, ο Buffett πλήρωσε σχεδόν \$70 ένα μετοχή για το υπόλοιπο της επιχείρησης το 1996. Θεωρεί την GEICO μια μοναδική επιχείρηση με απεριόριστες δυνατότητες.

Μία αναθεώρηση στα ιστορικά μερίσματα της GEICO δείχνει ότι η GEICO ήταν μία πολύ κερδοφόρα επένδυση για την Berkshire Hathaway. Το ποσοστό αύξησης για το 1994 ήταν πολύ υψηλό, αλλά ακόμα κι αν δεν λάβουμε υπ' όψιν το ποσοστό αύξησης για το 1994, η ιστορική αύξηση στα μερίσματα της GEICO υπήρξε αρκετά υψηλή στο βαθμό που να συμβαδίζει με το κριτήριο της Berkshire Hathaway για μακροχρόνιες σχέσεις (www.123helpme.com).

Εξηγώντας την απόφαση να αποκτηθεί το υπόλοιπο των μετοχών της GEICO, ο Buffett σημείωσε:

- Η εταιρία ήταν η έβδομη μεγαλύτερη ασφαλιστική εταιρεία αυτοκινήτων στις Ηνωμένες Πολιτείες, κάνοντας ασφάλιση σε 3,7 εκατομμύριο αυτοκίνητα.
- Τα ανώτερα στελέχη της εταιρείας ήταν εξαιρετικά και είχαν ένα επενδυτικό στυλ παρόμοιο με αυτό του Buffett.
- Η εταιρία ήταν ένας ασφαλιστικός προμηθευτής με το χαμηλότερο κόστος στη βιομηχανία (Warren Buffett, 1996).

Στην ετήσια έκθεση της Berkshire Hathaway, το 1996, ανέφερε επίσης το εξής: 'Το βιώσιμο πλεονέκτημα των δαπανών της GEICO είναι αυτό που με προσέλκυσε στην επιχείρηση πίσω το 1951, όταν η εκτίμηση ολόκληρης της επιχείρησης ήταν \$7 εκατομμύρια. Αυτός είναι και ο λόγος που αισθάνθηκα ότι η Berkshire έπρεπε να πληρώσει \$2,3 δισεκατομμύρια πέρυσι για το 49% της επιχείρησης που τότε δεν κατείχαμε.'

Ας δούμε μερικά ακόμα παραδείγματα αγορών της Berkshire Hathaway.

Wells Fargo & Company

Τον Οκτώβριο του 1990, η Berkshire Hathaway ανακοίνωσε ότι αγόρασε 5 εκατομμύρια μετοχές της Wells Fargo & Company σε μια μέση τιμή \$57.88 ανά μετοχή, μια συνολική επένδυση \$289 εκατομμυρίων. Με αυτήν την αγορά, η Berkshire έγινε ο μεγαλύτερος μέτοχος της τράπεζας, κατέχοντας το 10% των σημαντικών μετοχών. Υπήρξε μια αμφισβητούμενη κίνηση. Στις αρχές του χρόνου, η τιμή της μετοχής διαπραγματευόταν πολύ υψηλά στα \$86, και αργότερα έπεσε απότομα. Η Wells Fargo, με την εμπορικότερη ακίνητη περιουσία των τραπεζών της Καλιφόρνιας, θεωρήθηκε ιδιαίτερα τρωτή. Δύο φορές το 1992, η Berkshire απόκτησε περισσότερες μετοχές, φτάνοντας στο σύνολο των 63 εκατομμυρίων μέχρι το τέλος του χρόνου. Η τιμή ανέβηκε στα \$100 ανά μετοχή, αλλά υπήρχε ακόμα η θεώρηση ότι η μετοχή θα έχανε τη μισή αξία της. Παρ' όλα αυτά ο Buffett συνέχισε να εμμένει στη θέση του, και μέχρι το τέλος του 2003, η

Berkshire κατείχε περισσότερες από 56 εκατομμύρια μετοχές, με μια αγοραστική αξία \$4,6 δισεκατομμυρίων και ένα συνολικό συσσωρευμένο κόστος αγορών \$2,8 δισεκατομμυρίων.

Outback Steakhouse

Το 2001, για πρώτη φορά μετά από χρόνια, η Outback Steakhouse ανέφερε κέρδη τα οποία ήταν χαμηλότερα από αυτά της προηγούμενης χρονιάς. Η μετοχή κατά συνέπεια ατόνησε και ο Buffett έγινε αγοραστής. Γι' άλλη μια φορά, υπάρχουν ομοιότητες μεταξύ αυτής της μετοχής και πολλών άλλων από αυτές που έχουμε αναφέρει: συνεπή κέρδη, ROE, περιθώρια, και αύξηση στην Λογιστική Αξία/Μετοχή για χρόνια, ακολουθώντας μια κάμψη στα κέρδη. Ο Buffett αγοράζει ξέροντας ότι στο ελάχιστο αγοράζει μία επιχείρηση που ξέρει πώς να παράγει τα κέρδη από τη βάση του μετοχικού της κεφαλαίου, έχει ένα ισχυρό εμπορικό σήμα, και ξέρει πώς να παράγει συνεχόμενα κέρδη. Σημειώστε ότι παρά τις συνεπείς αποδοχές και τη σαφή δύναμη της επιχείρησης, ο Buffett άρχισε ν' αγοράζει μόνο όταν η επιχείρηση αντιμετώπισε δυσκολίες στην αύξησή της. Η ιδέα γι' άλλη μια φορά ήταν ότι εάν γινόταν μία ανατροπή στις εργασίες (όπως θα αναμενόταν από την προγενέστερη δύναμη του ROE και της συνέπειας των κερδών), τότε αυτή η ανατροπή θα ήταν ένας καταλύτης για τις μετοχές (James Altucher, 2005, Trade like Warren Buffett).

Larson-Juhl

Στα τέλη του 2001, ο Warren Buffett αγόρασε την Larson-Juhl, χονδρικό προμηθευτή υλικών κορνιζοποιείας, για \$223 εκατομμύρια σε μετρητά. Επρόκειτο για το αγαπημένο σενάριο του Buffett: μια σταθερή επιχείρηση, με καλά οικονομικά, ισχυρή διαχείριση, και μια άριστη φήμη στη βιομηχανία της, αλλά που βίωνε ένα μικρό κατρακύλισμα δημιουργώντας μία ελκυστική τιμή. Το 1981 οι ετήσιες πωλήσεις της Larson ήταν \$3 εκατομμύρια, ενώ το 2001 οι πωλήσεις είχαν ξεπεράσει τα \$300 εκατομμύρια. Αυτού του είδους την απόδοση θαυμάζει ο Buffett. Όπως και τη λειτουργική δομή της επιχείρησης. Έχοντας ένα εξαιρετικό

επίπεδο υπηρεσίας, πολύ λίγα καταστήματα θα αλλάξουν προμηθευτές, ακόμα κι αν οι τιμές είναι υψηλότερες. Και αυτό είναι που δίνει στην Larson-Juhl αυτό που ο ίδιος ο Buffett αποκαλεί 'moat' (τάφρο) - ένα σαφές και βιώσιμο πλεονέκτημα σε σχέση με τους ανταγωνιστές. Η φήμη της για την ποιότητα έχει κάνει την Larson-Juhl όχι μόνο τη μεγαλύτερη αλλά και την επιχείρηση με το μεγαλύτερο γόητρο στον κλάδο. Η Larson-Juhl κάνει χιλιάδες πωλήσεις σε περισσότερους από 18.000 πελάτες. Η κύρια προμηθευτής στις Ηνωμένες Πολιτείες, λειτουργεί επίσης τριάντα τρεις εγκαταστάσεις στην Ευρώπη, την Ασία, και την Αυστραλία.

Κάνοντας τον απολογισμό, η Larson-Juhl έχει πολλές από τις ιδιότητες που αναζητάει ο Buffett. Η επιχείρηση είναι απλή και κατανοητή, και έχει μια μακροχρόνια και συνεπή ιστορία, καθώς κάποια τμήματα της επιχειρήσεις λειτουργούν πάνω από 100 χρόνια. Διαθέτει επίσης ένα προβλέψιμο μέλλον, με ευνοϊκές μακροπρόθεσμες προοπτικές. Αυτό που τράβηξε εντούτοις το ενδιαφέρον του Buffett εκείνη τη συγκεκριμένη στιγμή, ήταν η ευκαιρία να αποκτήσει την επιχείρηση σε μια ελκυστική τιμή, έχοντας εκείνο το διάστημα μία πτώση που ο ίδιος θεώρησε ότι θα ήταν προσωρινή. Το 2001, η Larson-Juhl είχε \$314 εκατομμύρια σε καθαρές πωλήσεις και \$30,8 εκατομμύρια σε μετρητά. Πιο χαμηλά σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια: \$361 εκατομμύρια πωλήσεις και \$39.1 εκατομμύρια μετρητά το 2000, \$386 εκατομμύρια σε πωλήσεις το 1999. Γνωρίζοντας τη γενική προσέγγιση του Buffett στον υπολογισμό της αξίας, μπορούμε να κάνουμε μια καλή εικασία ως προς την οικονομική ανάλυσή του για την Larson-Juhl. Χρησιμοποιώντας το σύνηθες προεξοφλητικό του επιτόκιο για τα μερίσματα (10%) προσαρμοσμένο σε ένα πολύ λογικό ποσοστό αύξησης 3%, η επιχείρηση θα είχε μια αξία \$440 εκατομμύρια το 2001 (\$30.8 εκατομμύρια διαιρεμένα από το 7 [10 μείον 3%]). Έτσι η τιμή αγοράς των \$223 εκατομμυρίων αντιπροσώπευε μια πολύ καλή αξία. Επίσης, ο Buffett ήταν πεπεισμένος ότι τα θεμελιώδη οικονομικά της επιχείρησης ήταν υγιή, και ότι οι χαμηλότεροι αριθμοί ήταν μια βραχυπρόθεσμη αντίδραση στην δυσμενή οικονομία εκείνο τον καιρό (Berkshire Hathaway Annual Report, 2001).

3. ΠΕΡΙΠΤΩΣΙΟΛΟΓΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ

3.1 Coca Cola

Η Coca Cola Hellenic Bottling Company αποτελεί μία κλασσική πλέον περίπτωση στο Ελληνικό Χρηματιστήριο η οποία αναλύει τις πωλήσεις της βάσει των λεγόμενων αναδυόμενων, αναπτυσσόμενων και ανεπτυγμένων αγορών στις οποίες εντάσσει τις περισσότερες από 21 χώρες στις οποίες δραστηριοποιείται ο Όμιλος. Η συγκεκριμένη εταιρία – ίσως και λόγω του μεγέθους της αλλά και της συνειδητής πολιτικής της να μεγιστοποιεί τη γνωστοποίηση πληροφοριών προς τους αναλυτές – παραθέτει εμπειριστατωμένα στοιχεία για την καθεμία χώρα (γεωγραφική αγορά), προκειμένου οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές να είναι σε θέση να ‘χτίζουν’ μοντέλα πρόβλεψης των ενοποιημένων πωλήσεων βάσει των επιμέρους αγορών, προεξοφλώντας παραμέτρους όπως το ρυθμό αύξηση του Α.Ε.Π. στην κάθε χώρα (Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης, 2003).

Απαντώντας στην ερώτηση για το εάν η Coca Cola είναι μία επιχείρηση που αξίζει να την εκτιμήσεις ως μία επένδυση, στη σωστή τιμή, έχουμε χρησιμοποιήσει την περίληψη και άλλους αριθμούς διαθέσιμους από το Value Line.

Ερώτηση 1: Η επιχείρηση πουλάει προϊόντα εμπορικού σήματος τα οποία είναι πιθανό να έχουν διάρκεια;

Η απάντηση σε αυτό φαίνεται αρκετά απλή. Το σημαντικότερο προϊόν της επιχείρησης υπάρχει εδώ και πολλά έτη, πωλείται παγκοσμίως και θεωρείται το πιο γνωστό εμπορικό σήμα στον κόσμο. Το πιο σημαντικό, οι πελάτες του δεν θα έκαναν χωρίς αυτό, και έχουν καταδείξει μια αφοσίωση που καθιστά απίθανο το γεγονός αλλαγής σε άλλα προϊόντα. Έχει επίσης και άλλα γνωστά εμπορικά σήματα εγγεγραμμένα στα λογιστικά βιβλία – τις Sprite, Fanta, Evian, Minute Maid, PowerAde.

Ερώτηση 2. Η λειτουργία της επιχείρησης γίνεται εύκολα κατανοητή;

Έτσι πιστεύουμε. Ο λειτουργικός πυρήνας της είναι η παραγωγή και η διανομή, και για την ίδια αλλά και κάτω από τη δικαιοχρησία, μη οينوπνευματούχων ποτών και σχετικών προϊόντων.

Ερώτηση 3. Η εταιρεία επενδύει και ενεργοποιεί τις επιχειρήσεις της μέσα στον τομέα εμπειρίας της;

Έτσι πιστεύουμε. Η εκτίμηση των πληροφοριών από το Value Line προτείνει ότι η επιχείρηση περιορίζεται στις κεντρικές διαδικασίες της. Δεν την βλέπουμε σε τομείς έξω από την πείρα της.

Ερώτηση 4. Η επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να διατηρήσει ή να αυξήσει την αποδοτικότητα με την αύξηση των τιμών;

Η πραγματική ερώτηση εδώ είναι εάν, αν η Coke επρόκειτο να ανυψώσει τις τιμές της με ένα περιθώριο που θα τις επέτρεπε να συμβαδίσει με τον πληθωρισμό, οι πωλήσεις θα υπέφεραν. Αυτό είναι απίθανο.

Ερώτηση 5. Η επιχείρηση, εξετάζοντας και το μακροπρόθεσμο χρέος, και την τρέχουσα θέση, χρηματοδοτείται συντηρητικά;

α) Μακροπρόθεσμο χρέος στην αποδοτικότητα

Το μακροπρόθεσμο χρέος αυτής της επιχείρησης το 2002 ήταν 2700 εκατομμύρια δολάρια. Το κέρδος για εκείνο το έτος ήταν 4134 εκατομμύρια δολάρια. Σε αυτό το ποσοστό, η Coke θα μπορούσε να αντιμετωπίσει το μακροπρόθεσμο χρέος της στο 65% του ενός έτους, δηλαδή σε μόλις έξι μήνες.

β) Τρέχουσα αναλογία

Το 2002, η Coke είχε τρέχον ενεργητικό 7352 εκατομμύρια δολάρια και τα τρέχοντα στοιχεία του παθητικού ήταν 7341 εκατομμύρια δολάρια, μια αναλογία του χρέους στο ενεργητικό του 99%. Η αναλογία αυτή είναι χαμηλότερη από την επιθυμητή αναλογία για τις βιομηχανικές επιχειρήσεις, αλλά λαμβάνοντας υπόψη τη φύση της επιχείρησης, και τις έτοιμες ταμειακές ροές, γίνεται αποδεκτή.

γ) Μακροπρόθεσμο χρέος στη μετοχή

Το 2002 το μακροπρόθεσμο χρέος ήταν 2700 εκατομμύρια δολάρια και η καθαρή θέση των μετόχων ήταν 11800 εκατομμύρια δολάρια, μία αναλογία της τάξης του 22%.

Ερώτηση 6. Η επιχείρηση παρουσιάζει με συνέπεια υψηλές αποδόσεις στη μετοχή και το κεφάλαιο;

Η επιχείρηση έχει παρουσιάσει ένα μέσο ποσοστό απόδοσης στη μετοχή κατά τη διάρκεια των προηγούμενων πέντε ετών 37,08%. Στην ίδια περίοδο, παρουσίασε μέση απόδοση στο κεφάλαιο 33,6%. Οι αριθμοί είναι συνεπείς.

Πίνακας 7. Αποτελέσματα για ROE και ROC της Coca Cola

Έτος	ROE	ROC
1998	42.0	39.1
1999	34.0	31.5
2000	39.4	36.4
2001	35.0	31.9
2002	35.0	29.1
Μέσος Όρος	37.08	33.6

(Πηγή: www.buffettsecrets.com)

Ερώτηση 7. Τα κέρδη ανά μετοχή και οι πωλήσεις ανά μετοχή της επιχείρησης έχουν παρουσιάσει συνεπή αύξηση επάνω από τους μέσους όρους αγοράς για μία περίοδο τουλάχιστον πέντε ετών;

Οι αριθμοί για αυτήν την περίοδο είναι οι ακόλουθοι.

Πίνακας 8. Αποτελέσματα για EPS και SPS της Coca Cola

Έτος	EPS	+ or - %	SPS	+ or - %
1997	1.64		7.64	
1998	1.42	-13.4	7.63	-.13

Έτος	EPS	+ or - %	SPS	+ or - %
1999	1.30	-8.45	8.01	+4.98
2000	1.48	+13.85	8.23	+2.74
2001	1.60	+8.11	7.06	-14.2
2002	1.66	+3.75	7.92	+12.18

(Πηγή: www.buffettsecrets.com)

Εξετάζοντας μια πενταετή περίοδο, μπορούμε να υπολογίσουμε την αύξηση στα κέρδη και τις πωλήσεις κατά τη διάρκεια της πενταετούς περιόδου 1998-2002. Για τα κέρδη, αυτή είναι 16,9%, ενώ για τις πωλήσεις μόνο 3,8%. Το σύνθετο ποσοστό απόδοσης των κερδών είναι 3,18%, και για τις πωλήσεις 0,75%. Η άνοδος στα κέρδη ή τις πωλήσεις δεν είναι μεγάλη, και η ερώτηση θα ήταν εάν αυτό είναι αποτέλεσμα μιας επιβράδυνσης στις ΗΠΑ και στις παγκόσμιες οικονομίες κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου ή εάν υπάρχει ένας περισσότερο διαρθρωτικός λόγος.

Ερώτηση 8. Η επιχείρηση εξαγοράζει τις μετοχές της, και σε αυτή την περίπτωση, πρόκειται για μια υπεύθυνη αγορά;

Το 1998, η επιχείρηση κατείχε 2465,5 εκατομμύρια ίδιες μετοχές. Το 2002, ο αριθμός ήταν 2471 εκατομμύρια. Η μεταβολή είναι ελάχιστη και άρα δεν μπορούμε να πούμε ότι η επιχείρηση εξαγοράζει τις μετοχές της.

Ερώτηση 9. Η διοίκηση έχει χρησιμοποιήσει σοφά τα παρακρατηθέντα κέρδη για να αυξήσει το ποσοστό απόδοσης στους μετόχους;

Η επιχείρηση έχει τα ακόλουθα κέρδη ανά μετοχή και μέρισμα ανά μετοχή κατά τη διάρκεια μιας πενταετούς περιόδου.

Πίνακας 9. Αποτελέσματα για EPS και DPS της Coca Cola

Έτος	EPS	DPS
1998	1.42	.60
1999	1.30	.64
2000	1.48	.68
2001	1.60	.72
2002	1.66	.80

Έτος	EPS	DPS
Σύνολο	7.46	3.44

(Πηγή: www.buffettsecrets.com)

Η επιχείρηση επομένως έχει παρακρατήσει κέρδη που συμπληρώνουν συνολικά την πενταετία 1998-2002 τα \$4,02 ανά μετοχή (7,46-3,44). Το 1998, η κατώτερη τιμή της μετοχής ήταν στα \$53,6. Το 2002, οι μετοχές έφθασαν σε ένα μέγιστο σημείο στα \$57,9. Ένας επενδυτής που αγόρασε στη χαμηλότερη τιμή το 1998 και συνέχισε να έχει τις μετοχές και στην υψηλότερη τιμή το 2002 θα είχε ένα κέρδος \$4.30. Κατά συνέπεια οι μετοχές θα συνέπιπταν με την απαίτηση του Warren Buffett για μια αύξηση στην αγοραστική αξία ενός δολαρίου για κάθε δολάριο που διατηρείται. Χρησιμοποιώντας την προσέγγιση των Mary Buffett και David Clark, θα μπορούσαμε να υπολογίσουμε την ποσοστιαία αύξηση στα κέρδη ανά μετοχή (EPS) ως αποτέλεσμα των διατηρημένων κερδών. Το Eps το 1998 ήταν 1,42, και το 2002 ήταν 1,66, με μια αύξηση του 24%. Κατά συνέπεια, ενώ τα συνολικά κέρδη που παρακρατούνται είναι \$4,02, τα κέρδη έχουν αυξηθεί συνολικά κατά \$0,22 ανά μετοχή, μια ποσοστιαία αύξηση της τάξης του 5,97%, όχι ιδιαίτερα υψηλή.

Ερώτηση 10. Είναι η επιχείρηση πιθανό να απαιτήσει μεγάλα ποσά κεφαλαίου για να εξασφαλίσει συνεχιζόμενη αποδοτικότητα;

Το Value Line προτείνει ότι στα δύο έτη που ακολουθούν το 2002, η επιχείρηση θα ξόδευε περίπου \$0.40 ανά μετοχή στα κεφαλαιουχικά στοιχεία. Ο μακροπρόθεσμος μέσος όρος είναι στο \$0,31, χωρίς να έχει προσαρμοστεί στον πληθωρισμό. Αυτοί οι αριθμοί φαίνονται να συμφωνούν με τις ιστορικές δαπάνες.

3.2 Boeing (BA)

Απαντώντας στην ερώτηση για το εάν η Boeing είναι μία επιχείρηση που αξίζει να εκτιμηθεί ως μία επένδυση, στη σωστή τιμή, έχουμε χρησιμοποιήσει την περίληψη και άλλους αριθμούς διαθέσιμους από το Value Line.

Ερώτηση 1: Η επιχείρηση πουλάει προϊόντα εμπορικού σήματος τα οποία είναι πιθανό να έχουν διάρκεια;

Η απάντηση σε αυτό φαίνεται αρκετά απλή. Το σημαντικότερο προϊόν της επιχείρησης υπάρχει εδώ και πολλά χρόνια, πωλείται παγκοσμίως, και αναγνωρίζεται ως εμπορικό σήμα από αερογραμμές και επιβάτες. Τα τελευταία χρόνια, άλλα επιβατικά εμπορικά σήματα όπως το airbus έχουν προστεθεί στον ανταγωνισμό. Η επιλογή του αεροπλάνου που μια αερογραμμή αγοράζει είναι ένα θέμα προτίμησης, παρά εξαναγκασμού, και θα εξαρτηθεί από παράγοντες όπως η τιμή, η ασφάλεια, η υποστήριξη και το σχέδιο. Το εμπορικό σήμα είναι καλό, αλλά το ίδιο είναι και ο ανταγωνισμός.

Ερώτηση 2. Η λειτουργία της επιχείρησης γίνεται εύκολα κατανοητή;

Έτσι πιστεύουμε. Ο λειτουργικός πυρήνας της είναι το σχέδιο και η κατασκευή αεροπλάνων.

Ερώτηση 3. Η εταιρεία επενδύει και ενεργοποιεί τις επιχειρήσεις της μέσα στον τομέα εμπειρίας της;

Έτσι θεωρούμε. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τις πληροφορίες από το Value Line η επιχείρηση περιορίζεται στις κεντρικές διαδικασίες της. Δεν την βλέπουμε σε τομείς έξω από την πείρα της.

Ερώτηση 4. Η επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να διατηρήσει ή να αυξήσει την αποδοτικότητα με την αύξηση των τιμών;

Αυτό θα εξαρτηθεί συνολικά από τις συνθήκες στην βιομηχανία των αερογραμμών και την έκταση του ανταγωνισμού ανά πάσα στιγμή. Η σχεδόν βεβαιότητα που οι άνθρωποι θα συνεχίσουν να πετούν με συνεχώς αυξανόμενους αριθμούς αποθαρρύνεται από τη δυνατότητα από μιας σειράς γεγονότων που θα μπορούσαν να μειώσουν τις πτήσεις των επιβατών – τρομοκρατία, συντριβές, άλλες κλπ.

Ερώτηση 5. Η επιχείρηση, εξετάζοντας και το μακροπρόθεσμο χρέος, και την τρέχουσα θέση, χρηματοδοτείται συντηρητικά;

α) Μακροπρόθεσμο χρέος στην αποδοτικότητα

Το μακροπρόθεσμο χρέος αυτής της επιχείρησης το 2002 ήταν 12589 εκατομμύρια δολάρια. Το κέρδος για εκείνο το έτος ήταν 2275 εκατομμύρια

δολάρια. Σε αυτό το ποσοστό, η Boeing θα μπορούσε να αντιμετωπίσει το μακροπρόθεσμο χρέος της σε 5,53 έτη. Πρόκειται για μια μεγάλη περίοδο.

β) Τρέχουσα αναλογία

Το 2002, η Boeing είχε τρέχον ενεργητικό 16855 εκατομμύρια δολάρια και τα τρέχοντα στοιχεία του παθητικού ήταν 19810 εκατομμύρια δολάρια, μια αναλογία χρέους και ενεργητικού στο 85%. Η αναλογία αυτή είναι χαμηλότερη από την επιθυμητή αναλογία για τις βιομηχανικές επιχειρήσεις.

γ) Μακροπρόθεσμο χρέος στη μετοχή

Το 2002 το μακροπρόθεσμο χρέος ήταν 12589 εκατομμύρια δολάρια και η καθαρή θέση των μετόχων ήταν 7696 εκατομμύρια δολάρια, μια πολύ υψηλή αναλογία χρέους προς τη μετοχή στα 1.64. Ο Benjamin Graham θεωρούσε ότι μια βιομηχανική επιχείρηση δεν έπρεπε να έχει μια αναλογία παραπάνω από 1.

Ερώτηση 6. Η επιχείρηση παρουσιάζει με συνέπεια υψηλές αποδόσεις στη μετοχή και το κεφάλαιο;

Η επιχείρηση έχει παρουσιάσει μέσο ποσοστό απόδοσης στη μετοχή κατά τη διάρκεια των προηγούμενων πέντε ετών 20,12%. Στην ίδια περίοδο, παρουσίασε μέση απόδοση στο κεφάλαιο 12,02%. Οι αριθμοί δείχνουν ότι η χρήση του οικονομικού χρέους έχει βοηθήσει την απόδοση της επιχείρησης στη μετοχή.

Πίνακας 10. Αποτελέσματα για ROE και ROC της Boeing

Έτος	ROE	ROC
1998	9.1	7.4
1999	17.7	12.9
2000	22.8	14.7
2001	21.4	12.2
2002	29.6	12.9
Μέσος Όρος	20.12	12.02

(Πηγή: www.buffettsecrets.com)

Ερώτηση 7. Τα κέρδη ανά μετοχή και οι πωλήσεις ανά μετοχή της επιχείρησης έχουν παρουσιάσει συνεπή αύξηση επάνω από τους μέσους όρους αγοράς για μία περίοδο τουλάχιστον πέντε ετών;

Οι αριθμοί για αυτήν την περίοδο είναι οι ακόλουθοι.

Πίνακας 11. Αποτελέσματα για EPS και SPS της Boeing

Έτος	EPS	+ or - %	SPS	+ or - %
1997	.63		47.05	
1998	1.15	82.54	59.87	27.25
1999	2.19	90.43	66.60	11.24
2000	2.84	29.6	61.36	-7.87
2001	2.79	-1.76	72.94	18.87
2002	2.82	1.07	67.61	-7.30

(Πηγή: www.buffettsecrets.com)

Εξετάζοντας μια πενταετή περίοδο, μπορούμε να υπολογίσουμε μία αύξηση στα κέρδη και τις πωλήσεις κατά τη διάρκεια της πενταετούς περιόδου 1998-2002. Για τα κέρδη, η αύξηση είναι πολύ υψηλή, το Eps έχει ανέλθει από \$1,15 στα \$2,82, μια συνολική άνοδος ποσοστού 145.21%. Οι πωλήσεις έχουν ανέλθει ανά μερίδιο από \$59.87 στα \$67.61, μια συνολική άνοδος μόνο 12,92%. Το σύνθετο ποσοστό απόδοσης για τα κέρδη είναι 19,65%, ενώ για τις πωλήσεις 2,46%.

Η διαφορά μεταξύ της αύξησης κερδών και της αύξησης πωλήσεων δείχνει ότι η επιχείρηση κατάφερε να αυξήσει την αποδοτικότητα παραπάνω από την άνοδο στις πωλήσεις.

Ερώτηση 8. Η επιχείρηση εξαγοράζει τις μετοχές της, και σε αυτή την περίπτωση, πρόκειται για μια υπεύθυνη αγορά;

Το 1998, η επιχείρηση κατείχε 937,6 εκατομμύρια ίδιες μετοχές. Το 2002, ο αριθμός ήταν 799,6 εκατομμύρια. Ο αριθμός μετοχών έχει μειωθεί ουσιαστικά, δείχνοντας ένα μερίδιο εξαγοράς που μπορεί να είναι ένας λόγος για τα αυξανόμενα κέρδη ανά μετοχή.

Ερώτηση 9. Η διοίκηση έχει χρησιμοποιήσει σοφά τα παρακρατηθέντα κέρδη για να αυξήσει το ποσοστό απόδοσης στους μετόχους;

Η επιχείρηση έχει τα ακόλουθα κέρδη ανά μετοχή και μέρισμα ανά μετοχή κατά τη διάρκεια μιας πενταετούς περιόδου.

Πίνακας 12. Αποτελέσματα για EPS και DPS της Boeing

Έτος	EPS	DPS
1998	1.15	.56
1999	2.19	.56
2000	2.84	.59
2001	2.79	.68
2002	2.82	.68
Σύνολο	11.79	3.07

(Πηγή: www.buffettsecrets.com)

Η επιχείρηση επομένως έχει παρακρατήσει κέρδη που συμπληρώνουν συνολικά την πενταετία 1998-2002 τα \$8,72 ανά μετοχή (11,79-3,07). Το 1998, η κατώτατη τιμή της μετοχής ήταν στα \$29. Το 2002, οι μετοχές έφθασαν σε ένα μέγιστο σημείο στα \$51.10. Ένας επενδυτής που αγόρασε στη χαμηλότερη τιμή το 1998 και συνέχισε να έχει τις μετοχές ακόμα και στην υψηλότερη τιμή το 2002 θα είχε παρουσιάσει ένα κέρδος \$22.10. Κατά συνέπεια οι μετοχές θα συνέπιπταν με την απαίτηση του Warren Buffett για μια αύξηση στην αγοραστική αξία ενός δολαρίου για κάθε δολάριο που διατηρείται. Φυσικά ένας επενδυτής που αγόρασε το 1998 στην υψηλή τιμή του \$56.30, και πούλησε το 2002 στη χαμηλή τιμή \$28.50 θα παρουσίασε μία σημαντική απώλεια στην επένδυση.

Χρησιμοποιώντας την προσέγγιση των Mary Buffett και David Clark, θα μπορούσαμε να υπολογίσουμε την ποσοστιαία αύξηση στα κέρδη ανά μετοχή (EPS) ως αποτέλεσμα των παρακρατηθέντων κερδών. Το Eps το 1998 ήταν 1,15, και το 2002 ήταν 2,82, μια αύξηση του 167%. Κατά συνέπεια, τα συνολικά κέρδη που παρακρατούνται είναι \$8,72, ενώ τα κέρδη έχουν αυξηθεί συνολικά κατά \$1,67 ανά μετοχή, μια ποσοστιαία αύξηση 19,15%, η οποία βρίσκεται πάνω από τα ποσοστά απόδοσης της αγοράς.

Ερώτηση 10. Είναι η επιχείρηση πιθανό να απαιτήσει μεγάλα ποσά κεφαλαίου για να εξασφαλίσει συνεχιζόμενη αποδοτικότητα;

Το Value Line προτείνει ότι στα δύο έτη που ακολουθούν το 2002, η επιχείρηση θα ξόδευε περίπου \$1,00 ανά μετοχή στα κεφαλαιουχικά στοιχεία. Ο μακροπρόθεσμος μέσος όρος είναι \$1,33, χωρίς να προσαρμοστεί στον πληθωρισμό. Αυτοί οι αριθμοί φαίνονται να είναι λίγο μικρότεροι από τις ιστορικές δαπάνες.

3.3 Συνοψίζοντας

Ο Warren Buffett έχει πει περισσότερο από μία φορά ότι η επένδυση στις μετοχές είναι πραγματικά απλή: Βρείτε μεγάλες επιχειρήσεις που διευθύνονται από τίμιους και ικανούς ανθρώπους και πουλούν για λιγότερο από την πραγματική αξία. Χωρίς αμφιβολία πολλοί από όσους έχουν ακούσει και έχουν διαβάσει αυτήν την παρατήρηση κατά τη διάρκεια των ετών έχουν σκεφτεί, 'Σίγουρα, είναι απλό εάν είσαι ο Warren Buffett. Όχι τόσο απλό για μένα.'

Και τα δύο συναισθήματα είναι αληθινά. Το να βρεις μεγάλες επιχειρήσεις θέλει χρόνο και προσπάθεια, και αυτό δεν είναι ποτέ εύκολο. Αλλά το επόμενο βήμα - το να καθορίσεις την πραγματική αξία τους έτσι ώστε να μπορείς να αποφασίσεις εάν η τιμή είναι σωστή - είναι ένα απλό θέμα της σύνδεσης των σωστών μεταβλητών. Και σε αυτό είναι που οι αρχές επένδυσης που περιγράφονται σε αυτά τα κεφάλαια θα σας εξυπηρετήσουν:

- Οι επιχειρησιακές αρχές θα σας κρατήσουν επικεντρωμένους στις επιχειρήσεις που είναι σχετικά προβλέψιμες. Εάν επιμείνετε σε αυτές με μια συνεπή λειτουργική πορεία και ευνοϊκές προοπτικές, παράγοντας βασικά τα ίδια προϊόντα για τις ίδιες αγορές, θα αναπτύξετε μια αίσθηση για το που θα οδηγηθούν στο μέλλον. Και το ίδιο πράγμα εάν συγκεντρωθείτε σε επιχειρήσεις που καταλαβαίνετε, αν όχι, δεν θα είστε σε θέση να ερμηνεύσετε τον αντίκτυπο των νέων εξελίξεων.

- Οι διοικητικές αρχές θα σας κρατήσουν επικεντρωμένους στις επιχειρήσεις που οργανώνονται καλά. Οι άριστοι διευθυντές μπορούν να κάνουν όλη τη διαφορά στη μελλοντική επιτυχία μιας επιχείρησης.
- Η επιχείρηση και οι διοικητικές αρχές από κοινού θα δώσουν μία καλή αίσθηση της μελλοντικής δυνατότητας αποδοχών της επιχείρησης.
- Οι οικονομικές αρχές θα αποκαλύψουν τους αριθμούς που θα χρειαστείτε για να προσδιορίσετε την πραγματική αξία της επιχείρησης.
- Οι αρχές αξίας θα σας οδηγήσουν μέσω των μαθηματικών σε μια τελική απάντηση: Βασισμένη σε όλα όσα έχετε μάθει, είναι αυτή μία καλή αγορά;

Αυτό σημαίνει ότι ο Buffett απλά αγοράζει επιχειρήσεις με υψηλό ROE και υψηλά λειτουργικά περιθώρια; Φυσικά και όχι. Σε μερικές περιπτώσεις, ο Buffett αγόρασε επιχειρήσεις που παρουσίαζαν μειωμένες αποδοχές (η The Washington Post είναι ένα καλό παράδειγμα), αλλά ο Buffett πίστευε στη διαχείριση και στη βιομηχανία. Σε μια περίπτωση (Coca-Cola), ο Buffett αγόρασε μια επιχείρηση που είχε υποφέρει στο παρελθόν. Θέλησε να κεφαλαιοποιήσει όταν θα γινόταν η ανάκαμψη παρά το γεγονός ότι η επιχείρηση δεν ήταν φτηνή, ούτε υπήρξε απαραίτητως ένας καταλύτης που όπου θα ανέβαζε την τιμή των μετοχών. Σε μια άλλη περίπτωση (GEICO), ο Buffett αγόρασε μια επιχείρηση που φαινόταν να καταρρέει εντελώς, αλλά διατηρούσε μια πίστη στις ελλοχεύουσες βασικές αρχές της επιχείρησης και της βιομηχανίας. Το μάθημα που μπορούμε να πάρουμε από όλο αυτό είναι ότι δεν υπάρχει κανένας τύπος για την επιτυχία.

4. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΟΛΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΤΟΥ WARREN BUFFETT

Τι γίνεται, λοιπόν με το ελληνικό χρηματιστήριο; Πόσες και ποιες μετοχές θα μπορέσουν ν' ανταπεξέλθουν στην επενδυτική μεθοδολογία και στα εξειδικευμένα κριτήρια του Warren Buffett; Αυτό θα εξετάσουμε παρακάτω υποβάλλοντας τις μετοχές του Χ.Α. βήμα προς βήμα στα κριτήρια αυτά.

4.1 Η μεθοδολογία

Σκοπός της αξιολόγησης όλων των μετοχών του ελληνικού χρηματιστηρίου είναι η δημιουργία ενός άριστου χαρτοφυλακίου σύμφωνα πάντα με τα κριτήρια του Warren Buffett όπως τα αναπτύξαμε νωρίτερα, αλλά θα τα παραθέσουμε και βήμα βήμα παράλληλα με την αξιολόγηση. Τα κριτήρια αυτά είναι έξι συν άλλα τρία που χρησιμοποιεί περιστασιακά ο Buffett όταν θέλει να αυξήσει το βαθμό δυσκολίας. Αυτά τα κριτήρια είναι καθαρά χρηματοοικονομικά, παρότι ο Buffett συνηθίζει να εκτιμά και άλλους παράγοντες πριν αποκτήσει μετοχές μιας επιχείρησης όπως ποιό τη διοικούν και κατά πόσο μια επιχείρηση του είναι κατανοητή. Βέβαια, αυτοί οι παράγοντες είναι υποκειμενικοί και επίσης δεν μπορούν εύκολα να μετρηθούν και να συγκριθούν και γι' αυτό δεν συμπεριλαμβάνονται στα κριτήρια αυτά.

Η διαδικασία επιλογής μετοχών, όπως την εφαρμόζουν οι 'γκουρού' των αγορών του διαμετρήματος του Warren Buffet, θυμίζει εξέταση με πολλαπλά 'τεστ' ικανότητας. Στο ρόλο του εξεταζομένου, μπαίνουν οι μετοχές των εταιρειών. Επιτυχία, θεωρείται να παραμείνουν στην τελική λίστα που θα μπορούσε να αποτελέσει και το μελλοντικό χαρτοφυλάκιο των επενδυτών. Όποια μετοχή 'αποτύχει' σ' ένα τεστ, κόβεται από την εξέταση.

Η αξιολόγηση των μετοχών έγινε με βάση τις τιμές κλεισίματος των μετοχών την 31/12/2007 και με βάση τους δημοσιευμένους ισολογισμούς και τα αποτελέσματα χρήσεως όλων των εισηγμένων, στο ελληνικό χρηματιστήριο,

επιχειρήσεων για την οικονομική χρήση 2007. Βέβαια, σε πολλά κριτήρια που απαιτούνται στοιχεία 5ετίας ανασύρθηκαν τιμές μετοχών αλλά και οικονομικές καταστάσεις για τα έτη 2003-2007.

Τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν είναι πραγματικά και οι πηγές τους είναι η επίσημη ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών καθώς και το Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης.

4.2 Οι εισηγμένες του Χ.Α.

Ο αριθμός των μετοχών που διαπραγματεύονται την 31/12/2007 στο ελληνικό χρηματιστήριο είναι 308 και παρατίθενται όλες στον πίνακα του 1^{ου} κριτηρίου. Την ίδια περίοδο υπάρχουν και αρκετές μετοχές υπό αναστολή όπως αυτές των εταιρειών UNISYSTEMS, HITECH, ΕΡΓΑΣ ΑΤΕ, ΓΕΝΕΡ ΑΕ, ΕΤΜΑ ΑΕ, ΕΛΛΑΤΕΞ ΑΕ, ΑΛΥΣΙΔΑ ΑΒΕΕ και ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ ΚΑΙ ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ ΑΕΒΕ. Υπό προσωρινή αναστολή τέθηκε και η REGENCY ENTERTAINMENT ΑΕ καθώς την 24/12/2007 εξαγοράστηκε από την DIONYSOS LEISURE ΑΕ. Επίσης μέσα στο έτος 2007 η εταιρεία ΝΙΚΟΣ ΓΚΑΛΗΣ ΑΕ εξαγοράστηκε από την ΣΑΟΣ ΑΕ, η HELLAS ON LINE από την UNIBRAIN, και η ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ από την ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ. Τέλος η εταιρεία ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ μετονομάστηκε σε ΕΛΛΑΚΤΩΡ.

4.3 Αξιολόγηση

Ακολουθεί αναλυτικά η αξιολόγηση και των 308 εισηγμένων στο ελληνικό χρηματιστήριο επιχειρήσεων σύμφωνα με τα κριτήρια του Warren Buffet. Σε κάθε κριτήριο αναλύονται οι απαιτήσεις του και έπειτα παρατίθενται στον αντίστοιχο πίνακα του κάθε κριτηρίου οι μετοχές με τα αποτελέσματά τους. Όπως αναφέραμε νωρίτερα οι μετοχές που δεν ικανοποιούν τις απαιτήσεις κάποιου κριτηρίου δεν συνεχίζουν στο επόμενο. Οι μετοχές που βρίσκονται σε χρωματιστό φόντο, είναι αυτές που ικανοποιούν κάθε φορά και το αντίστοιχο κριτήριο.

1ο Κριτήριο

Σύμφωνα, λοιπόν, με το πρώτο κριτήριο θα περάσουν όσες μετοχές παρουσιάζουν λόγο κερδών προς τη χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας (δηλαδή, το αντίστροφο του γνωστού σε όλους δείκτη Price to Earnings Ratio) διπλάσιο από το δεκαετές ομόλογο, με την απόδοση του δεκαετούς ομολόγου να κυμαίνεται στο 4,3%, δηλαδή όσων τα κέρδη ανά μετοχή είναι μεγαλύτερα από

$$0,086 \text{ ή αλλιώς όταν το } \frac{E}{P} = \frac{1}{\frac{P}{E}} > 0.86.$$

Αν και για ν' απλοποιήσουμε λίγο τα πράγματα στην αρχή, αυξάνουμε το περιθώριο των μετοχών που θα περάσουν, στρογγυλοποιώντας τον δείκτη στο 0,08. Στον πίνακα 13 βλέπουμε τα αποτελέσματα:

Πίνακας 13. 1ο Κριτήριο και αξιολόγηση των E/Ps

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΤΙΜΗ	EPS	E/P
		ΚΛΕΙΣΙΜΑΤ ΟΣ 31/12/2007	2007	
DIAr.AT	ΔΙΑΣ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	1,40	0,350	0,2500
BOGr.AT	ΕΛΛΑΔΟΣ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	73,60	17,910	0,2433
GEFr.AT	GLOBAL ΑΕΕΧ (ΚΟ)	4,48	1,030	0,2299
KLEr.AT	KLEEMANN HELLAS (ΚΟ)	4,55	0,910	0,2000
OLCr.AT	OLYMPIC CATERING (ΚΟ)	2,55	0,500	0,1961
ALCr.AT	NEXANS ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	3,98	0,780	0,1960
NCHr.AT	ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ (ΚΟ)	20,40	3,470	0,1701
ANDr.AT	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	3,10	0,510	0,1645
EUPr.AT	EUROBANK PROPERTIES (ΚΟ)	9,10	1,480	0,1626
AGRr.AT	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ (ΚΟ)	3,56	0,510	0,1433
MRFr.AT	MARFIN INVESTMENT GROUP (ΚΟ)	5,94	0,829	0,1396
KAR.AT	ΚΑΡΕΛΙΑ ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ (ΚΑ)	60,30	8,030	0,1332
TCPr.AT	ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ (ΚΟ)	1,08	0,130	0,1204
GKE.AT	ΓΕΚΕ (ΚΑ)	6,92	0,830	0,1199
NRHr.AT	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	1,01	0,120	0,1188
KEGr.AT	KEGO (ΚΟ)	2,55	0,300	0,1176
PTRr.AT	ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Π. (ΚΟ)	7,70	0,870	0,1130
AIUr.AT	ALTIUS ΑΕΕΧ (ΚΟ)	1,86	0,200	0,1075
GLXr.AT	ΓΑΛΑΞΙΔΙ (ΚΟ)	1,22	0,130	0,1066
EP.AT	ΑΤΤΙΚΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΑ)	5,48	0,580	0,1058
ESKr.AT	F.G. EUROPE (ΚΟ)	2,79	0,280	0,1004
KALr.AT	ΚΑΛΠΙΝΗΣ - ΣΙΜΟΣ (ΚΟ)	2,30	0,228	0,0991
MYTr.AT	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (ΚΟ)	14,36	1,420	0,0989
MRV.AT	MINERVA (ΚΑ)	3,04	0,297	0,0977

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΤΙΜΗ		
		ΚΛΕΙΣΙΜΑΤ	EPS	E/P
		ΟΣ	2007	
		31/12/2007		
MDBr.AT	ΒΑΡΒΕΡΗΣ Ν. - MODA BAGNO (ΚΟ)	1,51	0,141	0,0934
HLSr.AT	ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘ/ΓΕΙΑΙ (ΚΟ)	1,29	0,120	0,0930
MEDr.AT	MEDICON ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	4,16	0,380	0,0913
BETr.AT	ΒΕΤΑΝΕΤ (ΚΟ)	1,32	0,120	0,0909
VOGr.AT	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS (ΚΟ)	3,86	0,350	0,0907
MORr.AT	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΚΟ)	15,80	1,400	0,0886
KEKr.AT	ΚΕΚΡΟΨ (ΚΟ)	15,50	1,362	0,0879
SFAr.AT	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ (ΚΟ)	8,00	0,690	0,0863
AGNr.AT	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ (ΚΟ)	6,80	0,570	0,0838
PLEr.AT	ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING (ΚΟ)	5,76	0,480	0,0833
MTDr.AT	ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ (ΚΟ)	6,40	0,530	0,0828
EOLr.AT	ΑΙΟΛΙΚΗ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	2,93	0,240	0,0819
HEPr.AT	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ (ΚΟ)	11,28	0,920	0,0816
ALAr.AT	ALAPIS (ΚΟ)	2,33	0,190	0,0815
TELEr.AT	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ (ΚΟ)	4,10	0,330	0,0805
PREr.AT	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΕΑΠ (ΚΟ)	2,14	0,172	0,0804
GEBKA.AT	ΓΕΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ (ΚΑ)	0,86	0,069	0,0802
KANr.AT	ΚΑΝΑΚΗΣ Σ. (ΚΟ)	2,80	0,224	0,0800
AUTr.AT	ΑΥΤΟHELLAS (ΚΟ)	5,30	0,400	0,0755
RIDE.AT	RIDENCO (ΚΑ)	1,33	0,100	0,0752
NIRr.AT	ΝΗΡΕΥΣ (ΚΟ)	2,93	0,213	0,0727
ILYr.AT	ΙΛΥΔΑ (ΚΟ)	1,17	0,085	0,0726
ASRr.AT	ΩΜΕΓΑ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	1,54	0,110	0,0714
ELAr.AT	ΕΛΑΪΣ - UNILEVER (ΚΟ)	25,00	1,780	0,0712
ABVr.AT	ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ ΑΒ (ΚΟ)	37,98	2,670	0,0703
DIXr.AT	ΔΙΑΣ ΙΧΘ/ΓΕΙΕΣ (ΚΟ)	4,68	0,320	0,0684
GREr.AT	ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΜΙΚΡΟΓΕΥΜΑΤΑ (ΚΟ)	1,17	0,080	0,0684
ELTr.AT	ΕΛΤΡΑΚ (ΚΟ)	5,70	0,380	0,0667
MLSr.AT	MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ (ΚΟ)	1,11	0,074	0,0667
MICm.AT	ΜΗΧΑΝΙΚΗ (ΠΟ)	4,12	0,270	0,0655
VRDr.AT	ΒΑΡΔΑΣ (ΚΟ)	3,12	0,200	0,0641
KLUr.AT	ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ - ΛΑΠΠΑΣ (ΚΟ)	8,90	0,570	0,0640
ASCr.AT	A.S. COMPANY (ΚΟ)	2,04	0,130	0,0637
KRD.AT	ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ Χ. ΑΦΟΙ (ΚΑ)	1,13	0,072	0,0637
OPAr.AT	ΟΠΑΠ (ΚΟ)	27,42	1,740	0,0635
BYTr.AT	ΒΥΤΕ COMPUTER (ΚΟ)	3,00	0,190	0,0633
MEVr.AT	ΜΕΒΑΣΟ (ΚΟ)	2,53	0,160	0,0632
BOCr.AT	ΚΥΠΡΟΥ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	12,50	0,781	0,0625
HAIr.AT	ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ (ΚΟ)	2,16	0,134	0,0620
EKTr.AT	ΕΚΤΕΡ (ΚΟ)	1,47	0,090	0,0612
ADVr.AT	AUDIOVISUAL (ΚΟ)	4,46	0,270	0,0605
AGBr.AT	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	3,82	0,230	0,0602
EFGGr.AT	EUROBANK ERGASIAS EFG (ΚΟ)	24,08	1,447	0,0601
IMPr.AT	ΙΜΠΕΡΙΟ - ΑΡΓΩ GROUP (ΚΟ)	3,18	0,191	0,0601
FHL.AT	FHL MERMEREN KOMBINAT (ΕΛΠ)	6,06	0,360	0,0594
MRBr.AT	MARFIN POPULAR BANK (ΚΟ)	9,10	0,535	0,0588
HERr.AT	ΗΡΑΚΛΗΣ ΑΓΕΤ (ΚΟ)	16,50	0,970	0,0588
HCAr.AT	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ (ΚΟ)	5,20	0,301	0,0579
CYCr.AT	CYCLON ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	1,56	0,090	0,0577

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΤΙΜΗ		
		ΚΛΕΙΣΙΜΑΤ	EPS	E/P
		ΟΣ	2007	
		31/12/2007		
ALRr.AT	ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ (ΚΟ)	6,44	0,360	0,0559
TWSr.AT	ΕΥΑΘ (ΚΟ)	6,30	0,350	0,0556
NAYr.AT	ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ (ΚΟ)	1,65	0,091	0,0552
ANKe.AT	ΑΝΕΚ (ΠΟ,96)	2,00	0,110	0,0550
BOPr.AT	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	26,70	1,450	0,0543
PRFr.AT	PROFILE (ΚΟ)	3,10	0,167	0,0539
KRRr.AT	ΚΟΡΡΕΣ (ΚΟ)	9,48	0,510	0,0538
EXCr.AT	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ (ΚΟ)	24,00	1,290	0,0538
DRUr.AT	ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ (ΚΟ)	3,92	0,210	0,0536
BOXr.AT	FASHION BOX (ΚΟ)	2,99	0,160	0,0535
TTNm.AT	ΤΙΤΑΝ (ΠΟ)	26,36	1,410	0,0535
HDFr.AT	ΚΑΕ (ΚΟ)	12,06	0,640	0,0531
PLAr.AT	ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS (ΚΟ)	8,68	0,460	0,0530
LAZr.AT	ΚΤΗΜΑ Κ. ΛΑΖΑΡΙΔΗ (ΚΟ)	1,19	0,063	0,0529
BITr.AT	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ (ΚΟ)	2,84	0,150	0,0528
DIOr.AT	ΔΙΟΝΙΣ (ΚΟ)	0,79	0,041	0,0519
MTKr.AT	ΜΕΤΚΑ (ΚΟ)	15,42	0,800	0,0519
PLAKR.AT	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ (ΚΑ)	4,64	0,240	0,0517
YALr.AT	ΥΑΛΣΟ - ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ (ΚΑ)	2,72	0,140	0,0515
SElr.AT	ΣΕΛΟΝΤΑ (ΚΟ)	3,50	0,180	0,0514
SPDr.AT	SPRIDER STORES (ΚΟ)	5,20	0,266	0,0512
KATr.AT	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ (ΚΟ)	8,02	0,400	0,0499
MICr.AT	ΜΗΧΑΝΙΚΗ (ΚΟ)	5,50	0,270	0,0491
FIEr.AT	ΦΙΕΡΑΤΕΞ - ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ	1,23	0,060	0,0488
ELBr.AT	ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ (ΚΟ)	2,75	0,134	0,0487
KYRr.AT	ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ (ΚΟ)	1,45	0,070	0,0483
ANKr.AT	ΑΝΕΚ (ΚΟ)	2,29	0,110	0,0480
VALr.AT	ΕΛΒΑΛ (ΚΑ)	3,18	0,152	0,0478
IKTr.AT	ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	1,00	0,047	0,0470
KRKr.AT	FHL Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ (ΚΟ)	1,71	0,080	0,0468
OTEr.AT	ΟΤΕ (ΚΟ)	25,20	1,176	0,0467
KOUr.AT	ΚΟΥΜΠΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	3,00	0,140	0,0467
ZAMr.AT	ΖΑΜΠΑ (ΚΑ)	10,74	0,500	0,0466
BOAr.AT	ΑΤΤΙΣΑ ΒΑΝΚ (ΚΟ)	4,02	0,186	0,0463
ERCr.AT	ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ (ΚΟ)	3,14	0,145	0,0462
REvr.AT	ΡΕΒΟΪΛ (ΚΟ)	1,74	0,080	0,0460
KRlr.AT	ΚΡΙ - ΚΡΙ (ΚΟ)	2,86	0,131	0,0458
ASTr.AT	ΑΛΦΑ ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ (ΚΟ)	7,90	0,360	0,0456
TTNr.AT	ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	31,20	1,410	0,0452
ALMr.AT	ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ (ΚΟ)	5,10	0,230	0,0451
LOUr.AT	ΛΟΥΛΗ ΜΥΛΟΙ (ΚΟ)	3,64	0,164	0,0451
ACBr.AT	ΑΛΦΑ ΒΑΝΚ (ΚΟ)	24,90	1,120	0,0450
STRr.AT	BLUE STAR ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ (ΚΑ)	3,80	0,170	0,0447
SDMr.AT	ΣΙΔΜΑ (ΚΟ)	5,38	0,240	0,0446
HLBr.AT	COCA - COLA ΤΡΙΑ ΕΨΙΛΟΝ (ΚΑ)	29,60	1,300	0,0439
MOHr.AT	ΜΟΧΛΟΣ (ΚΟ)	0,46	0,020	0,0435
EMDr.AT	EUROMEDICA (ΚΟ)	11,78	0,510	0,0433
CAMr.AT	REDS (ΚΟ)	3,66	0,158	0,0432
SPAr.AT	SPACE HELLAS (ΚΟ)	1,53	0,066	0,0431

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΤΙΜΗ		
		ΚΛΕΙΣΙΜΑΤ	EPS	E/P
		ΟΣ	2007	
		31/12/2007		
NBGr.AT	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	45,18	1,920	0,0425
EGNr.AT	MARFIN ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	4,98	0,210	0,0422
OLTr.AT	ΟΛΘ (ΚΟ)	33,00	1,380	0,0418
AMCr.AT	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ (ΚΟ)	4,58	0,190	0,0415
FINr.AT	ΝΑΚΑΣ ΜΟΥΣΙΚΗ (ΚΟ)	2,92	0,120	0,0411
CMPr.AT	COMPUCON (ΚΟ)	0,74	0,030	0,0405
CORr.AT	ΣΩΛΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ (ΚΟ)	5,96	0,240	0,0403
IASr.AT	ΙΑΣΩ (ΚΟ)	12,54	0,500	0,0399
COSr.AT	COSMOTE (ΚΟ)	25,90	1,010	0,0390
EREr.AT	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΚΟ)	3,10	0,119	0,0384
RAIr.AT	RAINBOW (ΚΟ)	2,88	0,110	0,0382
ELNr.AT	ΕΛΤΟΝ (ΚΟ)	1,05	0,040	0,0381
LYKr.AT	INFORM ΛΥΚΟΣ Π. (ΚΟ)	4,32	0,160	0,0370
DROr.AT	ΔΡΟΜΕΑΣ (ΚΟ)	1,14	0,042	0,0368
ITTr.AT	ΙΝΤΕΡΤΕΚ (ΚΟ)	2,73	0,100	0,0366
HYGr.AT	ΥΓΕΙΑ (ΚΟ)	4,14	0,150	0,0362
VIO.AT	ΒΙΟΧΑΛΚΟ (ΚΑ)	9,94	0,358	0,0360
FLXr.AT	FLEXORACK (ΚΟ)	8,00	0,280	0,0350
ELCr.AT	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ (ΚΟ)	8,30	0,290	0,0349
BARr.AT	S & B ΒΙΟΜΗΧ. ΟΡΥΚΤΑ (ΚΟ)	12,56	0,430	0,0342
EYDr.AT	ΕΥΔΑΠ (ΚΟ)	11,82	0,400	0,0338
PPCr.AT	PAPERPACK ΤΣΟΥΚΑΡΙΔΗΣ Ι. (ΚΟ)	0,89	0,030	0,0337
PRBr.AT	PROTON ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	9,80	0,330	0,0337
SRSr.AT	ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΓΡ. (ΚΟ)	14,00	0,470	0,0336
AXOr.AT	ΑΧΟΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	4,78	0,160	0,0335
OLPr.AT	ΟΛΠ (ΚΟ)	30,08	0,990	0,0329
KEPr.AT	ΚΕΠΕΝΟΥ ΜΥΛΟΙ (ΚΟ)	1,23	0,040	0,0325
XAKO.AT	ΧΑΛΚΟΡ (ΚΑ)	3,14	0,097	0,0309
MILr.AT	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ (ΚΟ)	4,86	0,150	0,0309
INLr.AT	INTRALOT (ΚΟ)	13,54	0,400	0,0295
SClr.AT	SCIENS (ΚΟ)	1,36	0,040	0,0294
IFlr.AT	INTERFISH ΙΧΘ/ΓΕΙΕΣ (ΚΟ)	1,37	0,040	0,0292
SID.AT	ΣΙΔΕΝΟΡ (ΚΑ)	10,16	0,293	0,0288
XYLm.AT	ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ (ΠΟ)	1,40	0,040	0,0286
EDSr.AT	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ (ΚΟ)	0,25	0,007	0,0280
KRMr.AT	ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ (ΚΟ)	2,17	0,060	0,0276
MEAr.AT	VIVERE ENTERTAINMENT (ΚΟ)	0,74	0,020	0,0270
BABr.AT	JUMBO (ΚΟ)	24,80	0,670	0,0270
BENr.AT	ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ Χ. & ΥΙΟΣ (ΚΟ)	4,06	0,108	0,0266
ANKm.AT	ΑΝΕΚ (ΠΟ,90)	4,16	0,110	0,0264
GPSr.AT	ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ (ΚΟ)	12,38	0,310	0,0250
EDSm.AT	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ (ΠΟ)	0,28	0,007	0,0250
APRr.AT	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ (ΚΟ)	1,18	0,029	0,0246
ARCm.AT	ΡΟΚΑΣ Χ. (ΠΟ)	16,64	0,400	0,0240
HELr.AT	ΕΛΛΑΚΤΩΡ (ΚΟ)	9,80	0,230	0,0235
ALHr.AT	ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	1,16	0,027	0,0233
CSSr.AT	ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ INFOTECH (ΚΟ)	3,90	0,090	0,0231
IHEr.AT	ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ (ΚΟ)	15,98	0,350	0,0219
AICr.AT	ALTEC (ΚΟ)	1,83	0,040	0,0219

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΤΙΜΗ		
		ΚΛΕΙΣΙΜΑΤ	EPS	E/P
		ΟΣ	2007	
		31/12/2007		
XYLr.AT	ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ (ΚΟ)	1,83	0,040	0,0219
ALBr.AT	ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ (ΚΟ)	2,84	0,060	0,0211
ARCr.AT	ΡΟΚΑΣ Χ. (ΚΟ)	18,96	0,400	0,0211
NIKr.AT	ΝΙΚΑΣ (ΚΟ)	4,48	0,093	0,0208
EVEr.AT	EVEREST (ΚΟ)	2,98	0,060	0,0201
AVAr.AT	J. & P. - ΑΒΑΞ (ΚΟ)	6,44	0,120	0,0186
CBGr.AT	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	20,32	0,370	0,0182
LDSr.AT	SINGULARLOGIC (ΚΟ)	3,46	0,063	0,0182
DOLr.AT	ΔΟΛ (ΚΟ)	2,48	0,045	0,0182
PARr.AT	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (ΚΟ)	3,30	0,060	0,0182
FRIr.AT	FRIGOGLOSS (ΚΟ)	24,80	0,440	0,0177
EDRr.AT	ΕΔΡΑΣΗ - ΨΑΛΛΙΔΑΣ Χ. (ΚΟ)	1,27	0,022	0,0173
TENr.AT	ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ (ΚΟ)	8,40	0,144	0,0171
LAMr.AT	ΛΑΜΨΑ (ΚΟ)	16,98	0,270	0,0159
AMBr.AT	ASPIS BANK (ΚΟ)	3,18	0,050	0,0157
SARr.AT	ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ ΚΥΛΜΥΛΟΙ (ΚΟ)	3,82	0,060	0,0157
HRMr.AT	ΓΕΚ (ΚΟ)	10,50	0,160	0,0152
FRLr.AT	FOURLIS ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	27,10	0,400	0,0148
KREKA.AT	ΚΡΕΚΑ (ΚΑ)	3,26	0,048	0,0147
MCRr.AT	MICROLAND COMPUTERS (ΚΟ)	7,14	0,100	0,0140
EVRr.AT	ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ (ΚΟ)	1,44	0,020	0,0139
THRr.AT	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ (ΚΟ)	1,62	0,022	0,0136
LIVr.AT	ΛΙΒΑΝΗΣ (ΚΟ)	2,52	0,034	0,0135
EDPr.AT	EURODRIP (ΚΟ)	0,98	0,013	0,0133
VARr.AT	ΒΑΡΑΓΚΗΣ (ΚΟ)	1,58	0,020	0,0127
BOU.AT	ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ Ι. & ΥΙΟΣ (ΚΑ)	0,59	0,007	0,0119
TERr.AT	ΤΕΡΝΑ (ΚΟ)	12,38	0,140	0,0113
ELGr.AT	ΕΛΓΕΚΑ (ΚΟ)	1,79	0,020	0,0112
ATTr.AT	ΑΤΤΙ - ΚΑΤ (ΚΟ)	1,04	0,011	0,0106
FOLr.AT	FOLLI - FOLLIE (ΚΟ)	25,50	0,260	0,0102
CRFm.AT	ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ ΘΕΡΑΠΕΥΤΗΡΙΟ (ΠΟ)	1,01	0,010	0,0099
HLCr.AT	CROWN HELLAS CAN (ΚΟ)	6,08	0,060	0,0099
VTRr.AT	ΒΙΟΤΕΡ (ΚΟ)	1,03	0,010	0,0097
EULr.AT	EUROLINE ΑΕΕΧ (ΚΟ)	2,11	0,020	0,0095
BALr.AT	ΒΑΛΚΑΝ ΕΞΠΟΡΤ (ΚΟ)	3,20	0,030	0,0094
DESr.AT	CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ (ΚΟ)	2,27	0,020	0,0088
CRFr.AT	ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ ΘΕΡΑΠΕΥΤΗΡΙΟ (ΚΟ)	1,16	0,010	0,0086
MZK.AT	ΜΟΥΖΑΚΗΣ (ΚΑ)	2,35	0,020	0,0085
ALSr.AT	ALSINCO (ΚΟ)	2,44	0,020	0,0082
IKIr.AT	ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ (ΚΟ)	0,61	0,005	0,0082
DEHr.AT	ΔΕΗ (ΚΟ)	36,00	0,290	0,0081
VOVr.AT	ΒΩΒΟΣ ΜΠΑΜΠΗΣ (ΚΟ)	20,36	0,160	0,0079
MATr.AT	ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ (ΚΟ)	1,20	0,009	0,0075
MRCr.AT	ΜΑΡΑΚ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ (ΚΟ)	1,20	0,009	0,0075
PAIr.AT	ΠΑΪΡΗΣ ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ (ΚΟ)	1,37	0,010	0,0073
BOU_p.AT	ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ Ι. & ΥΙΟΣ (ΠΑ)	0,96	0,007	0,0073
TASr.AT	VELL GROUP (ΚΟ)	1,41	0,009	0,0064
KRFr.AT	ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ (ΚΟ)	7,86	0,050	0,0064
MCLr.AT	LOGISMOS (ΚΟ)	1,24	0,006	0,0048

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΤΙΜΗ		
		ΚΛΕΙΣΙΜΑΤ	EPS	E/P
		ΟΣ	2007	
		31/12/2007		
IDEm.AT	INTEAL ΟΜΙΛΟΣ (ΠΟ)	1,33	0,006	0,0045
IDEr.AT	INTEAL ΟΜΙΛΟΣ (ΚΟ)	1,49	0,006	0,0040
IFRr.AT	INFORMER (ΚΟ)	2,78	0,010	0,0036
RIL.AT	RILKEN (ΚΑ)	9,94	0,030	0,0030
DAIr.AT	ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ (ΚΟ)	11,18	0,033	0,0030
VIVr.AT	VIVARTIA (ΚΟ)	25,26	0,070	0,0028
ELMr.AT	ELMEC SPORT (ΚΟ)	4,00	0,010	0,0025
INCr.AT	INTRAKAT (ΚΟ)	1,24	0,003	0,0024
LANr.AT	ΛΑΝΑΚΑΜ (ΚΟ)	1,76	0,003	0,0017
DURr.AT	ΔΟΥΡΟΣ (ΚΟ)	1,25	0,002	0,0016
ATPr.AT	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ (ΚΟ)	4,40	0,007	0,0016
ETE.AT	ΕΤΕΜ (ΚΑ)	2,29	0,000	0,0001
SATr.AT	SATO (ΚΟ)	2,94	0,000	0,0000
EBIr.AT	ΓΙΟΥΡΟΜΠΡΟΚΕΡΣ (ΚΟ)	2,35	0,000	0,0000
EPIr.AT	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣΤΟΥΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ (ΚΟ)	0,81	-0,002	-0,0025
TEGr.AT	ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ Χ.Κ. (ΚΟ)	1,84	-0,006	-0,0033
LMDr.AT	LAMDA DEVELOPMENT (ΚΟ)	14,32	-0,060	-0,0042
TRIr.AT	ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ ΕΡΓΟΤΕΛΕΙΑ (ΚΟ)	29,80	-0,180	-0,0060
HBI.AT	ELBISCO ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΑ)	1,56	-0,010	-0,0064
ELIr.AT	ΕΛΙΝΟΪΛ (ΚΟ)	10,36	-0,070	-0,0068
LEV.AT	ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ Ν. (ΚΑ)	1,02	-0,010	-0,0098
TRIm.AT	ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ ΕΡΓΟΤΕΛΕΙΑ (ΠΟ)	18,00	-0,180	-0,0100
LEV_p.AT	ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ (ΠΑ)	0,99	-0,010	-0,0101
AGSr.AT	ΣΠΥΡΟΥ ΑΓΡ. ΟΙΚ. (ΚΟ)	2,88	-0,030	-0,0104
LIBr.AT	ΛΥΜΠΕΡΗ ΕΚΔΟΣΕΙΣ (ΚΟ)	1,75	-0,020	-0,0114
INRr.AT	INTRACOM (ΚΟ)	3,62	-0,050	-0,0138
LVEr.AT	ΕΛΒΙΕΜΕΚ (ΚΟ)	5,00	-0,080	-0,0160
INTr.AT	INTERINVEST ΑΕΕΧ (ΚΟ)	1,69	-0,030	-0,0178
HADr.AT	ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ (ΚΟ)	1,61	-0,030	-0,0186
MESr.AT	ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ ΑΦΟΙ (ΚΟ)	0,46	-0,010	-0,0217
IQTr.AT	INFO - QUEST (ΚΟ)	3,00	-0,070	-0,0233
FXPr.AT	ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ (ΚΟ)	0,94	-0,027	-0,0287
QUAr.AT	QUALITY & RELIABILITY (ΚΟ)	0,92	-0,030	-0,0326
DKRr.AT	ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ (ΚΟ)	1,59	-0,052	-0,0327
GALr.AT	ΓΚΑΛΗΣ ΝΙΚΟΣ (ΚΟ) - ΣΑΟΣ	1,51	-0,050	-0,0331
PALr.AT	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ (ΚΟ)	6,64	-0,230	-0,0346
CPIr.AT	CPI (ΚΟ)	0,83	-0,030	-0,0361
NEOr.AT	ΝΕΩΡΙΟΝ (ΚΟ)	1,65	-0,060	-0,0364
VISr.AT	ΒΙΣ (ΚΟ)	2,61	-0,099	-0,0379
PIPr.AT	ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ ΠΡΟΦΙΛ (ΚΑ)	1,05	-0,040	-0,0381
LPGr.AT	LAVIPHARM (ΚΟ)	3,90	-0,150	-0,0385
HSI.AT	EBZ (ΚΑ)	4,48	-0,200	-0,0446
CARr.AT	ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ (ΚΟ)	1,97	-0,100	-0,0508
MULr.AT	MULTIRAMA (ΚΟ)	7,76	-0,430	-0,0554
PEGr.AT	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ (ΚΟ)	2,64	-0,149	-0,0564
TEXr.AT	ΤΕΞΑΠΡΕΤ (ΚΟ)	0,50	-0,030	-0,0600
IMAr.AT	ΙΜΑΚΟ ΜΗΝΤΙΑ (ΚΟ)	2,47	-0,162	-0,0656
VILr.AT	ΒΙΟΣΩΛ (ΚΟ)	0,39	-0,028	-0,0718
NAF.AT	ΚΛΩΣ/ΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ (ΚΑ)	0,88	-0,065	-0,0739

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΤΙΜΗ		
		ΚΛΕΙΣΙΜΑΤ	EPS	E/P
		ΟΣ	2007	
		31/12/2007		
CHAf.AT	ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ Ε. ΥΙΟΙ (ΚΟ)	1,00	-0,074	-0,0740
KLOr.AT	ΚΛΩΝΑΤΕΞ (ΚΟ)	0,27	-0,020	-0,0741
VILm.AT	ΒΙΟΣΩΛ (ΠΟ)	0,35	-0,028	-0,0800
ATHr.AT	ΑΘΗΝΑ (ΚΟ)	1,52	-0,126	-0,0829
ELFr.AT	ΕΛΦΙΚΟ (ΚΟ)	1,76	-0,146	-0,0830
KLOm.AT	ΚΛΩΝΑΤΕΞ (ΠΟ)	0,24	-0,020	-0,0833
SANYOr.AT	ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ (ΚΑ)	0,98	-0,090	-0,0918
SPIr.AT	SPIDER - ΠΕΤΣΙΟΣ Ν.& ΥΙΟΙ (ΚΟ)	0,93	-0,087	-0,0935
GHBf.AT	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	5,20	-0,510	-0,0981
LESr.AT	ΝΕΛ (ΚΟ)	0,77	-0,080	-0,1039
KRTr.AT	ΚΑΡΑΤΖΗ (ΚΟ)	2,10	-0,232	-0,1105
MAIf.AT	ΜΑΪΛΛΗΣ Μ.Ι. (ΚΟ)	1,76	-0,200	-0,1136
FORr.AT	FORTHNET (ΚΟ)	7,35	-0,850	-0,1156
ATLr.AT	ΑΤΛΑΝΤΙΚ (ΚΟ)	2,10	-0,250	-0,1190
PCSr.AT	PC SYSTEMS (ΚΟ)	0,83	-0,100	-0,1205
MAXIM.AT	ΜΑΞΙΜ - ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ (ΚΑ)	0,47	-0,060	-0,1277
ZENr.AT	ΖΗΝΩΝ (ΚΟ)	3,12	-0,430	-0,1378
UNBr.AT	HELLAS ON LINE (ΚΟ) - UNIBRAIN	3,90	-0,542	-0,1390
KTSr.AT	ΚΑΤΣΕΛΗ Χ. ΥΙΟΙ (ΚΟ)	2,76	-0,410	-0,1486
EUHr.AT	ΕΥΡΩΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ (ΚΟ)	0,60	-0,090	-0,1500
KEAr.AT	ΚΕΡΑΜΕΙΑ ΑΛΛΑΤΙΝΗ (ΚΟ)	0,96	-0,169	-0,1760
SSTr.AT	ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ (ΚΟ)	0,24	-0,043	-0,1792
SHLr.AT	ΣΕΛΜΑΝ (ΚΟ)	1,70	-0,310	-0,1824
PRSr.AT	ΠΕΡΣΕΥΣ (ΚΟ)	1,75	-0,320	-0,1829
AKRr.AT	ΑΚΡΙΤΑΣ (ΚΟ)	1,99	-0,380	-0,1910
PLAS.AT	ΡΛΙΑΣ (ΚΑ)	0,39	-0,080	-0,2051
HFAr.AT	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ (ΚΟ)	1,94	-0,410	-0,2113
DIEr.AT	ΔΙΕΚΑΤ (ΚΟ)	0,83	-0,214	-0,2578
ATRr.AT	ALMA - ΑΤΕΡΜΩΝ (ΚΟ)	0,46	-0,120	-0,2609
IPPOK.AT	ΙΠΠΟΤΟΥΡ (ΚΑ)	0,63	-0,183	-0,2905
PROr.AT	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ (ΚΟ)	0,71	-0,220	-0,3099
ALLAT.AT	ΑΛΛΑΤΙΝΗ (ΚΑ)	2,20	-0,690	-0,3136
PETr.AT	ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ Α. (ΚΟ)	0,91	-0,360	-0,3956
GCEm.AT	ΑΕΓΕΚ (ΠΟ)	0,55	-0,220	-0,4000
GCEr.AT	ΑΕΓΕΚ (ΚΟ)	0,52	-0,220	-0,4231
VRV.AT	ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ (ΚΑ)	0,65	-0,300	-0,4615
LNTTr.AT	ΛΑΝ-NET (ΚΟ)	0,39	-0,199	-0,5103
OLYr.AT	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ (ΚΟ)	0,92	-1,210	-1,3152
NAOr.AT	ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΥΨΑΝΤΟΥΡΓΙΑ (ΚΟ)	0,16	-0,540	-3,3750

(Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών, www.ase.gr)

Στον πίνακα 13, λοιπόν, βλέπουμε ότι μόλις 42 μετοχές καταφέρνουν και περνούν το 1^ο κριτήριο, ανάμεσα τους η Eurobank Properties, η Αγροτική Ασφαλιστική, τα Ελληνικά Πετρέλαια κλπ. Απ' έξω έμειναν οι μετοχές της Αγροτικής Τράπεζας, της Eurobank Ergasias EFG, της Forthnet κλπ, για να

αναφέρουμε μερικές, ενώ να σημειώσουμε ακόμα ότι σε 74 μετοχές ο συγκεκριμένος δείκτης παρουσιάστηκε με αρνητικό πρόσημο.

2ο Κριτήριο

Συνεχίζοντας με το δεύτερο κριτήριο αναζητάμε μετοχές που η μερισματική τους απόδοση είναι μεγαλύτερη από τα δύο τρίτα του δεκαετούς ομολόγου. Έτσι στο 4,3% απόδοσης του δεκαετούς ομολόγου, η μερισματική απόδοση που θέλουμε για μια μετοχή πρέπει να είναι μεγαλύτερη του 2,86%.

Πίνακας 14. 2ο Κριτήριο και αξιολόγηση της μερισματικής απόδοσης

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΤΙΜΗ	EPS	ΜΕΡΙΣΜΑ	M/P
		ΚΛΕΙΣΙΜΑΤΟΣ 31/12/2007	2007	ΧΡΗΣΗΣ 2007	
GKE.AT	ΓΕΚΕ (ΚΑ)	6,92	0,830	0,80	0,1156
DIAr.AT	ΔΙΑΣ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	1,40	0,350	0,13	0,0929
EOLr.AT	ΑΙΟΛΙΚΗ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	2,93	0,240	0,25	0,0853
GEFr.AT	GLOBAL ΑΕΕΧ (ΚΟ)	4,48	1,030	0,38	0,0848
ANDr.AT	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	3,10	0,510	0,25	0,0806
ESKr.AT	F.G. EUROPE (ΚΟ)	2,79	0,280	0,22	0,0789
PLEr.AT	ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING (ΚΟ)	5,76	0,480	0,45	0,0781
MORr.AT	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΚΟ)	15,80	1,400	1,20	0,0759
ALCr.AT	ΝΕΧΑΝΣ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	3,98	0,780	0,30	0,0754
MEDr.AT	MEDICON ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	4,16	0,380	0,30	0,0721
KLEr.AT	KLEEMANN HELLAS (ΚΟ)	4,55	0,910	0,32	0,0703
MTDr.AT	ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ (ΚΟ)	6,40	0,530	0,42	0,0656
PTRr.AT	ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Π. (ΚΟ)	7,70	0,870	0,50	0,0649
MRFr.AT	MARFIN INVESTMENT GROUP (ΚΟ)	5,94	0,829	0,38	0,0640
TELr.AT	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ (ΚΟ)	4,10	0,330	0,25	0,0610
PREr.AT	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΕΑΠ (ΚΟ)	2,14	0,172	0,13	0,0607
NRHr.AT	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	1,01	0,120	0,06	0,0594
EUPr.AT	EUROBANK PROPERTIES (ΚΟ)	9,10	1,480	0,48	0,0527
VOGr.AT	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS (ΚΟ)	3,86	0,350	0,20	0,0518
HEPr.AT	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΛΙΑ (ΚΟ)	11,28	0,920	0,50	0,0443
BOGr.AT	ΕΛΛΑΔΟΣ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	73,60	17,910	3,20	0,0435
KALr.AT	ΚΑΛΠΙΝΗΣ - ΣΙΜΟΣ (ΚΟ)	2,30	0,228	0,10	0,0435
KAR.AT	ΚΑΡΕΛΙΑ ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ (ΚΑ)	60,30	8,030	2,52	0,0418
KEGr.AT	KEGO (ΚΟ)	2,55	0,300	0,10	0,0392
AIUr.AT	ALTIUS ΑΕΕΧ (ΚΟ)	1,86	0,200	0,07	0,0376
KANr.AT	ΚΑΝΑΚΗΣ Σ. (ΚΟ)	2,80	0,224	0,10	0,0357
MYTr.AT	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (ΚΟ)	14,36	1,420	0,51	0,0355

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΤΙΜΗ	EPS	ΜΕΡΙΣΜΑ	M/P
		ΚΛΕΙΣΙΜΑΤΟΣ 31/12/2007	2007	ΧΡΗΣΗΣ 2007	
GEBKA.AT	ΓΕΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ (ΚΑ)	0,86	0,069	0,03	0,0349
MRV.AT	MINERVA (ΚΑ)	3,04	0,297	0,10	0,0329
SFAr.AT	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ (ΚΟ)	8,00	0,690	0,25	0,0313
MDBr.AT	ΒΑΡΒΕΡΗΣ Ν. - MODA BAGNO (ΚΟ)	1,51	0,141	0,04	0,0265
HLSr.AT	ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘ/ΓΕΙΑΙ (ΚΟ)	1,29	0,120	0,03	0,0264
GLXr.AT	ΓΑΛΑΞΙΔΙ (ΚΟ)	1,22	0,130	0,03	0,0246
EPA.AT	ΑΤΤΙΚΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΑ)	5,48	0,580	0,08	0,0146
NCHr.AT	ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ (ΚΟ)	20,40	3,470	0,26	0,0127
BETr.AT	ΒΕΤΑΝΕΤ (ΚΟ)	1,32	0,120	0,02	0,0121
ALAr.AT	ALAPIS (ΚΟ)	2,33	0,190	0,03	0,0107
OLCr.AT	OLYMPIC CATERING (ΚΟ)	2,55	0,500	0,00	0,0000
AGRr.AT	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ (ΚΟ)	3,56	0,510	0,00	0,0000
AGNr.AT	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ (ΚΟ)	6,80	0,570	0,00	0,0000
KEKr.AT	ΚΕΚΡΟΨ (ΚΟ)	15,50	1,362	0,00	0,0000
TCPr.AT	ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ (ΚΟ)	1,08	0,130	0,00	0,0000

(Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών, www.ase.gr)

Μετά και το δεύτερο κριτήριο δεν καταφέρνουν να συνεχίσουν 12 μετοχές, μεταξύ των οποίων η Attica Συμμετοχών, η Αγροτική Ασφαλιστική, ενώ περνάνε 30 μετοχές στο επόμενο κριτήριο μεταξύ των οποίων οι μετοχές της Μότορ Όιλ, της Marfin Investment Group και των Ελληνικών Πετρελαίων.

3ο Κριτήριο

Σύμφωνα με το 3ο κριτήριο αναζητάμε εταιρείες στην οποίες δε θα πληρώσουμε το διπλάσιο της λογιστικής αξίας. Ζητήθηκαν δηλαδή οι εταιρείες με λόγο χρηματιστηριακής προς λογιστικής αξίας μικρότερο του 2. Στον πίνακα 15 που ακολουθεί βλέπουμε τα αποτελέσματα που προκύπτουν.

Πίνακας 15. 3ο Κριτήριο και σύγκριση της χρηματιστηριακής προς την λογιστική αξία

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΤΙΜΗ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	BV	P/BV
		ΚΛΕΙΣΙΜΑΤ ΟΣ 31/12/2007				
KLEr.AT	ΚΛΕΕΜΑΝΝ HELLAS (ΚΟ)	4,55	71.561.880	11.824.350	6,052	0,752
DIAr.AT	ΔΙΑΣ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	1,40	91.730.288	50.220.000	1,827	0,766
ALCr.AT	NEXANS ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	3,98	31.144.000	6.132.500	5,079	0,784
PLEr.AT	ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	5,76	177.418.000	24.260.760	7,313	0,788

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΤΙΜΗ		ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	BV	P/BV
		ΚΛΕΙΣΙΜΑΤ ΟΣ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
		31/12/2007				
AIUr.AT	(ΚΟ) ALTIUS ΑΕΕΧ (ΚΟ)	1,86	12.423.436	5.280.000	2,353	0,791
EUPr.AT	EUROBANK	9,10	700.069.000	61.000.000	11,477	0,793
GEFr.AT	PROPERTIES (ΚΟ) GLOBAL ΑΕΕΧ (ΚΟ)	4,48	90.319.000	16.341.440	5,527	0,811
ANDr.AT	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ	3,10	107.426.001	28.204.690	3,809	0,814
EOLr.AT	(ΚΟ) ΑΙΟΛΙΚΗ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	2,93	37.692.919	11.178.000	3,372	0,869
GKE.AT	ΓΕΚΕ (ΚΑ)	6,92	66.966.977	8.418.750	7,955	0,870
MRV.AT	MINERVA (ΚΑ)	3,04	21.254.000	6.200.000	3,428	0,887
KAR.AT	ΚΑΡΕΛΙΑ ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ	60,30	186.583.000	2.760.600	67,588	0,892
VOGr.AT	(ΚΑ) ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	3,86	24.899.000	6.325.000	3,937	0,981
KALr.AT	SYSTEMS (ΚΟ) ΚΑΛΠΙΝΗΣ - ΣΙΜΟΣ (ΚΟ)	2,30	86.410.670	37.296.000	2,317	0,993
MRFr.AT	MARFIN INVESTMENT GROUP (ΚΟ)	5,94	4.940.585.000	829.993.155	5,953	0,998
PREr.AT	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΕΑΠ (ΚΟ)	2,14	112.688.201	54.888.240	2,053	1,042
MEDr.AT	MEDICON ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	4,16	16.463.037	4.178.856	3,940	1,056
GEVKA.AT	ΓΕΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ (ΚΑ)	0,86	19.111.315	24.060.000	0,794	1,083
PTRr.AT	ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Π. (ΚΟ)	7,70	38.345.293	7.070.400	5,423	1,420
NRHr.AT	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	1,01	19.670.182	27.848.000	0,706	1,430
BOGr.AT	ΕΛΛΑΔΟΣ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	73,60	774.815.862	15.891.909	48,755	1,510
TELr.AT	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ (ΚΟ)	4,10	91.320.334	34.361.250	2,658	1,543
KANr.AT	ΚΑΝΑΚΗΣ Σ. (ΚΟ)	2,80	13.254.322	7.500.000	1,767	1,584
HEPr.AT	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ (ΚΟ)	11,28	2.131.595.000	305.635.185	6,974	1,617
MTDr.AT	ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ (ΚΟ)	6,40	18.397.456	5.130.000	3,586	1,785
KEGr.AT	KEGO (ΚΟ)	2,55	21.125.889	17.340.000	1,218	2,093
MYTr.AT	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (ΚΟ)	14,36	779.851.886	116.898.053	6,671	2,153
SFAr.AT	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ (ΚΟ)	8,00	117.468.726	39.572.400	2,968	2,695
ESKr.AT	F.G. EUROPE (ΚΟ)	2,79	36.638.000	52.800.154	0,694	4,021
MORr.AT	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΚΟ)	15,80	371.533.000	110.782.980	3,354	4,711

(Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών, www.ase.gr)

Μόνο 5 μετοχές, μεταξύ των οποίων η Μυτιληναίος, με το Price/BookValue να διαμορφώνεται στο 2,15 και στο 4,7 για την Μότορ Όιλ, έμειναν έξω και οι υπόλοιπες 25 κατάφεραν να περάσουν με επιτυχία το τεστ, όπως οι μετοχές της Μοτοδυναμικής, της Medicon Ελλάς κλπ. Από αυτές τις 25 μετοχές, οι 15 διαπραγματεύονται με P/BV χαμηλότερο της μονάδας, δηλαδή κάτω από τη

λογιστική τους αξία, όπως η Kleemann Hellas ή η Πειραιώς Leasing, ενώ τέλος οι μετοχές των Πειραιώς ΑΕΕΑΠ, Medicon Ελλάς και Γενική Εμπορίου & Βιομηχανίας διαπραγματεύονται με χρηματιστηριακή αξία 'κοντά' στα ίδια κεφάλαια, με το P/BV να διαμορφώνεται κοντά στην μονάδα.

4ο Κριτήριο

Στο κριτήριο αυτό ο επενδυτής θα χρειαστεί να συγκρίνει ένα μεγάλο αριθμό στοιχείων ώστε να μπορέσει να εξάγει τα τελικά συμπεράσματα για τις μετοχές που θα συνεχίσουν και για όσες δεν θα μπορέσουν ν' ακολουθήσουν μ' επιτυχία την περαιτέρω εξέταση. Σύμφωνα με το 4ο κριτήριο του Buffett θα πρέπει το τρέχον P/E να είναι μικρότερο από το μισό του υψηλότερου P/E που σημείωσε η μετοχή κατά την τελευταία 5ετία. Μετά από ανάλυση των P/Es κατά την χρονική περίοδο 2003-2007 καταλήγουμε στα παρακάτω αποτελέσματα, όπως παραθέτονται στον πίνακα 16.

Πίνακας 16. 4ο Κριτήριο και σύγκριση των P/Es της 5ετίας

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	P/E ΤΡΕΧΟΝ	ΥΨΗΛΟΤΕΡΟ P/E 5ΕΤΙΑΣ	ΥΨΗΛΟΤΕΡΟ P/E 5ΕΤΙΑΣ /2
NRHr.AT	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	8,417	66,400	33,200
TELEr.AT	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ (ΚΟ)	12,424	32,140	16,070
GEBKA.AT	ΓΕΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ (ΚΑ)	12,464	29,560	14,780
PLEr.AT	ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING (ΚΟ)	12,000	24,530	12,265
MRV.AT	MINERVA (ΚΑ)	10,236	23,000	11,500
VOGr.AT	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS (ΚΟ)	11,029	22,110	11,055
GKE.AT	ΓΕΚΕ (ΚΑ)	8,337	21,810	10,905
ALCr.AT	NEXANS ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	5,103	18,660	9,330
ANDr.AT	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	6,078	15,706	7,853
DIAr.AT	ΔΙΑΣ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	4,000	12,220	6,110
GEFr.AT	GLOBAL ΑΕΕΧ (ΚΟ)	4,350	10,140	5,070
EOLr.AT	ΑΙΟΛΙΚΗ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	12,208	22,080	11,040
HEPr.AT	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ (ΚΟ)	12,261	19,660	9,830
KANr.AT	ΚΑΝΑΚΗΣ Σ. (ΚΟ)	12,500	18,910	9,455
PREr.AT	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΕΑΠ (ΚΟ)	12,442	18,600	9,300
MEDr.AT	MEDICON ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	10,947	16,680	8,340
MRFr.AT	MARFIN INVESTMENT GROUP (ΚΟ)	8,510	16,670	8,335
KALr.AT	ΚΑΛΠΙΝΗΣ - ΣΙΜΟΣ (ΚΟ)	10,088	16,400	8,200
MTDr.AT	ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ (ΚΟ)	12,075	14,600	7,300
KAR.AT	ΚΑΡΕΛΙΑ ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ (ΚΑ)	7,509	14,380	7,190
PTRr.AT	ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Π. (ΚΟ)	8,851	11,170	5,585
AIUr.AT	ALTIUS ΑΕΕΧ (ΚΟ)	9,300	10,873	5,437
EUPr.AT	EUROBANK PROPERTIES (ΚΟ)	6,149	10,500	5,250
KLEr.AT	KLEEMANN HELLAS (ΚΟ)	5,000	6,790	3,395
BOGr.AT	ΕΛΛΑΔΟΣ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	4,109	5,900	2,950

(Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών, www.ase.gr)

Μετά την ανάλυση στα ιστορικά στοιχεία των EPs που παρουσίασαν οι μετοχές την πενταετία 2003-2007, οι μετοχές που τελικά θ' απορριφθούν είναι 14, όπως για παράδειγμα η μετοχή της Kleemann Hellas και του Κανάκη Σ. ενώ οι μετοχές της Πειραιώς Leasing, της Minerva και του Δία ΑΕΕΧ πληρούν και αυτό το κριτήριο και παραμένουν στο 'καλάθι' των μετοχών του επενδυτή.

5ο Κριτήριο

Συνεχίζοντας την αξιολόγηση των μετοχών θέλουμε οι εταιρείες να έχουν διπλασιάσει την κερδοφορία τους μέσα στα επόμενα πέντε χρόνια. Λαμβάνοντας

λοιπόν ως γνώμονα τα κέρδη του 2003, πρέπει οι εισηγμένες στο Χ.Α., που έχουν απομείνει μέχρι αυτήν την στιγμή, να έχουν επιτύχει μέχρι το 2007 τουλάχιστον τον διπλασιασμό των κερδών τους. Στους πίνακες 17-18 έχουμε τ' ακόλουθα αποτελέσματα:

Πίνακας 17. 5ο Κριτήριο και σύγκριση κερδών προ φόρων 5ετίας (σε χιλ. ευρώ)

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΚΕΡΔΗ	ΚΕΡΔΗ	ΚΕΡΔΗ	ΚΕΡΔΗ	ΚΕΡΔΗ
		2007	2006	2005	2004	2003
DIAr.AT	ΔΙΑΣ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	17.437	13.912	8.730	2.324	1.361
GEFr.AT	GLOBAL ΑΕΕΧ (ΚΟ)	17.420	7.865	22.974	5.428	2.607
TElr.AT	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ (ΚΟ)	16.105	7.156	6.156	10.391	4.282
ANDr.AT	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	14.720	18.946	16.218	5.856	3.645
GKE.AT	ΓΕΚΕ (ΚΑ)	9.498	3.880	7.623	10.022	3.460
ALCr.AT	NEXANS ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	6.465	2.950	-1.421	-367	858
VOGr.AT	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS (ΚΟ)	3.359	2.723	1.539	2.265	1.298
MRV.AT	MINERVA (ΚΑ)	2.406	1.781	859	1.186	1.201
PLEr.AT	ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING (ΚΟ)	16.764	20.220	16.842	13.090	12.752
NPHr.AT	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	5.050	6.227	5.897	5.225	4.418
GEBKA.AT	ΓΕΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ (ΚΑ)	2.458	2.128	1.820	3.140	2.720

(Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών, www.ase.gr)

Πίνακας 18. 5ο Κριτήριο και σύγκριση κερδών μετά φόρων 5ετίας (σε χιλ. ευρώ)

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΚΕΡΔΗ	ΚΕΡΔΗ	ΚΕΡΔΗ	ΚΕΡΔΗ	ΚΕΡΔΗ
		2007	2006	2005	2004	2003
DIAr.AT	ΔΙΑΣ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	17.014	13.727	8.623	2.231	1.285
GEFr.AT	GLOBAL ΑΕΕΧ (ΚΟ)	16.668	7.145	22.363	5.001	2.374
ANDr.AT	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	14.174	18.600	15.960	5.625	2.493
TElr.AT	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ (ΚΟ)	11.331	4.782	3.695	7.520	2.755
GKE.AT	ΓΕΚΕ (ΚΑ)	7.017	2.734	5.163	6.456	2.177
ALCr.AT	NEXANS ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	4.785	3.001	-1.647	-723	843
VOGr.AT	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS (ΚΟ)	2.245	2.013	903	2.257	1.036
MRV.AT	MINERVA (ΚΑ)	1.842	1.165	697	869	904
PLEr.AT	ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING (ΚΟ)	11.679	14.191	10.797	9.326	8.491
NPHr.AT	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	3.380	4.320	3.937	3.485	2.794
GEBKA.AT	ΓΕΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΟΥ &	1.659	1.484	1.184	2.038	1.810

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΚΕΡΔΗ	ΚΕΡΔΗ	ΚΕΡΔΗ	ΚΕΡΔΗ	ΚΕΡΔΗ
		2007	2006	2005	2004	2003
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ (ΚΑ)						
(Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών, www.ase.gr)						

Παραθέτοντας τα στοιχεία των κερδών των μετοχών προ και μετά φόρων, διαπιστώνουμε ότι και στις δύο περιπτώσεις οι μετοχές που αποκλείονται είναι τρεις, συγκεκριμένα της Πειραιώς Leasing, της Ειδησεοφωνικής Ελλάδος και της Γενικής Εμπορίου & Βιομηχανίας, οι οποίες μέσα στην πενταετία 2003-2007 δεν έχουν καταφέρει ν' αυξήσουν σημαντικά τα κέρδη τους. Οι υπόλοιπες 8 μετοχές συνεχίζουν με επιτυχία με την Δίας ΑΕΕΧ να έχει μία σημαντική αύξηση περίπου 12 φορές στα κέρδη της, και την Global ΑΕΕΧ να έχει περίπου εξαπλασιάσει τα κέρδη της στην πενταετία αυτή.

6ο Κριτήριο

Σε αυτήν την περίπτωση το κυκλοφορούν ενεργητικό των εταιρειών πρέπει να είναι μεγαλύτερο από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους, ή πιο απλά, οι εταιρείες πρέπει ανά πάσα στιγμή να είναι σε θέση να εξοφλήσουν τα βραχυπρόθεσμα χρέη τους. Στον πίνακα 19 που ακολουθεί βλέπουμε τα εξής:

Πίνακας 19. 6ο Κριτήριο και δυνατότητα εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ
		ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ
ANDr.AT	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	114.623.476	7.186.123
	ΑΕΕΧ (ΚΟ)		
GEFr.AT	GLOBAL ΑΕΕΧ (ΚΟ)	95.036.000	4.717.000
DIAr.AT	ΔΙΑΣ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	95.017.922	3.397.204
ALCr.AT	NEXANS ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	58.257.000	41.060.000
MRV.AT	MINERVA (ΚΑ)	21.372.000	12.072.000
VOGr.AT	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS (ΚΟ)	21.217.000	13.204.000
GKE.AT	ΓΕΚΕ (ΚΑ)	19.579.573	3.968.042
TEGr.AT	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ (ΚΟ)	91.924.528	105.138.574

(Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών, www.ase.gr)

Διαπιστώνουμε ότι μόνο μία εταιρεία, η Τηλέτυπος, δεν καταφέρνει να συνεχίσει έχοντας ένα αρνητικό Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης, με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της να βρίσκονται σε υψηλότερα επίπεδα από το

κυκλοφορούν ενεργητικό της εταιρείας, που σημαίνει ότι η συγκεκριμένη εταιρεία δεν κατάφερε να ξεπληρώσει τα βραχυπρόθεσμα χρέη της.

7ο Κριτήριο

Παρακάτω αναλύουμε και με μερικά από τα επιπρόσθετα κριτήρια που ο Warren Buffett θα εξέταζε, κάνοντας ακόμα αυστηρότερη την μεθοδολογία του, προκειμένου να συμπεριλάβει ή όχι μία μετοχή στο χαρτοφυλάκιό του. Σύμφωνα με ένα ακόμα κριτήριο ζητάμε από τις εταιρείες να μην έχουν μείωση κερδών μεγαλύτερη του 5% κατά την τελευταία 5ετία για περισσότερες από δύο φορές.

Πίνακας 20. 7ο Κριτήριο και ποσοστιαία μεταβολή κερδών ανά έτος

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
		ΚΕΡΔΩΝ	ΚΕΡΔΩΝ	ΚΕΡΔΩΝ	ΚΕΡΔΩΝ
		03-04	04-05	05-06	06-07
DIAr.AT	ΔΙΑΣ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	73,55%	286,42%	59,18%	23,95%
GEFr.AT	GLOBAL ΑΕΕΧ (ΚΟ) ALPHA TRUST	110,68%	347,11%	-68,05%	133,28%
ANDr.AT	ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	125,59%	183,72%	16,54%	-23,79%
VOGr.AT	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS (ΚΟ)	117,78%	-59,99%	122,86%	11,53%
MRV.AT	MINERVA (ΚΑ)	-3,87%	-19,79%	67,14%	58,11%
GKE.AT	ΓΕΚΕ (ΚΑ)	196,48%	-20,03%	-47,04%	156,62%
ALCr.AT	NEXANS ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	-185,71%	127,80%	-282,21%	59,45%

(Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών, www.ase.gr)

Εξετάζοντας την πενταετία 2003-2007, οι μετοχές της Γέκε και της Nexans Ελλάς παρουσιάζουν, όπως μπορούμε να δούμε, μία σημαντική μείωση κερδών σε δύο χρονικές περιόδους, γεγονός που τις αποκλείει από την περαιτέρω εξέταση ενώ 5 μετοχές συνεχίζουν.

8ο Κριτήριο

Αν εφαρμόσουμε ένα επιπλέον κριτήριο, το οποίο εξετάζει σε μερικές περιπτώσεις ο Warren Buffett, θα πρέπει τα Ίδια κεφάλαια να είναι μεγαλύτερα από τα ξένα κεφάλαια.

Πίνακας 21. 8ο Κριτήριο και σύγκριση ίδιων προς ξένων κεφαλαίων

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ
ANDr.AT	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	107.426.001,29	7.198.414
DIAr.AT	ΔΙΑΣ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	91.730.287,89	3.397.204
GEFr.AT	GLOBAL ΑΕΕΧ (ΚΟ)	90.319.000,00	4.717.000
VOGr.AT	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS (ΚΟ)	24.899.000,00	19.037.000
MRV.AT	MINERVA (ΚΑ)	21.254.000,00	15.540.000

(Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών, www.ase.gr)

Και οι 5 μετοχές, της Alpha Trust Ανδρομέδα ΑΕΕΧ, του Δία ΑΕΕΧ, της Global ΑΕΕΧ, της Βογιατζόγλου Systems και της Minerva, έχουν θετικό πρόσημο στη διαφορά: Ίδια κεφάλαια - ξένα κεφάλαια με το μέρος της εταιρείας το οποίο ανήκει στους μετόχους να είναι μεγαλύτερο από εκείνο το οποίο ανήκει στους δανειστές της.

9ο Κριτήριο

Τέλος ένα ακόμα κριτήριο που μπορούμε να δούμε για τις εναπομείναντες εισηγμένες στο Χ.Α. είναι το κυκλοφορούν ενεργητικό να είναι μικρότερο από τη χρηματιστηριακή αξία

Πίνακας 22. 9ο Κριτήριο και σύγκριση του κυκλ. ενεργητικού με τη χρηματιστηριακή αξία

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΤΙΜΗ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ	ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ
		ΚΛΕΙΣΙΜΑΤΟΣ 31/12/2007			
VOGr.AT	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS (ΚΟ) ALPHA TRUST	3,86	6.325.000	24.414.500	21.217.000
ANDr.AT	ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	3,1	28.204.690	87.434.539	114.623.476
GEFr.AT	GLOBAL ΑΕΕΧ (ΚΟ)	4,48	16.341.440	73.209.651	95.036.000
DIAr.AT	ΔΙΑΣ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	1,4	50.220.000	70.308.000	95.017.922
MRV.AT	MINERVA (ΚΑ)	3,04	6.200.000	18.848.000	21.372.000

(Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών, www.ase.gr)

Σε αυτήν την περίπτωση βλέπουμε, ότι αν τηρήσουμε αυστηρά την σκληρότερη δοκιμασία στην οποία μπορεί να υποβάλει ο Warren Buffett τις μετοχές του χρηματιστηρίου, απομένει μία μετοχή, αυτή της Βογιατζόγλου Systems, ενώ οι υπόλοιπες τέσσερις μένουν εκτός της τελικής επενδυτικής απόφασης.

4.4 Αποτελέσματα

Αυτό που παρατηρούμε, αν εξαιρέσουμε το 9ο κριτήριο με την εφαρμογή του οποίου απομένει μόνο μία μετοχή και έτσι ανεπιτυχώς το επενδυτικό δείγμα περιορίζεται στο ελάχιστο δυνατό, είναι ότι μέχρι το 7ο και 8ο κριτήριο, μόλις 5 μετοχές του ελληνικού χρηματιστηρίου ικανοποιούν όλα τα κριτήρια που έχει θέσει ο Warren Buffett προκειμένου να εντάξει μία μετοχή στο χαρτοφυλάκιο του.

Η μαζική αυτή αποτυχία οφείλεται κυρίως στο 1^ο κριτήριο καθώς σε αυτό κόπηκαν 266 από τις 308 μετοχές. Γι' αυτό ευθύνονται τα πολύ μικρά έως μηδενικά κέρδη που δηλώνουν οι περισσότερες επιχειρήσεις. Οι 74 μάλιστα από αυτές εμφάνισαν ζημίες για την οικονομική χρήση 2007. Κατά πόσο, βέβαια, τα στοιχεία αυτά είναι αληθή και αντανακλούν την κακή κατάσταση του συνόλου της ελληνικής οικονομίας είναι ένα δυσαναπάντητο ερώτημα. Γιατί δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις επιχειρήσεων που με λογιστικά 'μαγειρέματα' εμφανίζουν μηδενικά κέρδη ή ακόμα και ζημίες προκειμένου να γλιτώσουν τη φορολογία.

Ένας λόγος επίσης του μικρού αριθμού επιτυχόντων μετοχών είναι ότι τα κριτήρια που έχει υιοθετήσει ο Buffett είναι προσαρμοσμένα στην αμερικανική πραγματικότητα. Εκεί, τα μεγέθη των εταιρειών είναι διαφορετικά και ο αριθμός των επιλογών πολλαπλάσιος.

Επιστρέφοντας στους επιτυχόντες της έρευνας αξίζει να σημειωθεί ότι οι τρεις πρώτες από τις πέντε μετοχές, που πέρασαν με επιτυχία όλα τα κριτήρια, ανήκουν στον επενδυτικό κλάδο. Ας δούμε όμως αναλυτικότερα κάποια στοιχεία για τις 5 αυτές επιχειρήσεις που ξεπέρασαν όλες τις δοκιμασίες που τους έθεσε ο Warren Buffett.

Συγκεκριμένα για την Alpha Trust Ανδρομέδα ΑΕΕΧ, τα καθαρά κέρδη της εταιρείας, μετά από φόρους διαμορφώθηκαν στη χρήση του 2007 σε € 14,17 εκατ. έναντι € 18,6 εκατ. το 2006. Το ενεργητικό της Ανδρομέδα στο τέλος της χρήσης 2007 ανήλθε σε € 108,3 εκατ. αυξημένο κατά 14,69% από την αρχή του έτους. Η αύξηση αυτή αποτιμάται ιδιαίτερα θετικά με δεδομένο ότι, σύμφωνα με τα στοιχεία της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, οι αποδόσεις των εταιρειών του κλάδου κυμάνθηκαν από -1,37% έως 22,96%, με τη μεσοσταθμική απόδοση του συνόλου των εταιρειών να διαμορφώνεται σε 15,03%. Η μεταβολή του Γενικού Δείκτη του Χ.Α. την ίδια περίοδο ανήλθε σε 17,86%.

Η εσωτερική αξία της μετοχής της Εταιρίας στο τέλος της χρήσης 2007 διαμορφώθηκε σε € 3,84, με την χρηματιστηριακή τιμή της να ανέρχεται σε € 3,10. Διαπραγματευόταν δηλαδή με discount -19,27%. Το μεσοσταθμικό discount των εταιρειών του κλάδου ανερχόταν στις 31/12/2007 σε -20,49% και όλες οι εισηγμένες στο Χ.Α. Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου διαπραγματεύονταν με discount από -12% έως -25,53% (www.alphatrust.gr, 2008).

Επίσης ειδικότερα εξαιρετική ήταν η πορεία της Εταιρίας ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ. κατά το πρώτο εννεάμηνο του 2007, τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου της οποίας πραγματοποιεί η EFG Eurobank Asset Management Α.Ε.Π.Ε.Υ. και το οποίο αποτελείται κυρίως από μετοχές εταιρειών εισηγμένων στην Ελλάδα και στα Χρηματιστήρια της Βουλγαρίας, της Ρουμανίας, της Σερβίας και της Κύπρου. Σύμφωνα, λοιπόν, με την ανακοίνωση περί σχολιασμού οικονομικών / λογιστικών καταστάσεων, τα κέρδη μετά φόρων παρουσιάζουν εντυπωσιακή αύξηση κατά 196% και ν ανέρχονται στα 16,5 εκατ. ευρώ, από 5,6 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περυσινή περίοδο. Επίσης, σύμφωνα με τα επίσημα στοιχεία του κλάδου των Εταιριών Επενδύσεων που δημοσιεύτηκαν από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών την 28/9/2007, η απόδοση του καθαρού ενεργητικού της ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ. από την αρχή του έτους ήταν η υψηλότερη από τις εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου και έφθανε το 20,45%, ενώ η μετοχή της διαπραγματευόταν με υψηλό discount το οποίο ανερχόταν σε 28,11%. Κατά την ίδια περίοδο, η απόδοση του Γενικού Δείκτη στο Χρηματιστήριο Αθηνών ανήλθε σε 16,60%. Τα παραπάνω αποτελέσματα επιτεύχθηκαν από την πολύ επιτυχημένη διαχείριση του αυξημένου πλέον χαρτοφυλακίου (μετά από την περυσινή αύξηση των κεφαλαίων της

Εταιρίας) από την EFG Eurobank Asset Management A.E.Π.Ε.Υ τόσο στην Ελληνική όσο και στις ξένες αγορές. Ιδιαίτερα εύστοχες από πλευράς αποδόσεων στην Ελληνική αγορά, ήταν οι τοποθετήσεις εκτός του τραπεζικού κλάδου και των δεικτοβαρών μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης, σε μετοχές δυναμικών εταιριών της μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης.

Εξαιρετικές ήταν επίσης και οι αποδόσεις στις επενδύσεις στις ξένες αγορές και κυρίως στην Νοτιοανατολική Ευρώπη, όπου κατά το πρώτο εννεάμηνο του έτους καταγράφηκαν σημαντικά κέρδη από αγοραπωλησίες και αποτίμηση επενδύσεων ύψους 7,8 εκατ. ευρώ. Επισημαίνεται ότι τόσο τα υψηλά αυτά κέρδη όσο και η πολύ καλή εν γένει, πορεία των σχετικών αγορών σε επίπεδο χρηματιστηριακών δεικτών, δικαιώνει πλήρως τη στρατηγική επιλογή για είσοδο σε αυτές.

Αναλυτικά, στο πρώτο εννεάμηνο του 2007, τα κέρδη από αγοραπωλησίες χρεογράφων και παραγώγων της Εταιρίας ανήλθαν σε 2,2 εκατ. ευρώ, έναντι 2,4 εκατ. ευρώ στην ίδια περίοδο του 2006, τα έσοδα του χαρτοφυλακίου από μερίσματα και τόκους σε 1,5 εκατ. ευρώ έναντι 0,8 εκατ. ευρώ στο 2006, ενώ το αποτέλεσμα της αποτίμησης του εμπορικού της χαρτοφυλακίου στις 30/09/2007 ανήλθε σε κέρδος 17,4 εκατ. ευρώ (η συνολική αξία των επενδύσεων σε χρεόγραφα της Εταιρίας ήταν μεγαλύτερη από την αξία κτήσεώς τους κατά το ποσό αυτό), έναντι κέρδους 4,9 εκατ. ευρώ αντίστοιχα στο 2006. Τα κέρδη προ φόρων χρηματοδοτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων ανήλθαν σε 16,8 εκατ. ευρώ έναντι 5,7 εκατ. ευρώ το 2006. Στο ίδιο επίπεδο διαμορφώθηκαν και τα κέρδη προ φόρων (www.diasfund.gr, 2008).

Όσον αφορά τον Όμιλο Βογιατζόγλου Systems AE, σύμφωνα με τις δημοσιευόμενες οικονομικές καταστάσεις 2007, ο Κύκλος Εργασιών του Ομίλου Βογιατζόγλου Systems AE για την χρήση 2007 ανήλθε στα 37.044 χιλ. ευρώ παρουσιάζοντας αύξηση κατά 25,91% σε σχέση με την προηγούμενη χρήση 2006 (29.421 χιλ. ευρώ). Τα Μικτά Κέρδη ανήλθαν στα 14.590 χιλ. ευρώ αυξανόμενα κατά 25,95% έναντι της προηγούμενης χρήσης 2006 (11.584 χιλ. ευρώ). Τα Κέρδη, Προ Φόρων, Χρηματοδοτικών, Επενδυτικών Αποτελεσμάτων και Αποσβέσεων έκλεισαν στα 5.066 χιλ. ευρώ σημειώνοντας αύξηση κατά 25,99% (4.021 χιλ. ευρώ το 2006). Τα Καθαρά Κέρδη προ φόρων έφθασαν τα 3.205 χιλ.

ευρώ αυξημένα κατά 24,42% (2.576 χιλ. ευρώ το 2006), ενώ τα Καθαρά Κέρδη μετά τα δικαιώματα μειοψηφίας και την πρόβλεψη για φόρους εισοδήματος του Ομίλου, έκλεισαν στα 2.033 χιλ. ευρώ, αυξημένα κατά 2,88%. Τέλος τα Ίδια Κεφάλαια του Ομίλου, βάσει των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, διαμορφώθηκαν σε 25.449 χιλ. Ευρώ έναντι 24.065 χιλ. Ευρώ του 2006. Επίσης βελτιώθηκε ο Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων κατά 17%, δηλαδή από 10,70% το 2006 σε 12,59% το 2007 (www.voyatzoglou.gr, 2008).

Οι Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις της Global AEEEX είναι διαθέσιμες στην ιστοσελίδα της εταιρίας με διεύθυνση www.globalneweurope.gr και σύμφωνα με αυτές τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους της Global AEEEX στις 31 Δεκεμβρίου 2007 παρουσίασαν αύξηση 133,27% και ανήλθαν σε 16,67 εκατ. ευρώ έναντι 7,15 ευρώ εκατ. κατά την προηγούμενη χρήση 2006. Το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας κατά τη συνεδρίασή του της 14ης Μαρτίου 2008, ενέκρινε τις οικονομικές καταστάσεις της 6ης εταιρικής χρήσης 2007 και πρότεινε μέρισμα χρήσης 2007 0,38 ευρώ το οποίο αντιστοιχεί σε μερισματική απόδοση 10% με βάση το κλείσιμο της 14/3/2007 και 8,5% με βάση το κλείσιμο της 31/12/2007. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι το 2007 ήταν μια χρονιά έντονων αντιθέσεων και διακυμάνσεων για τις παγκόσμιες μετοχικές αγορές. Η υπέρμετρη αισιοδοξία σχετικά με την δυναμική της Αμερικανικής οικονομίας και οι ισχυροί ρυθμοί ανάπτυξης τόσο στις Αναδυόμενες αγορές όσο και στην Ευρώπη ώθησαν πολλά από τα χρηματιστήρια της περιοχής μας σε νέα ιστορικά υψηλά. Η μεγάλη άνοδος της κερδοφορίας της εταιρίας σε σχέση με την προηγούμενη χρήση 2006, οφείλεται κατά κύριο λόγο στην ικανοποιητική πορεία των αγορών που δραστηριοποιείται η εταιρεία και ιδιαίτερα των αγορών της Τουρκίας και της Αιγύπτου.

Ο κύκλος εργασιών της εταιρίας στις 31/12/2007 παρουσίασε αύξηση 88% σε σχέση με τον κύκλο εργασιών της αντίστοιχης περιόδου το 2006 και ανήλθε σε 25,4 εκατ. ευρώ έναντι 13,5 εκατ. ευρώ στις 31/12/2006. Τα Κέρδη προ φόρων παρουσίασαν αύξηση 122% και ανήλθαν σε Ευρώ 17,4 εκατ. στις 31/12/2007 έναντι Ευρώ 7,9 εκατ. στις 31/12/2006. Η καθαρή θέση της εταιρίας ανήλθε στις 31/12/2007 σε 90,3 εκατ. ευρώ από 81,2 ευρώ στην αρχή της περιόδου (1/1/2007). Να σημειωθεί ότι η Εταιρία διένειμε στους μετόχους της κατά το

πρώτο εξάμηνο του 2007 μέρισμα ποσού Ευρώ 4,9 εκατ. το οποίο αντιστοιχεί σε 0,30 ευρώ ανά μετοχή. Επίσης σύμφωνα με το άρθρο 16 του Ν.2190/1920 όπως ισχύει, και βάσει σχετικών αποφάσεων της Ετήσιας Τακτικής Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων της 11ης Μαΐου 2007 και του Διοικητικού της Συμβουλίου (συνεδρίαση 18ης Μαΐου 2007), η εταιρία προέβη σε αγορά ιδίων μετοχών κατά την περίοδο από 29/05-31/12/2007. Στις 31 Δεκεμβρίου 2007 η εταιρία κατείχε 642.308 ίδιες μετοχές, με κόστος κτήσης 2,7 εκ. ευρώ, που αντιστοιχούν στο 3,93% του μετοχικού κεφαλαίου. Η εσωτερική αξία της μετοχής στις 31/12/2007 ανήλθε σε 5,69 ευρώ παρουσιάζοντας απόδοση εσωτερικής αξίας από την αρχή του έτους 21,26% (www.globalneweurope.gr, 2008).

Συνεχίστηκε η ιδιαίτερα θετική πορεία των οικονομικών μεγεθών της εταιρείας Minerva για το 2007, σε ενοποιημένο και σε εταιρικό επίπεδο, παρουσιάζοντας σημαντική αύξηση συγκριτικά με τα αυτά μεγέθη του προηγούμενου έτους, το αντίστοιχο διάστημα. Η υψηλή ποιότητα, το μοντέρνο design των νέων συλλογών των προϊόντων και η αποδοχή που έτυχαν από το καταναλωτικό κοινό αποτυπώθηκε στα οικονομικά μεγέθη τα σημαντικότερα των οποίων καταγράφονται ακόλουθα. Ειδικότερα τα βασικά οικονομικά μεγέθη σε ενοποιημένο επίπεδο, το τρίτο τρίμηνο του 2007 συγκριτικά με το τρίτο τρίμηνο του 2006, παρουσιάζουν την εξέλιξη :

Κύκλος Εργασιών, ανήλθε στο ποσό των 21,4 εκατ. ευρώ έναντι 17,6 εκατ. ευρώ, καταγράφοντας αύξηση της τάξεως του 21,8%. Κέρδη προ τόκων φόρων και αποσβέσεων (EBITDA), αντίστοιχα ανήλθαν σε 2,6 εκατ. Ευρώ, έναντι 1,7, αύξηση 49,4%.

Κέρδη προ Φόρων 2,1 εκατ. Ευρώ έναντι 1,4 εκατ. ευρώ, αύξηση 52,1%. Τέλος, Κέρδη μετά από φόρους 1,8 εκατ. ευρώ έναντι 1,1 εκατ. ευρώ σημειώνοντας αύξηση 57,6%. Αντίστοιχα το τρίτο τρίμηνο του 2007 συγκριτικά με το τρίτο τρίμηνο του 2006, τα βασικά οικονομικά μεγέθη σε επίπεδο της μητρικής εταιρείας, καταγράφουν τις ακόλουθες αυξήσεις :

- Κύκλος Εργασιών 18,9 εκατ. Ευρώ έναντι 15,7 εκατ. ευρώ, ποσοστιαία αύξηση 20,0%

- Κέρδη προ τόκων φόρων και αποσβέσεων (EBITDA) 2,3 εκατ. ευρώ έναντι 1,6 εκατ. ευρώ, ποσοστιαία αύξηση 46,6%
- Κέρδη προ Φόρων 2,0 εκατ. ευρώ έναντι 1,3 εκατ. ευρώ, ποσοστιαία αύξηση 50,1%
- Και τέλος τα Κέρδη μετά από φόρους 1,7 εκατ. ευρώ από 1,1 εκατ. ευρώ, ποσοστιαία αύξηση 57,1% (ir.minerva.gr, 2007).

4.5 Συμπεράσματα

Σκοπός της μελέτης αυτής ήταν η ανάλυση της επενδυτικής μεθοδολογίας του Warren Buffett και η εφαρμογή των κριτηρίων του στις μετοχές του Ελληνικού Χρηματιστηρίου.

Σχεδόν 10 χρόνια μετά από το ιστορικό υψηλό του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) και η Οδός Σοφοκλέους προσπαθεί ακόμα να συνέλθει. Το οικονομικό και το κοινωνικό κόστος από την πτώση του Χ.Α.Α. ήταν πολύ μεγαλύτερα από τις αντίστοιχες επιπτώσεις σε οργανωμένες αγορές με τον εγκλωβισμό των επενδυτών σε τίτλους χωρίς χρηματοοικονομικό υπόβαθρο και μέλλον. Το σημαντικότερο πρόβλημα που εντοπίζουμε μετά την εκπληκτική - από όλες τις πλευρές – εμπειρία, είναι η έλλειψη επενδυτικής παιδείας των συμμετεχόντων στην αγορά οι οποίοι βλέπουν το χρηματιστήριο περισσότερο σαν χώρο τζόγου παρά σαν μια επενδυτική ευκαιρία να γίνουν μακροπρόθεσμοι μέτοχοι κερδοφόρων επιχειρήσεων.

Σήμερα, η Ελληνική αγορά μετοχών αποκαλείται μεν (και μάλλον τυπικά) 'ανεπτυγμένη', αλλά η πτώση των κεφαλαιοποιήσεων έχει οδηγήσει στο φαινόμενο του μαζικού παραμερισμού των Ελληνικών μετοχών από τους διεθνείς χρηματιστηριακούς δείκτες και από τα αντίστοιχα ξένα θεσμικά χαρτοφυλάκια.

Σ' αυτό το ακατάλληλο ακόμα επενδυτικό κλίμα να δεχτεί τις απόψεις του μεγαλύτερου επενδυτή στον κόσμο, του Warren Buffet, δημιουργήσαμε ένα δυνητικό χαρτοφυλάκιο για τον Έλληνα επενδυτή το οποίο θα μπορούσε να θεωρηθεί ιδανικό από τον ίδιο τον Buffett, καθώς εκπληρώνει κάθε του δοκιμασία.

Η υιοθέτηση, βέβαια, συγκεκριμένων κριτηρίων μπορεί να εξαιρέσει μετοχές με πραγματική αξία από ένα χαρτοφυλάκιο. Ουδείς, επίσης, μπορεί να αποκλείσει μια άστοχη επιλογή ελέω... στατιστικού λάθους. Είναι χρήσιμο, όμως, να 'αντιγράψουμε' τις επενδυτικές μεθόδους που αποδείχτηκαν επιτυχημένες στο παρελθόν όπως αυτές του Warren Buffett, που είναι ίσως ο πιο πετυχημένος επενδυτής στον κόσμο με ιστορία περίπου 35 ετών. Αξιολογεί τις μετοχές με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη τους, αναζητώντας στη χρηματιστηριακή επένδυσή του αξία η οποία δεν έχει ενσωματωθεί στην τιμή της μετοχής.

Αυτό που ο ίδιος ο Warren Buffett διδάσκει μέσα από την επενδυτική φιλοσοφία του είναι πως το ρίσκο προέρχεται από το να μην ξέρεις τι κάνεις. Συνεπώς αυτό που απαιτείται για την ανάληψη επενδυτικών αποφάσεων είναι κατά κύριο λόγο η καλή γνώση και η εμπειριστατωμένη μελέτη που θα προφυλάξουν τον επενδυτή από κινδύνους και θα τον οδηγήσουν σε μια σταθερή επενδυτική συμπεριφορά.

ΠΗΓΕΣ

Ελληνική Και Ξένη Βιβλιογραφία

1. Andrew Kilpatrick, (January 12, 1995) 'Warren Buffett: The Good Guy of Wall Street', Plume
2. Andrew Kilpatrick, (2004), 'Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett', Birmingham, AL: AKPE
3. Benjamin Graham and Jason Zweig, (2003), 'The Intelligent Investor', (Revised 1973 edition) HarperBusiness Essentials
4. John Train, (September 1, 1994), 'The Money Masters', HarperBusiness
5. James O'Loughlin, (2002), 'The Real Warren Buffett, Managing Capital, Leading People'
6. Mark Tier, (March 3, 2006), 'Winning Investment Habits of Warren Buffett and George Soros', St. Martin's Griffin
7. Mary Buffett, David Clark, (September 1, 2002), 'The New Buffettology: How Warren Buffett Got and Stayed Rich in Markets Like This and How You Can Too!', Simon & Schuster
8. Peter L. Bernstein, (May 4, 2007), 'Capital Ideas Evolving', Wiley; 2nd edition
9. Robert G. Hagstrom, (March 1997), 'The Warren Buffett Way: Investment Strategies of the World's Greatest Investor', John Wiley & Sons, Inc.
10. Robert G. Hagstrom, (1999), 'The Warren Buffett Portfolio, Mastering the Power of the Focus Investment Strategy', John Wiley & Sons, Inc.
11. Robert G. Hagstrom, (2005), 'The Warren Buffet Way', John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey

12. Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης, (Μάιος 2003), 'Ανάλυση Κύκλου Εργασιών/ Καταμερισμός Πωλήσεων', Investment Research & Analysis Journal
13. Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης, (Απρίλιος 2005), 'Valuation & Research Specialists' ("VRS") Investment Research & Analysis Journal - www.iraj.gr, Value Invest - www.valueinvest.gr
14. Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης, (Απρίλιος 2007), 'Ο δείκτης Price Earnings Growth (P.E.G.)', Investment Research & Analysis Journal
15. Άρθρο, Anderson G. J., (1983), 'The Internal Financing Decisions of the Industrial and Commercial Sector: A Reappraisal of the Lintner Model of Dividend Disbursements', *Economica*, ideas.repec.org
16. Άρθρο, Benjamin Graham, (September 20, 1976), 'The Simplest Way to Select Bargain Stocks', *Medical Economics*, quoted in www.gurufocus.com
17. Άρθρο, Carol J. Loomis, (April 11, 1988), 'The Inside Story of Warren Buffett', *Fortune*, money.cnn.com
18. Άρθρο, Jim Rasmussen, (January 2, 1994), 'Buffett Talks Strategy with Students', *Omaha World- Herald*
19. Άρθρο, John Reese, (August 22, 2008), 'How Warren Buffett picks a winner', *Globes*, www.globes.co.il
20. Άρθρο, Robert Lenzner, (October 18, 1993), 'Warren Buffett's Idea of Heaven: 'I Don't Have to Work with People I Don't Like'', *Forbes* 400
21. Άρθρο, Steve Christ, (February 14th, 2008), 'The Warren Buffett Investment Principles', www.wealthdaily.com
22. Άρθρο, Titman, (March 1, 1984), 'The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision', *Journal of Financial Economics*
23. Άρθρο, Warren Buffett, (May 17, 1984), 'The Superinvestors of Graham-and-Doddsville', www.tilsonfunds.com
24. Άρθρο, (2003), 'Buffett on stocks, junk, time bombs', money.cnn.com

25. Άρθρο, (October 16, 2006), 'How To Think Like Warren Buffett', www.finance-weblog.com
26. Άρθρο, 'The Sage of Omaha', www.moneypore.com
27. Άρθρο, (Σεπτέμβριος 2004), 'Warren Buffett's wallet: 10 investment secrets Financial Planning', www.moneymanagement.com.au
28. Άρθρο, (March 28, 2005), 'The Best Advice I Ever Got' , Fortune Magazine
29. Άρθρο Γιώργου Ι. Κωστούλα, (05/02/2008), 'Buffett;... Ποιος Buffett;', www.capital.gr
30. Άρθρο. Έφη Ρουτζάκη - Γιώργος Φλώκας, 'Warren Buffett: Ο αυτοδημιούργητος μάγος', www.in2life.gr
31. Άρθρο, Θάνος Τσίρος, (21/10/2001), 'Ποιες μετοχές της Σοφοκλέους θα διάλεγε ο Buffet', Ελευθεροτυπία, ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ, (www.enet.gr)
32. Warren E. Buffett, (1960), Letter to Berkshire Hathaway shareholders Inc.
33. Warren E. Buffett, (1961), Letter to Berkshire Hathaway shareholders Inc.
34. Warren E. Buffett, (1977), Letter to Berkshire Hathaway shareholders Inc.
35. Warren E. Buffett, (1982), Letter to Berkshire Hathaway shareholders Inc.
36. Warren E. Buffett, (1983), Letter to Berkshire Hathaway shareholders Inc.
37. Warren E. Buffett, (1984), Letter to Berkshire Hathaway shareholders Inc.
38. Warren E. Buffett, (1986), Letter to Berkshire Hathaway shareholders Inc.
39. Warren E. Buffett, (1987), Letter to Berkshire Hathaway shareholders Inc.
40. Warren E. Buffett, (1989), Letter to Berkshire Hathaway shareholders Inc.
41. Warren E. Buffett, (1992), Letter to Berkshire Hathaway shareholders Inc.
42. Warren E. Buffett, (1993), Letter to Berkshire Hathaway shareholders Inc.
43. Warren E. Buffett, (1995), Letter to Berkshire Hathaway shareholders Inc.

44. Warren E. Buffett, (1996), Letter to Berkshire Hathaway shareholders Inc.
45. Warren E. Buffett, (1997), Letter to Berkshire Hathaway shareholders Inc.
46. Berkshire Hathaway Annual Meeting, May 5, 1997, quoted in money.cnn.com
47. Berkshire Hathaway Annual Meeting, May 2-4, 1998, quoted in money.cnn.com
48. Financial World, June 13, 1984, quoted in en.wikiquote.org

Σελίδες Στο Διαδίκτυο

1. www.gurufocus.com
2. www.123helpme.com
3. www.moneychimp.com
4. www.moneymanagement.com.au
5. www.finance-weblog.com
6. en.wikipedia.org
7. www.investopedia.com
8. beginnersinvest.about.com
9. www.imerisia.gr
10. www.buffettsecrets.com
11. www.ase.gr
12. www.valueline.com
13. ir.minerva.gr
14. www.globalneweurope.gr

15. www.voyatzoglou.gr

16. www.diasfund.gr

17. www.alphatrust.gr