



Π.Μ.Σ Στρατηγικής Διοικητικής Λογιστικής και
Χρηματοοικονομικής Διοίκησης

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕ ΤΑ
ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΤΟΥ WILLIAM BUFFET

της

ΑΓΓΕΛΙΔΟΥ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ mas 16018

Επιβλέπων Καθηγητής: ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΣ ΣΥΜΕΩΝ

Νοέμβριος 2017

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη.....	Σελ. 5
Summary.....	Σελ. 6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο	
ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	Σελ.7
1.1 Περιγραφή και στόχος της Θεμελιώδους Ανάλυσης.....	Σελ. 7
1.2 Ανάλυση της οικονομίας.....	Σελ. 8
1.3 Ανάλυση κλάδου.....	Σελ. 9
1.4 Ανάλυση εταιρείας.....	Σελ.10
1.5 Κριτική Θεμελιώδους Ανάλυσης.....	Σελ.11
1.6 Η Θεμελιώδης Ανάλυση & το Χρηματιστήριο.....	Σελ.12
1.7 Αριθμοδείκτες.....	Σελ. 13
1.7.1Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.....	Σελ.14
Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας.....	Σελ.14
Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας.....	Σελ.15
Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας.....	Σελ.15
1.7.2Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας ή Κυκλοφοριακής Ταχύτητας.....	Σελ.16
Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων....	Σελ.16
Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Είσπραξης	
Απαιτήσεων.....	Σελ.17
Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Καθαρού	
Κεφαλαίου Κίνησης.....	Σελ.18

1.7.3 Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης.....	Σελ. 19
Αριθμοδείκτης Κεφαλαιακής Διάρθρωσης.....	Σελ.19
Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Ενεργητικού.....	Σελ.20
1.7.4 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας.....	Σελ.20
Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους.....	Σελ.20
Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους.....	Σελ.21
Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων DuPont.....	Σελ.22
Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Συνολικών Κεφαλαίων.....	Σελ.23
Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Λειτουργικής Ταμειακής Ροής.....	Σελ.23
Αριθμοδείκτης Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους.....	Σελ.24
1.7.5 Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες.....	Σελ. 25
Κέρδη Ανά Μετοχή.....	Σελ.26
Μέρισμα Ανά Μετοχή.....	Σελ.27
Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών.....	Σελ.27
Ο λόγος τιμής μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή P/E.....	Σελ.28
Χρησιμότητα & ερμηνεία του δείκτη P/E.....	Σελ.29
Τάσεις δείκτη P/E.....	Σελ.30
Μειονεκτήματα του δείκτη P/E.....	Σελ.31
Μερισματική απόδοση.....	Σελ.33
Η σχέση τιμή προς τη λογιστική αξία P/BV.....	Σελ.34
Ο δείκτης Price Earning Growth "P.E.G".....	Σελ.36

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

WARREN BUFFET

2.1 Βιογραφία Warren Buffet.....	Σελ. 38
2.2 Βασικές αρχές του Warren Buffet.....	Σελ. 40
2.3 Τα κριτήρια αξιολόγησης μετοχών σύμφωνα με τον Warren Buffet.....	Σελ. 44

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ WARREN BUFFET

Εφαρμογή 1 ^{ου} κριτηρίου επιλογής.....	Σελ.50
Εφαρμογή 2 ^{ου} κριτηρίου επιλογής.....	Σελ.53
Εφαρμογή 3 ^{ου} κριτηρίου επιλογής.....	Σελ.54
Εφαρμογή 4 ^{ου} κριτηρίου επιλογής.....	Σελ.55
Εφαρμογή 5 ^{ου} κριτηρίου επιλογής.....	Σελ.56
Εφαρμογή 6 ^{ου} κριτηρίου επιλογής.....	Σελ.57
Συμπεράσματα Μελέτης.....	Σελ.58
Βιβλιογραφία.....	Σελ.60

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Το αντικείμενο της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η παρουσίαση και η αξιολόγηση της θεμελιώδους ανάλυσης και την εφαρμογή των κριτηρίων αξιολόγησης του Warren Buffet με σκοπό την επιλογή μετοχών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών για την περίοδο 2012-2016. Για την εφαρμογή των κριτηρίων αυτών επιλέχτηκαν 9 υπέρ-κλάδοι του Ελληνικού Χρηματιστηρίου, οι οποίοι είναι του εμπορίου, του πετρέλαιο & αερίου, των πρώτων υλών, των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας, των χημικών, των προσωπικών και οικιακών αγαθών, των τηλεπικοινωνιών και τέλος των βιομηχανικών προϊόντων και υπηρεσιών για συνολικά 89 εταιρείες.

Η θεμελιώδης ανάλυση είναι μια μέθοδος επιλογής μετοχών, που στηρίζεται στη μελέτη της γενικής κατάστασης της οικονομίας μιας χώρας, των συνθηκών που επικρατούν στους διάφορους κλάδους της οικονομίας, της οικονομικής κατάστασης (ισολογισμοί) και της διοίκησης μιας εταιρείας. Οι υποθέσεις αυτής της μεθόδου επιλογής μετοχών θα καταφέρουν να μας οδηγήσουν σε μια αντικειμενική εκτίμηση των μετοχών η οποία τελικά θα επιτευχθεί μέσω της σύγκρισης αυτών με βάση θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη.

Σε επόμενο κεφάλαιο θα γίνει λόγος για τον πλουσιότερο άνθρωπο αλλά κυρίως για τον διασημότερο επενδυτή του κόσμου Warren Buffett, ο οποίος είναι λάτρης της συγκεκριμένης μεθόδου που αναλύεται. Αφού σπούδασε οικονομικά στο Πανεπιστήμιο της Κολούμπια, ίδρυσε την πρώτη επενδυτική εταιρεία του το 1956, η οποία απέφερε τριπλάσια απόδοση από τη μέση απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς. 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.

Αν και τα κριτήρια του Warren Buffett για την αξιολόγηση της δυναμικής στην μελλοντική απόδοση μετοχών έχουν ένα αφηρημένο, εμπειρικό χαρακτήρα η χρήση τους αποδείχτηκε μέσα στο χρόνο αρκετά ακριβής και κερδοφόρα σε μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις χαρτοφυλακίων γεγονός που έκανε και τον εμπνευστή τους έναν από τους πλουσιότερους ανθρώπους του κόσμου αλλά και έναν αδιαφιλονίκητα αναγνωρισμένο επιτυχημένο επενδυτή.

SUMMARY

The subject of this thesis is the presentation and evaluation of the fundamental analysis and the application of the Warren Buffet evaluation criteria for the selection of shares listed on the Athens Stock Exchange for the period 2010-2016. For the application of these criteria, 9 departments of the Hellenic Stock Exchange were selected, which are the trade, oil & gas, raw materials, financial services, social value services, chemicals, personal and household goods, telecoms and finally industrial products and services for a total of 89 companies

Fundamental analysis is a method of stock selection, based on the study of the general economic situation of a country, the conditions prevailing in the various departments of the economy, the financial situation (balance sheets) and the management of a company. The assumptions of this stock selection method will be able to lead us to an objective estimate of the shares that will ultimately be achieved by comparing them based on fundamental financial figures.

In a following chapter we will talk about the richest man but mainly about the world's most famous investor, Warren Buffett, who is fond of the particular method being analyzed. After studying economics at Columbia University, he founded his first investment firm in 1956, which yielded three times the average return on the stock market. Known to the global investment community as one of the few who manage and predict and make many profits from currency exchange rates, Warren Buffett and his investment vehicle, Berkshire Hathaway, are a legend. Investors would love to know the secret of their success and many books and articles have been developed to analyze its investment philosophy and criteria for its stock selection. Warren Buffett himself from time to time gives some insight into his investment

principles in his annual letters to Berkshire Hathaway shareholders, but sometimes also in the media.

Although Warren Buffett's criteria for evaluating the potential for future share yields have an abstract, empirical character, their use has proven to be fairly accurate and profitable over the long term portfolio placements, making it one of the richest people in the world and an undoubtedly recognized successful investor.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ

1.1 Περιγραφή και στόχος της θεμελιώδους ανάλυσης

Η θεμελιώδης ανάλυση είναι μια μέθοδος επιλογής μετοχών που στηρίζεται στη μελέτη των εξής παραμέτρων:

- a) στην γενική κατάσταση της οικονομίας μιας χώρας στα πλαίσια της οποίας λειτουργεί η επιχείρηση της οποίας η μετοχή εξετάζεται,
- b) των συνθηκών που επικρατούν στους διάφορους κλάδους της οικονομίας όπου ανήκει η επιχείρηση,
- c) και τέλος της οικονομικής κατάστασης και της διοίκησης μιας εταιρείας.

Η μέθοδος ανάλυσης αυτής είναι γνωστή και ως μέθοδος «από πάνω προς τα κάτω» (top-down approach).¹

Στην ανάλυση αυτή υπερισχύει η άποψη ότι η αξία μιας μετοχής θα εξαρτάται από τη γενικότερη πορεία της οικονομίας, την ιδιαίτερη πορεία και κατάσταση που βρίσκεται ο κλάδος της εταιρείας και συγχρόνως την κατάσταση της ίδιας της εταιρείας, όσον αφορά την κερδοφορία της και τα έσοδα της σε σχέση με τις υποχρεώσεις της.

¹ Αθανάσιος Γ.Νούλας, "Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου" (2016)

Ο στόχος της μεθοδολογίας η οποία ακολουθείται στην θεμελιώδη ανάλυση είναι ο επενδυτής να προχωρήσει στην αντικειμενική επιλογή μετοχών προσδιορίζοντας την πραγματική εσωτερική αξία της υπό εξέτασης μετοχής. Η εύρεση της πραγματικής αξίας της μετοχής κρίνεται απαραίτητη μιας και η αγοραία τιμή της δεν αντανακλά πλήρως την αξία αυτής υποτιμώντας την ή υπερτιμώντας την ανάλογα. Κάθε εταιρεία που οι μετοχές της διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο είναι υποχρεωμένη από το νόμο να δημοσιεύει περιοδικά τους ισολογισμούς της, έτσι ώστε να δίνεται η δυνατότητα στους επενδυτές να την αποτιμούν μέσα από την ανάλυση των στοιχείων αυτών.

Η διαδικασία που ακολουθείται πολλές φορές αποθαρρύνει τους επενδυτές να την ακολουθήσουν λόγω του μεγάλου όγκου πληροφοριών που απαιτείται να συλλέξουν, της μεγάλης χρονικής διάρκειας που σπαταλείται για την εξαγωγή συμπερασμάτων αλλά και της επικινδυνότητας λάθος πρόβλεψης λόγω παραγόντων που δεν μπορούμε να λάβουμε υπόψη μας στη μελέτη όπως πχ έκτακτες μελλοντικές αποφάσεις της διοίκησης των μετόχων της επιχείρησης οι οποίες επηρεάζουν την πορεία της.

1.2 Ανάλυση της οικονομίας

Στο πρώτο στάδιο της θεμελιώδους ανάλυσης γίνεται αξιολόγηση της οικονομίας τόσο στα πλαίσια του Ελλαδικού χώρου αλλά και παγκοσμίως. Τα στοιχεία στα οποία γίνεται μελέτη για την οικονομία είναι μακροοικονομικά μεγέθη και δείκτες τα οποία επηρεάζουν άμεσα ή έμμεσα την πορεία των αγορών.

Τέτοια μεγέθη είναι το Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν, ο πληθωρισμός, το δημόσιο έλλειμμα, οι δημόσιες και ιδιωτικές επενδύσεις, το δημόσιο χρέος, τα επιτόκια, ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής, ο δείκτης μεταποιητικής παραγωγής, ο δείκτης απασχόλησης, ο δείκτης ανεργίας, ο δείκτης κόστους εργασίας, ο δείκτης παραγωγικότητας κ.ά.

Η συμπεριφορά των δεικτών κρίνεται από τα σημαντικότερα στοιχεία που βοηθούν τους αναλυτές να καταλάβουν πως τα μεγέθη αυτών μπορούν να

επηρεάσουν τα οικονομικά στοιχεία μιας επιχείρησης και να προβλέψουν πως μελλοντικά θα μεταβληθούν.

Καίριο σημείο σε αυτή τη φάση της έρευνας είναι η εύρεση της θέσης των δεικτών σε σχέση με τις φάσεις του οικονομικού κύκλου, δηλαδή ποιοι δείκτες έπονται, συμπίπτουν ή προηγούνται από κάθε φάση οικονομικού κύκλου για να είμαστε σε θέση να πάρουμε τις σωστότερες επενδυτικές αποφάσεις.

1.3 Ανάλυση του κλάδου

Στο δεύτερο στάδιο γίνεται η ανάλυση του κλάδου η οποία είναι πιο ιδιαίτερη, εφόσον ο κάθε κλάδος έχει τα δικά του χαρακτηριστικά στοιχεία μελέτης. Εξετάζεται εξονυχιστικά ο κλάδος, όσον αφορά τις επιδράσεις του στην εταιρεία, συγκρίνονται με τους μέσους όρους του κλάδου οι χρηματοοικονομικοί αλλά και άλλοι δείκτες των επιδόσεων της εταιρείας. Εξετάζονται οι προοπτικές του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρεία, οι κυριότεροι παράγοντες που επηρεάζουν τη λειτουργία του, ο ανταγωνισμός και το πόσο σημαντική είναι η συγκεκριμένη εταιρεία μέσα στον κλάδο σχετικά με τον όγκο πωλήσεων και την τιμολογιακή πολιτική. Επίσης μεγάλης σημασίας είναι η συμπεριφορά του κάθε κλάδου ανάλογα με τις διάφορες φάσεις του οικονομικού κύκλου. Τα βασικά ερωτήματα που εγείρονται στην μελέτη αυτή είναι τα παρακάτω:

- Ποιες οι μελλοντικές προοπτικές του κλάδου;
- Ποιοι είναι οι βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν την πορεία και την εξέλιξη του κλάδου;
- Σε ποια φάση του οικονομικού κύκλου είναι βρισκείται ο κλάδος;
- Ποιο είναι το μερίδιο αγοράς της εταιρείας στον κλάδο που ανήκει;
- Από πόσες εταιρείες αποτελείται ο κλάδος και ποιος ο ανταγωνισμός μεταξύ τους; έχουμε φαινόμενα ολιγοπωλίου ή μονοπωλίου;
- Ποιος ο βαθμός δυσκολίας εισόδου ή εξόδου μιας εταιρείας από τον κλάδο;²

² Αθανάσιος Γ.Νούλας, "Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου" (2016)

1.4 Ανάλυση της εταιρείας

Στο τρίτο και τελευταίο στάδιο μελέτης βρίσκεται και η πιο λεπτομερής ανάλυση που σχετίζεται με την ίδια την εταιρία. Το στάδιο αυτό είναι το πιο κοπιαστικό και χρονοβόρο γιατί είναι απαραίτητο να γίνει συλλογή πολλών δεδομένων για την εταιρεία σε βάθος χρόνου ώστε να μπορέσει να αποτυπωθεί μια διαχρονική εικόνα για την εξέλιξη των μεγεθών της. Τα βασικά σημεία της εταιρείας στα οποία γίνεται μελέτη παρατίθενται αναλυτικά παρακάτω:

- Τα οικονομικά μεγέθη των τελευταίων 5 ετών μέσω των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας.
- Η ικανότητα και αξιοπιστία της διοίκησης της εταιρείας
- Η θέση την οποία κατέχει η εταιρεία μέσα στον κλάδο όπου δραστηριοποιείται (αποτελεί σημαντικό ανταγωνιστή του κλάδου, έχει μεγάλο όγκο πωλήσεων, η τιμολογιακή της πολιτική επηρεάζει τον κλάδο)
- Η ρευστότητα της εταιρείας
- Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας
- Η ανάπτυξη της εταιρείας τα τελευταία χρόνια (είναι δυναμική ή όχι)
- Το πόσο καλές προβλέψεις έχει κάνει η εταιρεία και σε πιο βαθμό οι προβλέψεις της είναι ρεαλιστικές
- Η μακροχρόνια χρηματιστηριακή συμπεριφορά της εταιρείας που φαίνεται από την πορεία της μετοχής
- Η πορεία της μετοχής σε σχέση με τη πορεία των μετοχών εταιριών του ίδιου κλάδου
- Η εμπορευσιμότητα της μετοχής
- Η σημερινή τιμή της μετοχής και ο συσχετισμός της με την υψηλότερη και με την χαμηλότερη τιμή που εμφάνισε ποτέ
- Η μερισματική πολιτική της εταιρείας
- Η σχέση του λόγου τιμής προς κέρδη (p/e) σε σχέση με τις άλλες εταιρίες του κλάδου.³

³ Αθανάσιος Γ.Νούλας, "Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου" (2016)

1.5 Κριτική Θεμελιώδους Ανάλυσης

Η κριτική που ασκείται στην θεμελιώδη ανάλυση προέρχεται κυρίως από δύο άλλες ομάδες αναλύσεων: από τους υπέρμαχους της τεχνικής ανάλυσης και από τους οπαδούς της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς.

Η τεχνική ανάλυση είναι η άλλη βασική προσέγγιση στην ανάλυση αξιόγραφων, όπου οι τεχνικοί αναλυτές βασίζονται στις επενδύσεις τους αποκλειστικά στις τιμές και τις κινήσεις του όγκου συναλλαγών των αξιόγραφων.

Χρησιμοποιώντας τα διαγράμματα και μια σειρά από άλλα εργαλεία, διενεργούν συναλλαγές με βάση την ορμή των τιμών των μετοχών, χωρίς να ενδιαφέρονται για τα θεμελιώδη. Μια από τις βασικές αρχές της τεχνικής ανάλυσης είναι ότι η αγορά προεξοφλεί όλα τα μελλοντικά γεγονότα. Κατά συνέπεια, όλα τα νέα και εξελίξεις επιρροής για μια εταιρεία έχουν ήδη ενσωματωθεί στην τρέχουσα τιμή της μετοχής και ως εκ τούτου οι κινήσεις της τιμής μιας μετοχής δίνουν περισσότερες πληροφορίες από ότι οι βασικοί θεμελιώδεις παράγοντες της επιχείρησης, του κλάδου και της οικονομίας.

Επίσης όπως αναφερθήκαμε υπάρχουν και οι υποστηρικτές της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς. Ως «αποτελεσματική» ορίζεται η αγορά κεφαλαίου στην οποία οι τιμές των χρεογράφων προσαρμόζονται ταχύτατα σε κάθε νέα πληροφορία που αναδύεται στο επενδυτικό περιβάλλον και συνεπώς ανά πάσα χρονική στιγμή, οι τιμές των μετοχών αντανακλούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες που υπάρχουν στην αγορά.

Οι οπαδοί αυτής της θεωρίας υποστηρίζουν πως οι διακυμάνσεις που παρατηρούμε καθημερινά στις τιμές των μετοχών οφείλονται σε καθαρά τυχαίους παράγοντες (random walk of theory) με αποτέλεσμα να μην μπορούμε να προβλέψουμε με κανέναν τρόπο πώς θα κινηθούν οι τιμές αυτές στο μέλλον. Με άλλα λόγια θεωρούν πως η στατιστική ή η τεχνική ανάλυση διαγραμμάτων δεν έχει τίποτα να προσφέρει στον επενδυτή που θέλει να προβλέψει το μέλλον. Ο σκοπός του καλού επενδυτή σε αυτήν την θεωρία είναι η διαμόρφωση ενός χαρτοφυλακίου μετοχών που θα προσεγγίζει όσο το δυνατό καλύτερα το «χαρτοφυλάκιο της αγοράς».

Τόσο οι τεχνικοί όσο και οι θεμελιώδεις αναλυτές δεν δέχονται τη θεωρία της τυχαίας πορείας απορρίπτοντας έτσι την υποκείμενη υπό προϋποθέσεις θεωρία της

αποτελεσματικής αγοράς. Μπορεί οι χρηματιστηριακές πληροφορίες να έρχονται τυχαία, η αντίδραση όμως της αγοράς δεν είναι ακαριαία γιατί πρώτα θα αντιδράσουν οι «έξυπνοι επενδυτές» και ύστερα το πλήθος των μικροεπενδυτών.

1.6 Η θεμελιώδης ανάλυση και το χρηματιστήριο

Το Χρηματιστήριο αποτελεί μία από τις σημαντικότερες επενδυτικές επιλογές του σύγχρονου επενδυτή καθώς στις διεθνείς αγορές έχει αποδειχθεί ιστορικά ότι μεταξύ των διαφόρων μορφών επενδύσεων, όπως καταθέσεων, ομολόγων, αμοιβαίων κεφαλαίων, ακινήτων και άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων, το Χρηματιστήριο προσφέρει διαχρονικά τις υψηλότερες μέσες ετήσιες αποδόσεις και τα μεγαλύτερα κεφαλαιακά κέρδη από κάθε άλλη μορφή επένδυσης.

Η συλλογιστική βάσει της οποίας εξασφαλίζονται οι αποδόσεις στο Χρηματιστήριο είναι σχετικά απλή, όπως απλοί είναι και οι κανόνες που διέπουν τη λειτουργία του και τους οποίους πρέπει να γνωρίζουν οι επενδυτές. Η τιμή της μετοχής παρουσιάζει αύξηση στην περίπτωση κατά την οποία η εταιρεία έχει να επιδείξει μία υγιή οικονομική πορεία και μία προοπτική αύξησης κερδών στο μέλλον. Στην αντίθετη περίπτωση, η τιμή της μετοχής ακολουθεί μία πτωτική τροχιά. Η όλη φιλοσοφία συνοψίζεται στην αγορά της μετοχής με την προσδοκία ότι λόγω των αυξημένων μελλοντικών κερδών, η τιμή της μετοχής θα παρουσιάσει αύξηση και ο επενδυτής θα επιτύχει κέρδη πουλώντας τη μετοχή σε υψηλότερη τιμή.

Ο κανόνας αυτός συνοδεύεται παράλληλα με τη γνωστή σχέση ότι όσο μεγαλύτερο είναι το ρίσκο της επένδυσης τόσο μεγαλύτερη μπορεί να είναι η απόδοση του αρχικού κεφαλαίου. Το Χρηματιστήριο εμπεριέχοντας ένα ρίσκο, το οποίο είναι υψηλότερο από τις άλλες μορφές επενδύσεων, προσφέρει στον επενδυτή ως "αντάλλαγμα" μία υψηλότερη δυνητική απόδοση για τον αναλογικά μεγαλύτερο κίνδυνο που αναλαμβάνει έναντι των άλλων μορφών επένδυσης.

Οι παραπάνω λεπτές ισορροπίες δημιουργούν την ανάγκη της χρησιμοποίησης από τον ενδιαφερόμενο επενδυτή των πλέον σύγχρονων εργαλείων ή μέσων, ώστε η επένδυση στο Χρηματιστήριο να γίνεται με έναν ορθολογικό τρόπο, διασφαλίζοντας μία ικανοποιητική μέση θετική απόδοση και μειώνοντας σε

σημαντικό βαθμό τον κίνδυνο της τυχαίας ή της ανεξέλεγκτης επιλογής μετοχικών αξιών. Αυτήν ακριβώς την ανάγκη έρχεται να καλύψει η μέθοδος της θεμελιώδους ανάλυσης παρέχοντας στον επενδυτή τον τρόπο ανάλυσης των πραγματικών δεδομένων και γεγονότων (μακροοικονομικές εξελίξεις, κλαδικό περιβάλλον, χρηματοοικονομική πορεία της εταιρείας), στα οποία αμέσως μετά θα κληθεί να στηρίξει τις επενδυτικές του επιλογές και να προβεί στις ανάλογες πράξεις (αγοράς ή πώλησης) στο Χρηματιστήριο.

1.7 Αριθμοδείκτες

Με τον όρο αριθμοδείκτης εννοούμε την σχέση ενός οικονομικού στοιχείου του ισολογισμού ή της καταστάσεως αποτελεσμάτων χρήσεως ως προς ένα άλλο η οποία εκφράζεται μέσα από μία απλή μαθηματική μορφή.

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών είναι χρήσιμη στην αξιολόγηση και στην εκτίμηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης μιας επιχείρησης γιατί είναι δυνατόν να συνοψίσουν με μια κατάλληλη διαδικασία ένα σημαντικό αριθμό χρηματοοικονομικών πληροφοριών. Αξιοσημείωτο είναι ότι ενώ στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις παρουσιάζονται τα απόλυτα μεγέθη των παρεχόμενων πληροφοριών τα οποία είναι δυνατό να μεταβάλλονται, οι σχέσεις στους χρησιμοποιημένους αριθμοδείκτες παραμένουν τις περισσότερες φορές λιγότερο ή περισσότερο σταθερές. Αποτέλεσμα της κατάστασης αυτής είναι να διαπιστώνονται οι ενδεχόμενες μεταβολές στις συνθήκες της χρηματοοικονομικής λειτουργίας της επιχείρησης οι οποίες είναι δυνατό να αναλυθούν και περαιτέρω. Ωστόσο, θα πρέπει να διευκρινιστεί ότι ένας μεμονωμένος αριθμοδείκτης δεν μπορεί να μας δώσει από μόνος του μία πλήρη εικόνα της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης και θα πρέπει να συγκρίνεται ή να συνδυάζεται και με άλλους, αντιπροσωπευτικούς ή πρότυπους αριθμοδείκτες.

Οι αριθμοδείκτες είναι η πιο διαδεδομένη τεχνική που χρησιμοποιείται στην ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων και ομαδοποιούνται στις παρακάτω κατηγορίες ανάλογα με τις διάφορες οικονομικές πτυχές της δραστηριότητας της επιχείρησης:

1. Αριθμοδείκτες ρευστότητας (liquidity ratios)
2. Αριθμοδείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας (activity or turnover ratios)
3. Αριθμοδείκτες δανειακής επιβάρυνσης (leverage ratios)
4. Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας (profitability ratios)
5. Επενδυτικοί αριθμοδείκτες (investment ratios)

1.7.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Η ρευστότητα αναφέρεται στην ικανότητα μιας επιχείρησης να πληρώνει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της καθώς αυτές γίνονται οφειλόμενες. Η σχέση που μελετάται στην ρευστότητα είναι αυτή μεταξύ κυκλοφορούντος ενεργητικού και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, επειδή μετρά τις βραχυπρόθεσμες πηγές των μετρητών και τις βραχυπρόθεσμες καταβολές αυτών των μετρητών. Επομένως η ρευστότητα είναι η ικανότητα της μετατροπής περιουσιακών στοιχείων σε μετρητά.

Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας

Ο γνωστότερος αριθμοδείκτης είναι αυτός της γενικής ρευστότητας ο οποίος υπολογίζεται σύμφωνα με την παρακάτω σχέση:

$$\text{Γενική Ρευστότητα} = \frac{\text{ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ}}{\text{ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ}}$$

Το συμπέρασμα που προκύπτει από την μελέτη αυτού του δείκτη είναι εάν επαρκεί η ρευστοποίηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Επιπλέον, δείχνει το περιθώριο ασφαλείας για την αντιμετώπιση ανεπιθύμητων εξελίξεων στη ροή των κεφαλαίων της επιχείρησης.

Οπότε όσο πιο μεγάλος είναι αυτός ο αριθμοδείκτης, δηλαδή όσο πιο μεγάλο σε όγκο είναι το κυκλοφορούν σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, τόσο καλύτερη είναι η θέση της επιχείρησης. Γενικά για βιομηχανικές εταιρίες ο δείκτης θεωρείται ικανοποιητικός για τιμές περίπου στο δύο (2)

Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας

Για μια περισσότερο ενδελεχή διερεύνηση της ρευστότητας χρησιμοποιείται ο αριθμοδείκτης της άμεσης ρευστότητας γιατί περιέχει εκείνα τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία μετατρέπονται γρηγορότερα σε μετρητά. Εάν, λοιπόν, αυτά τα στοιχεία υπερβαίνουν σε όγκο τις τρέχουσες υποχρεώσεις τότε η επιχείρηση βρίσκεται σε καλή οικονομική θέση. Συγκεκριμένα, εάν ο δείκτης είναι γύρω στη μονάδα (1) τότε η ρευστοποίηση των παραπάνω στοιχείων επαρκεί για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

$$\text{Άμεση Ρευστότητα} = \frac{\text{ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ} + \text{ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ}}{\text{ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ}}$$

Αριθμοδείκτης Ταμειακής ρευστότητας

Ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας μετράει με τον πιο αυστηρό τρόπο την ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και υπολογίζεται από τη σχέση:

$$\text{Ταμειακή Ρευστότητα} = \frac{\text{ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ}}{\text{ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ}}$$

Ουσιαστικά, δείχνει πόσες φορές τα μετρητά μιας εταιρίας καλύπτουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις. Συνήθως, τα διαθέσιμα αποτελούν το μικρότερο μέρος του κυκλοφορούντος και για αυτό το λόγο ο δείκτης συνήθως είναι μικρότερος της μονάδας.

1.7.2 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας ή Κυκλοφοριακής Ταχύτητας

Ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών δραστηριότητας ή αλλιώς κυκλοφοριακής ταχύτητας εξυπηρετούν την ανάγκη μέτρησης της ταχύτητας μετατροπής των περιουσιακών στοιχείων, την σχέση μεταξύ πωλήσεων και διαφόρων περιουσιακών στοιχείων και την σωστή αναλογία μεταξύ τους. Όσο υψηλότερος είναι ένας αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας τόσο περισσότερο αποτελεσματικές θα είναι και οι λειτουργίες της επιχείρησης γιατί σχετικά λιγότερα περιουσιακά στοιχεία θα απαιτούνται για να διατηρηθεί ένα δεδομένο επίπεδο πωλήσεων.

Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων

Με την κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων υπολογίζεται πόσες φορές πραγματοποιείται η εναλλαγή μετρητών σε εμπόρευμα και πάλι σε μετρητά μέσα σε μια χρονική περίοδο. Για αυτό το λόγο, χρησιμοποιείται ο αριθμοδείκτης ταχύτητας αποθεμάτων ο οποίος υπολογίζεται σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων} = \frac{\text{ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ}}{\text{ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ}}$$

$$\text{Δείκτης } K.T.A = \frac{365}{\text{ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ}}$$

Οπότε ο δείκτης αυτός μας δείχνει κατά μέσο όρο πόσες φορές κατά τη διάρκεια μιας χρήσης ανακυκλώθηκαν τα αποθέματα μιας εταιρίας. Γενικά όσο πιο μεγάλη είναι αυτή η ταχύτητα τόσο πιο αποτελεσματικά λειτουργεί η εταιρία, όσον αφορά την ικανότητα της να πωλεί τα αποθέματα με γρήγορο ρυθμό. Μία πτωτική πορεία του δείκτη διαχρονικά σε μία επιχείρηση θεωρείται ως δυσμενής εξέλιξη αφού αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί τα αποθέματα της ολόένα και

λιγότερο αποτελεσματικά, συσσωρεύοντας περισσότερα και ακόμα χειροτερεύει ποιοτικά την ρευστότητα της.

Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων

Για την μελέτη της αποτελεσματικής διαχείρισης των απαιτήσεων μιας εταιρίας χρησιμοποιείται η ταχύτητα είσπραξης τους σύμφωνα με τη σχέση:

$$\text{Ταχύτητα Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{\text{ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ}}{\text{ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ}}$$

$$\text{Δείκτης Κ. Τ. Ε. Α} = \frac{365}{\text{ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ}}$$

Όταν η επιχείρηση διατηρεί υπερεπαρκείς απαιτήσεις σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων της αυτό σημαίνει ότι κεφάλαια που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν κάπου αλλού δεσμεύονται σε απαιτήσεις με αυξημένο κίνδυνο απώλειας τους, υψηλότερο κόστος διαχείρισης και ακόμη καθυστερήσεις στην είσπραξη τους. Αντίθετα όταν οι απαιτήσεις είναι πολύ χαμηλές η επιχείρηση ενδέχεται να χάνει πωλήσεις λόγω παραδείγματος χάρη μη χορήγησης ικανοποιητικών πιστώσεων στους πελάτες της. Η σημαντικότητα αυτού του αριθμοδείκτη είναι ότι εκφράζει την πιστωτική πολιτική της εταιρίας καθώς δείχνει πόσες φορές κατά τη διάρκεια μιας χρήσης εισπράττονται οι απαιτήσεις που δημιουργούνται με πιστωτική πώληση προς πελάτες. Μια υψηλή τιμή του δείκτη σημαίνει γρήγορη είσπραξη των απαιτήσεων ένδειξη σωστής διαχείρισης και υψηλού βαθμού ρευστότητας που είναι και το ζητούμενο για την αύξηση της αποδοτικότητας της επιχείρησης.

Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης

Ο αριθμοδείκτης αυτός έχει ιδιαίτερη σημασία λόγω της στενής σχέσης μεταξύ των πωλήσεων και του κεφαλαίου κίνησης. Υπολογίζεται ως εξής :

Ταχύτητα Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης

$$= \frac{\text{ΚΑΘΑΡΕΣ ΠΩΛΗΣΕΙΣ}}{\text{ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ}}$$

$$\text{Δείκτης } T.K.K.K = \frac{365}{\text{ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ}}$$

Αυτό που προκύπτει από τον αριθμοδείκτη είναι πόσες φορές ανακυκλώθηκε το κεφάλαιο κίνησης κατά τη διάρκεια μιας χρήσης ή εκφράζει τη συμβολή κάθε μονάδας κεφαλαίου κίνησης στον κύκλο εργασιών. Για παράδειγμα μπορούμε να πούμε ότι μια τιμή του δείκτη 2, σημαίνει πως το καθαρό κεφάλαιο κίνησης της επιχείρησης ανακυκλώθηκε 2 φορές μέσα στην χρήση, ή ακόμη ότι για κάθε ένα ευρώ καθαρού κεφαλαίου κινήσεως η επιχείρηση πραγματοποίησε πωλήσεις ύψους 2 ευρώ. Η αυξητική πορεία του αριθμοδείκτη αυτού είναι ευνοϊκή γιατί αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί πιο αποτελεσματικά το καθαρό κεφάλαιο κίνησής της και βελτιώνει με αυτόν τον τρόπο την ρευστότητα του.

1.7.3 Αριθμοδείκτες δανειακής επιβάρυνσης

Οι αριθμοδείκτες αυτής της κατηγορίας εξυπηρετούν την ανάγκη αξιολόγησης της οικονομικής θέσης της επιχείρησης όπως αυτή εμφανίζεται σε στατική μορφή. Προκειμένου να εξετάσουμε την οικονομική κατάσταση λοιπόν της οικονομικής μονάδας σε μακροχρόνια κλίμακα θα πρέπει να αναλύσουμε την διάρθρωση των κεφαλαίων της. Λέγοντας διάρθρωση κεφαλαίων εννοούμε τις διάφορα είδη και τις μορφές των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί για την χρηματοδότηση της.

Δείκτης Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

Ο αριθμοδείκτης Κεφαλαιακής Διάρθρωσης ή αλλιώς Δανειακής Επιβάρυνσης χρησιμοποιείται για να διαπιστωθεί αν υπάρχει ή όχι υπερδανεισμός σε μια επιχείρηση και εκφράζει τη σχέση μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων (μετοχικό κεφάλαιο + αποθεματικά) προς το σύνολο των ξένων κεφαλαίων (μακροπρόθεσμες + βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις). Τα Ίδια Κεφάλαια της επιχείρησης δείχνουν την Καθαρή της Θέση ενώ τα Ξένα κεφάλαια της ότι ρευστότητα αυτή διαθέτει από εξωτερικές πηγές (δανεισμό).

$$\text{Δείκτης Κεφαλαιακής Διάρθρωσης} = \frac{\text{ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ}}{\text{ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ}}$$

Οι δανειστές της επιχείρησης ενδιαφέρονται μεταξύ άλλων ουσιαστικά για την τιμή αυτού του δείκτη καθώς αυτός τους παρέχει ασφάλεια ως προς την είσπραξη των χρημάτων που της έχουν δανείσει όπως και αξιολογείται για να διαπιστωθεί αν υπάρχει υπερδανεισμός από την πλευρά της επιχείρησης. Τιμή του δείκτη >1 δείχνει ότι οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης συμμετέχουν σε αυτή με περισσότερα κεφάλαια από ότι οι δανειστές της.

Δείκτης παγιοποίησης ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας δείχνει τι ποσοστό συνιστά το σύνολο των παγίων περιουσιακών στοιχείων ως προς το συνολικό ενεργητικό της επιχείρησης. Η περιουσιακή κατάσταση της επιχείρησης αποτυπώνεται σε αυτό τον αριθμοδείκτη ο οποίος προσδιορίζει όχι μόνο αυτήν αλλά και το γενικό βαθμό ρευστότητας αυτής.

$$\text{Δείκτης Παγιοποίησης Ενεργητικού} = \frac{\text{ΠΑΓΙΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ}}{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}}$$

Όσο μεγαλύτερη η τιμή του παρόντος δείκτη τόσο υψηλότερη αναλογία των πάγιων περιουσιακών της στοιχείων στο σύνολο του ενεργητικού.

1.7.4 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Με την μέτρηση της αποδοτικότητας υπολογίζεται η ικανότητα μιας επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη. Για τη μέτρηση της λοιπόν χρησιμοποιούνται μεγέθη από την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Για να αποκτήσει, όμως, σημασία χρησιμοποιούνται στοιχεία και από τον υπολογισμό σχετικά με τα κεφάλαια της επιχείρησης. Η αναγκαιότητα ερμηνείας των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας οφείλεται στο γεγονός ότι με αυτούς μπορεί να μετρηθεί η κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης.

Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους εκφράζει τη λειτουργική αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, δηλαδή πόσο επικερδής είναι η επιχείρηση έτσι ώστε το ποσοστό μικτού κέρδους να επαρκεί για την κάλυψη των οργανικών και ανόργανων εξόδων και

ταυτόχρονα να αφήνει ικανοποιητικό καθαρό κέρδος. Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο αριθμοδείκτης τόσο πιο επιτυχημένη θεωρείται μια επιχείρηση και υψηλές τιμές του δείκτη συνεπάγονται μιας αγοράς αποθεμάτων σε φθηνές τιμές και πωλήσεις σε υψηλές. Μια επιχείρηση θεωρείται ότι επέτυχε τον σκοπό της εφόσον έχει ένα αρκετά υψηλό ποσοστό μικτού κέρδους το οποίο σε συνδυασμό με το ύψος των πωλήσεών της επιτρέπει να καλύψει τα έξοδα της και παράλληλα να αποκομίσει ένα ικανοποιητικό καθαρό κέρδος.

$$\text{Περιθώριο Μικτού Κέρδους} = \frac{\text{ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ}}{\text{ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ}}$$

Σημειώνεται επίσης ότι ανοδική πορεία του αριθμοδείκτη διαχρονικά αντανακλά ένα μεγαλύτερο ποσοστό μικτού κέρδους το οποίο εφόσον συνοδεύεται από σταθερές ή μεγαλύτερες πωλήσεις οδηγεί σε υψηλότερα μικτά κέρδη.

Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

Ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει μια επιχείρηση από τις πωλήσεις της, δηλαδή δείχνει το κέρδος από τις λειτουργικές της δραστηριότητες. Δεν περιλαμβάνονται λοιπόν τα μη λειτουργικά έσοδα και κέρδη (που προέρχονται από συμμετοχές, προσωρινές επενδύσεις σε χρεόγραφα, δικαιώματα ευρεσιτεχνίας, κληρώσεις λαχνών κ.ά.) καθώς ούτε και τα μη λειτουργικά έξοδα και ζημιές (όπως ζημιές από καταστροφή εμπορευμάτων) στα καθαρά κέρδη. Με άλλα λόγια ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το καθαρό κέρδος που έχει μια επιχείρηση από την πώληση προϊόντων αξίας 100 ευρώ.

Ο δείκτης αυτός αντανακλά την τιμολογιακή πολιτική της επιχείρησης και την ικανότητά της να ελέγχει τα λειτουργικά της έξοδα, τα χρηματοοικονομικά της έξοδα (δηλαδή τους χρεωστικούς της τόκους) και τους φόρους της. Το ύψος του εξαρτάται από το είδος του πωλούμενου προϊόντος και από τη στρατηγική που ακολουθεί η επιχείρηση σε σχέση με τον ανταγωνισμό.

Εμφανίζονται πολλές παραλλαγές στον αριθμοδείκτη αυτόν ανάλογα με τον αριθμητή που του δίνεται και τον επιδιωκόμενο στόχο ανάλυσης. Δύο παραλλαγές του τύπου αυτού είναι με την χρήση:

- α. Των Καθαρών Κερδών της Χρήσης προ Φόρων
- β. Των Καθαρών Κερδών μετά τους Φόρους.

Γενικά όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη περιθωρίου καθαρού κέρδους τόσο πιο επικερδής είναι και η επιχείρηση που εξετάζεται και εννοείται ότι και διαχρονικά αποζητούμε να έχουμε ένα συνεχώς αυξανόμενο δείκτη για ακόμα υψηλότερα κέρδη. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι αρκετά χρήσιμος καθώς σε αυτόν βασίζονται προβλέψεις για τα μελλοντικά κέρδη μιας επιχείρησης.

Καθαρό Περιθώριο Κέρδους μετά/προ φόρων

$$= \frac{\text{ΚΑΘΑΡΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ/ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ}}{\text{ΚΑΘΑΡΕΣ ΠΩΛΗΣΕΙΣ}}$$

Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων DuPont

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία απασχολούνται τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης μέσα στην επιχείρηση και υπολογίζεται ως εξής:

Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων

$$= \frac{\text{ΚΑΘΑΡΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ} * \text{ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ} * \text{ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ}}{\text{ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ}}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει την αποτελεσματικότητα με την οποία τα ίδια κεφάλαια έχουν χρησιμοποιηθεί και αξιοποιηθεί ώστε να παράγουν κέρδη. Οπότε, όσο πιο υψηλός είναι αυτός ο δείκτης τόσο για πιο επιτυχημένη επιχείρηση πρόκειται και αυτό μπορεί να οφείλεται σε έναν ή παραπάνω από τους κάτωθι λόγους:

- υψηλή παραγωγικότητα
- ικανή διοίκηση
- αποτελεσματικότερη χρήση των περιουσιακών στοιχείων
- στην επωφελή χρησιμοποίηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Συνολικών Κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει πόσο αποτελεσματικά έχουν χρησιμοποιηθεί τα συνολικά κεφάλαια μιας εταιρίας στην παραγωγή κερδών ανεξάρτητα από την πηγή προέλευσής τους (ίδια, ξένα) για την δημιουργία κερδών. Έτσι, μια εταιρία με αυξανόμενο δείκτη παρέχει μεγάλο βαθμό ασφάλειας προς στους επενδυτές.

Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του αριθμοδείκτη τόσο πιο υγιής είναι και η επιχείρηση που εξετάζεται. Ακόμα σημαντικότερη κρίνεται και η διαχρονικά αυξημένη εμφάνιση του δείκτη γιατί αυτό αντανακλά μια συνεχώς αποδοτικότερη χρήση των συνολικών κεφαλαίων η οποία οφείλεται στη διοίκηση της επιχείρησης η οποία ξέρει να αξιοποιεί το σύνολο των κεφαλαίων της για την συνεχή ανάπτυξη της.

Αποδοτικότητα Συνολικών Κεφαλαίων

$$= \frac{\text{ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ} + \text{ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΞΟΔΑ}}{\text{ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ}}$$

Δείκτης Περιθωρίου Λειτουργικής Ταμειακής Ροής

Το περιθώριο Λειτουργικών Ταμειακών Ροών δεν είναι το ίδιο με το περιθώριο καθαρού κέρδους το οποίο περιλαμβάνει συναλλαγές οι οποίες δεν αφορούν πραγματική μεταφορά χρημάτων (οι αποσβέσεις είναι το πιο σύνηθες παράδειγμα εξόδου χωρίς πραγματική μεταφορά μετρητών η οποία παρόλα αυτά περιλαμβάνεται στον υπολογισμό του καθαρού εισοδήματος αλλά δεν περιλαμβάνεται στον

υπολογισμό των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών). Επισημαίνεται λοιπόν ότι το περιθώριο λειτουργικών ταμειακών ροών δεν συμπίπτει σε καμία περίπτωση με το EBITDA.

Οι επενδυτές θα πρέπει να γνωρίζουν ότι επειδή το κεφάλαιο κίνησης αποτελεί συστατικό στοιχείο των λειτουργικών ταμειακών ροών οι εταιρίες μπορούν να επηρεάσουν το λειτουργικό περιθώριο των ταμειακών ροών με την επιμήκυνση του χρόνου που χρειάζεται για να αποπληρωθούν λογαριασμοί, με μείωση του χρόνου είσπραξης των απαιτήσεων, και καθυστερώντας την αγορά αποθεμάτων.

Οι ταμειακές ροές είναι το εργαλείο που βοηθάει τις επιχειρήσεις να επεκταθούν, να αναπτύξουν νέα προϊόντα, να επαναγοράσουν μετοχές, να πληρώσουν μερίσματα, ή να μειώσουν το χρέος τους. Αυτός ακριβώς είναι και ο λόγος που πολύ άνθρωποι εκτιμούν ιδιαίτερα την αξία των ταμειακών ροών και ακόμα περισσότερο του περιθωρίου των λειτουργικών ταμειακών ροών, το οποίο κρίνεται μεγαλύτερης σημασίας από κάθε άλλο οικονομικό μέτρο ακόμη και από τα κέρδη ανά μετοχή.

Χάριν ευκολίας μπορούμε να πούμε ότι ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει πόσο χρήμα σε μορφή ρευστού εισέρχεται στην επιχείρηση από το κύκλωμα των πωλήσεων της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό τόσο καλύτερο είναι για την αποδοτικότητα της επιχείρησης.

Περιθώριο Λειτουργικής Ταμειακής Ροής

$$= \frac{\text{ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ}}{\text{ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ}}$$

Αριθμοδείκτης Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους

Το λειτουργικό κέρδος έπεται του μικτού κέρδους στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως. Το περιθώριο λειτουργικού κέρδους προκύπτει αν διαρέσουμε το σύνολο των λειτουργικών κερδών με το σύνολο του κύκλου εργασιών της επιχείρησης.

Τα λειτουργικά κέρδη (ονομάζονται και κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων EBITDA = Earnings Before Interest Taxes and Depreciation) προκύπτουν αν από τον κύκλο εργασιών αφαιρέσουμε το κόστος των πωλήσεων (παραγωγής και προϊόντων), τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας, τα έξοδα διάθεσης και έρευνας και ανάπτυξης.

Το περιθώριο του λειτουργικού κέρδους δείχνει το οικονομικό αποτέλεσμα (περιθώριο) το κέρδος δηλαδή που μένει στην επιχείρηση από τις πωλήσεις των προϊόντων της έχοντας αφαιρέσει τα αναλογούντα έξοδα. Αντικατοπτρίζει καλύτερα την εικόνα της επιχείρησης και την ικανότητά της να δημιουργεί εισόδημα από τις πωλήσεις της, γιατί αναφέρεται στο καθαρά «λειτουργικό αποτέλεσμα», δηλαδή τα κέρδη που προκύπτουν από την λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης και όχι από πηγές άσχετες με το αντικείμενο δραστηριότητάς της.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο καλύτερα για την επιχείρηση. Εάν μια επιχείρηση έχει ένα συνεπές επίπεδο μικτού περιθωρίου αλλά πτωτικό λειτουργικό περιθώριο κέρδους, αξίζει να ερευνήσουμε τα αίτια. Μια εξήγηση θα μπορούσε να είναι ο αποτελεσματικός έλεγχος της αγοράς και βασικού κόστους, αλλά ο ελλιπής έλεγχος γενικού κόστους, το οποίο αυξάνεται χωρίς να υπάρχει αντίστοιχη βελτίωση στο εισόδημα πωλήσεων.

$$\text{Δείκτης Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους} = \frac{\text{ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ}}{\text{ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ}}$$

1.7.5 Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες (Δείκτες αγοράς)

Η χρήση των επενδυτικών αριθμοδεικτών βοηθάει τους επενδυτές να αποφασίσουν αν τους συμφέρει να αγοράσουν, να πωλήσουν ή να διατηρήσουν τους μετοχικούς τίτλους μιας επιχείρησης. Οι δείκτες αυτοί συσχετίζουν τον αριθμό των μετοχών μιας επιχείρησης και τη χρηματιστηριακή τους τιμή, με τα κέρδη, τα μερίσματα και τα άλλα περιουσιακά της στοιχεία. Δείχνουν τι πιστεύουν οι επενδυτές για τις επιδόσεις

και τις προοπτικές της επιχείρησης ενώ συγκρίνουν την αγοραία τιμή της μετοχής με τα κέρδη της επιχείρησης και με τη λογιστική αξία της μετοχής. Παράλληλα παρέχουν στη διοίκηση της επιχείρησης μια πληροφόρηση σχετικά με το τι πιστεύουν οι επενδυτές για την επίδοση της επιχείρησής τους στο παρελθόν το παρόν και το μέλλον. Παρακάτω θα ακολουθήσει και εκτενέστερη αναφορά στους σημαντικότερους δείκτες ανάλυσης αυτής της μελέτης παρουσιάζοντας την χρησιμότητα και τα μειονεκτήματά τους.

Κέρδη ανά Μετοχή

Για τον υπολογισμό του πλέον πιο διαδεδομένου επενδυτικού αριθμοδείκτη που είναι τα κέρδη ανά μετοχή χρησιμοποιείται ο τύπος:

$$\text{Κέρδη Ανά Μετοχή} = \frac{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ}}{\text{Μ.Ο ΑΡΙΘΜΟΥ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ}}$$

Τα κέρδη ανά μετοχή δείχνουν το ύψος των κερδών που αντιστοιχούν σε κάθε μια μετοχή μιας επιχείρησης. Οπότε, όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο περισσότερο κερδοφόρα είναι η μετοχή για τον επενδυτή, εξετάζοντας διαχρονικά την ίδια επιχείρηση.

Μέρισμα ανά Μετοχή

Για τον υπολογισμό του αριθμοδείκτη μερισμάτων ανά μετοχή χρησιμοποιείται ο τύπος:

$$\text{Μέρισμα Ανά Μετοχή} = \frac{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ}}{\text{ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ}}$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το ύψος των μερισμάτων που μοιράζονται σε κάθε κάτοχο μιας μετοχής της εταιρίας, με απλούστερη ερμηνεία δείχνει το ύψος των κερδών τα οποία αντιστοιχούν σε κάθε μετοχή. Και σε αυτήν την περίπτωση διαχρονικά στην ίδια επιχείρηση μπορεί να συγκριθούν τα αποτελέσματα για την εξαγωγή συμπερασμάτων χωρίς όμως το ίδιο να ισχύει και για διαφορετικές επιχειρήσεις διότι έχουν διαφορετικό αριθμό μετοχών.

Ποσοστό Διανεμομένων Κερδών

Ο αριθμοδείκτης διανεμομένων κερδών μας δίνει το ποσοστό των κερδών που διανέμεται στους μετόχους και ποιο ποσοστό αυτών παρακρατείται για επανεπένδυση μέσα στην επιχείρηση. Συνεπώς, όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό αυτό τόσο μεγαλύτερο είναι το μέρισμα που δίνεται στους μετόχους. Σε μία νέα και αναπτυσσόμενη επιχείρηση μπορεί να παρατηρηθεί χαμηλός δείκτης γιατί έχουν ανάγκη κεφαλαίων για την ανάπτυξη τους.

Το ποσοστό των κερδών που διανέμει μια εταιρία ως μέρισμα υπολογίζεται από τον τύπο:

Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών

$$= \frac{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ}}{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΧΡΗΣΗΣ}}$$

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 υπεριτιμημένη 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. Ο λόγος αυτός δείχνει το ποσό των χρημάτων που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι επενδυτές για την απόκτηση της μετοχής για κάθε ένα ευρώ καθαρών κερδών ανά μετοχή που πραγματοποιεί η εταιρεία. Για μια συγκεκριμένη μετοχή ο λόγος p/e μειώνεται εφόσον μειωθεί η χρηματιστηριακή της τιμή για το ίδιο έτος χρήσης. Επομένως, γίνεται αντιληπτό ότι είναι πιο συμφέρουσα η επένδυση σε μια μετοχή με χαμηλότερο δείκτη p/e για διάφορες μετοχές εφόσον έχουν ίδιους τους

άλλους παράγοντες αξιολόγησης. Για παράδειγμα αν η τιμή του δείκτη p/e μιας επιχείρησης είναι 14, αυτό σημαίνει ότι η τιμή της μετοχής είναι 14 φορές μεγαλύτερη από τα κέρδη (ανά μετοχή) της εταιρείας τον τελευταίο χρόνο.

Ο δείκτης P / E της εξεταζόμενης εταιρίας συγκρίνεται με το μέσο P / E είτε όλων των μετοχών του χρηματιστηρίου είτε όλων των μετοχών του κλάδου που δραστηριοποιείται η εταιρία, για να διαπιστωθεί σε γενικές γραμμές εάν η μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη σε σχέση με τις άλλες μετοχές είτε όλου του χρηματιστηρίου είτε όλου του κλάδου.

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

Η χρησιμότητα και η ερμηνεία του δείκτη P/E

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 μία εταιρεία 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 εταιρεία 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 εταιρείας 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:

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

Ένα παράδειγμα λοιπόν είναι η σύγκριση του δείκτη p/e της εξεταζόμενης εταιρίας με το μέσο p/e όλων των μετοχών που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο. Ο αριθμός αυτός δείχνει, σε γενικές γραμμές, αν η μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη σε σχέση με τις άλλες μετοχές της ίδιας της χρηματιστηριακής αγοράς. Αυτή η γενική σύγκριση μπορεί να γίνει, αλλά, επειδή υπάρχουν μεγάλες διαφορές ανάμεσα στους δεκάδες κλάδους που αντιπροσωπεύουν τις 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 εταιρείες).

Τάσεις δείκτη P/E

Οι εταιρίες συγκεκριμένων βιομηχανικών κλάδων (βασικών μετάλλων, τροφίμων κλπ.) διατηρούν ένα σταθερό (ή τουλάχιστον σε ένα μικρό εύρος διακύμανσης) δείκτη P/E για μεγάλα χρονικά διαστήματα. Αυτό βέβαια μπορεί να αλλάξει, εφόσον

υπάρξει μια αλλαγή των θεμελιωδών μεγεθών στη βιομηχανία. Ειδικότερα πρέπει να επισημανθεί ότι για βασικές κατηγορίες εταιριών είναι δυνατό να γίνει πρόβλεψη του δείκτη P/E.

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

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

Μειονεκτήματα του δείκτη P/E

Ο δείκτης p/e όμως παρουσιάζει και κάποια μειονεκτήματα τα οποία παραθέτονται παρακάτω:

- Υπάρχει πρόβλημα με την ορθότητα της τιμής του δείκτη. Επειδή σε κάθε

χρονική περίοδο δεν είναι γνωστά τα κέρδη της τωρινής χρήσης, τότε αναγκαστικά οι αναλυτές για την μελέτη τους χρησιμοποιούν στον παρονομαστή τη τιμή που είχαν τα κέρδη της εταιρίας στη προηγούμενη χρήση σε αντίθεση με την τιμή του αριθμητή που εκφράζεται από την τιμή εκείνης της χρονικής στιγμής.

- υπολογισμός του δείκτη p/e γίνεται για δεδομένα κέρδη που έχουν καταγράψει οι εταιρείες. Στερείται της πρόβλεψης των μελλοντικών κερδών που θα έχουν οι εταιρείες. Έτσι κάποιες εταιρείες που θα αξιολογηθούν σαν καλύτερες από κάποιες άλλες, ενδέχεται μελλοντικά να έχουν σταθερά κέρδη ενώ οι υποδεέστερες εταιρείες της αξιολόγησης μπορεί να αυξήσουν τα κέρδη τους οπότε θα διαψευστεί ολοκληρωτικά η αξιολόγηση που προέκυψε με τη χρήση του δείκτη p/e .

- Με τη χρήση αυτού του δείκτη απορρίπτονται εταιρείες που είναι ζημιογόνες ή έχουν πολύ μικρά κέρδη, χωρίς να λαμβάνονται υπόψη τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας ή άλλα χαρακτηριστικά της, όπως το επίπεδο τεχνογνωσίας.

- Πολλές εταιρείες ενδέχεται σε κάποια χρήση να είχαν κάποια έκτακτα κέρδη ή ζημίες που δεν σχετίζονται με τη δράση της εταιρείας, όπως μια ενδεχόμενη πυρκαγιά. Και σε αυτή τη περίπτωση δεν μπορεί να γίνει αξιολόγηση με τη χρήση αυτού του δείκτη.⁴

- Επίσης πολλά σφάλματα εμπεριέχονται με τη χρήση αυτού του δείκτη για την αξιολόγηση των μετοχών, επειδή τα κέρδη μπορεί να αλλάξουν όχι εξαιτίας της λειτουργίας της εταιρείας, αλλά λόγω των λογιστικών αρχών που εφαρμόζονται κυρίως σε περιόδους πληθωρισμού.

- Τέλος η τιμή του δείκτη παύει να αποτελεί μέτρο σύγκρισης για εταιρείες που προχωρούν σε συνεχή επενδυτικά προγράμματα, όπου το κόστος της χρηματοδότησης και οι αποσβέσεις επηρεάζουν τα κέρδη σε μεσοπρόθεσμο διάστημα. Είναι παράλογο να μην αξιολογούνται εταιρείες που επενδύουν για να έχουν καλύτερα μελλοντικά αποτελέσματα.

⁴ Αθανάσιος Γ.Νούλας, "Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου" (2016)

Μερισματική απόδοση

Ο δείκτης της μερισματικής απόδοσης συγκαταλέγεται στους σπουδαιότερους χρηματιστηριακούς δείκτες, επηρεάζοντας αναλυτές και επενδυτές. Η μερισματική απόδοση είναι το μέρος ως ποσοστό της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο.⁵ Καθώς πέφτει η τιμή μιας μετοχής, η μερισματική της απόδοση αυξάνει. Όσο πιο υψηλή είναι η μερισματική απόδοση μιας μετοχής, τόσο πιο ελκυστική είναι αυτή για τους επενδυτές, αφού, ακόμα και αν πέσει η τιμή της, πάλι θα πάρουν κάποια χρήματα με τη μορφή μερίσματος. Υψηλή μερισματική απόδοση έχουν συνήθως οι μετοχές των επενδυτικών εταιρειών και των τραπεζών. Η μερισματική απόδοση υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Μερισματική απόδοση} = 100 * \frac{\text{ΜΕΡΙΣΜΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ}}{\text{ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ}}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο δείκτης τόσο αποδοτικότερη θεωρείται η επένδυση σε 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

⁵ Αθανάσιος Γ.Νούλας, "Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου" (2016)

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

Παράλληλα όμως η μερισματική απόδοση έχει και διάφορα μειονεκτήματα:

- Κάθε εταιρεία αποφασίζει να διανείμει ένα ποσό των κερδών μιας χρήσης με τη μορφή του μερίσματος σε ποσοστό που κρίνει αυτή. Όμως το ύψος του μερίσματος και ακολούθως της μερισματικής απόδοσης δεν δίνει καμία εικόνα για το συνολικό ύψος της κερδοφορίας της εταιρείας. Δηλαδή αγνοείται το ποσό που καταλήγει για επανεπένδυση και συνήθως επιφέρει θετικά αποτελέσματα στην εταιρεία.

- Η μερισματική απόδοση έχει ένα παρόμοιο αρνητικό με τον δείκτη p/e . Για τον υπολογισμό της λαμβάνεται η τιμή του μερίσματος της περσινής χρήσης, που σε περίπτωση τελικά μεταβολής της τιμής του κατά τη τρέχουσα περίοδο σε κάποια εταιρεία, εμπεριέχει σφάλμα στην αξιολόγηση της συγκεκριμένης εταιρείας.

- Ένα παρόμοιο αρνητικό της μερισματικής απόδοσης με τον δείκτη p/e είναι η αδυναμία δημιουργίας προβλέψεων. Μια εταιρεία που αξιολογείται τώρα σαν καλύτερη από κάποια άλλη, εξαιτίας του υψηλού μερίσματος που δίνει, στη πορεία των χρόνων μπορεί να αλλάξει άρδην η αξιολόγηση, εφόσον η δεύτερη εταιρεία αυξήσει σημαντικά τα μερίσματα που διανείμει σε σχέση με την άλλη εταιρεία.

Η σχέση τιμής προς τη λογιστική αξία P/BV

Χρηματιστηριακή Τιμή προς Εσωτερική Αξία Μετοχής

Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής προς τη λογιστική αξία της είναι ένας ακόμη σημαντικός δείκτης αξιολόγησης των μετοχών, P/BV . Ο δείκτης αυτός μας αποκαλύπτει πόσες φορές διαπραγματεύεται η τιμή των μετοχών μιας επιχείρησης την εσωτερική της αξία στη χρηματιστηριακή αγορά. Η τιμή αυτή υπολογίζεται εύκολα, εφόσον υπολογιστεί πρώτα η λογιστική αξία της μετοχής που είναι ίση με το πηλίκο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας προς τον αριθμό των μετοχών της. Γενικά όσο υψηλότερος είναι ο συγκεκριμένος λόγος, P/BV , τόσο ακριβότερη θεωρείται μια μετοχή και όσο μικρότερη είναι η σχέση της χρηματιστηριακής προς την λογιστική

τιμή μίας μετοχής η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη και επομένως καλή επιλογή για το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή.⁶

Έτσι, εάν ο παρακάτω λόγος είναι μεγαλύτερος της μονάδος σημαίνει ότι η μετοχή είναι υπερτιμημένη ενώ αν είναι μικρότερος της μονάδος υποτιμημένη. Στην περίπτωση που ο δείκτης είναι γύρω στη μονάδα τότε η μετοχή είναι ελκυστική στους επενδυτές αφού υπάρχει αντιστοιχία πραγματικής και χρηματιστηριακής τιμής.

Ο λόγος της χρηματιστηριακής τιμής προς την εσωτερική αξία μιας μετοχής υπολογίζεται ως εξής:

Δείκτης Χρηματιστηριακής Τιμής

$$= \frac{\text{ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ}}{\text{ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ}}$$

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).

Όμως και στον συγκεκριμένο δείκτη υπάρχουν διάφορα μειονεκτήματα:

- Όπως οι προηγούμενοι δείκτες, έτσι και αυτός υστερεί στο πεδίο των προβλέψεων. Δεν λαμβάνονται οι προοπτικές που έχει κάθε εταιρεία κατά τη διαδικασία της αξιολόγησης και έτσι μπορεί να γίνει λάθος αξιολόγηση.
- Ο συγκεκριμένος δείκτης δεν εξετάζει τα κέρδη και τις αποδοτικότητες των ιδίων κεφαλαίων.
- Επίσης ο δείκτης αυτός δεν μπορεί να υπολογίσει τις υπεραξίες, που ενδεχομένως θα έχουν πάρει κάποια από τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας. Λύση σε αυτό το πρόβλημα είναι η αξιολόγηση με τη χρήση του δείκτη τιμής προς εσωτερική αξία, όπου στην εσωτερική αξία εκτός από το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων μετρούνται και οι υπεραξίες

⁶ Αθανάσιος Γ.Νούλας, "Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου" (2016)

Ο δείκτης "Price Earnings Growth" ("P.E.G.")

Ο δείκτης που υπαγορεύει η διεθνής επενδυτική κοινότητα για αποδοτικότερη και ακριβέστερη αξιολόγηση της τιμής των μετοχών είναι ο δείκτης "P.E.G.", συνδυασμός των αρχικών γραμμάτων των λέξεων Price, Earnings, Growth (Τιμή, Κέρδη, Μεγέθυνση). Ο εν λόγω δείκτης καταξιώνεται από την εμπιστοσύνη των επενδυτών διεθνώς και αυτό διότι σύμφωνα με τους υποστηρικτές του εμφανίζεται πληρέστερος από τους προϋπάρχοντες και ικανός να επιλύσει αρκετά προβλήματα, που ανακύπτουν από τη χρήση δεικτών αποτίμησης. Τα παραπάνω προβλήματα "ενσαρκώνονται" στην περίπτωση του δείκτη p/e που αντιπροσωπεύει 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 δυναμική πορεία και την ενδεχόμενη δυναμική μεγέθυνση μιας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο εταιρείας. Υποστηρικτές βέβαια του δείκτη p/e εικάζουν ότι το εν λόγω πρόβλημα δεν υφίσταται, καθώς η χρηματιστηριακή αγορά έρχεται να προσφέρει μόνη της τη λύση στο θέμα αυτό ανταμείβοντας με μεγάλο P/E τις εταιρείες που παρουσιάζουν υψηλούς ρυθμούς ανόδου στην κερδοφορία τους και αντίστοιχα με χαμηλό p/e τις εταιρείες που εμφανίζουν στασιμότητα.

Στην περίπτωση όμως που οι ρυθμοί αύξησης της κερδοφορίας διακοπούν απροσδόκητα σε μία και μόνο χρονιά (ενώ σε μακροχρόνιο επίπεδο εξακολουθεί να προβλέπεται μεγέθυνση), τότε ο δείκτης p/e λειτουργεί υπό -πολλαπλασιαστικά στην πτώση της τιμής της μετοχής που ενδεχομένως να επακολουθήσει. 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. Η χρησιμότητά του προκύπτει ουσιαστικά από τη διαίρεση του λόγου p/e με το μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης των κερδών (MEPA ή Compounded Average Growth Rate) της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου (3ετίας, 5ετίας κ.λπ.).

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 και έτος ή έτη τα οποία δεν έχουν ακόμη ολοκληρωθεί (π.χ. 3 ιστορικά έτη και 2 προβλεπόμενα έτη). Για παράδειγμα, εάν βρισκόμαστε στο έτος του 2004, τότε

ενδιαφέρουσες 5ετείς χρονικές περίοδοι θα μπορούσαν να είναι οι ακόλουθες: 2002-2006 ή 2003-2007.

Όπως προαναφέρθηκε, ο συγκεκριμένος δείκτης αποτίμησης συνδυάζει το λόγο «Τιμή προς Κέρδη ανά Μετοχή» με τους διαχρονικούς ρυθμούς ανάπτυξης της κερδοφορίας μιας εταιρείας.

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 εταιρείας σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, ως εξής:

$$\frac{\text{ANAMENOMENA KERΔH TEΛEYTAIOY ETOYΣ}^{n-\frac{1}{I}}}{\text{KERΔH APXIKOY ETOYΣ}}$$

Όπου "n" είναι ο συνολικός αριθμός των ετών που καλύπτει η συγκεκριμένη χρονική περίοδος. Π.χ. στην περίοδο 2003-2006 (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. = 2 (ή ανώτερος του 2) τότε προτείνεται η πώληση της μετοχής.
- 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.⁷

⁷ Νικόλαος Γεωργιάδης "Ο δείκτης Price Earnings Growth (P.E.G.)" publ. Investment Research & Analysis Journal (2007)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

WARREN BUFFET

2.1 ΒΙΟΓΡΑΦΙΑ WARREN BUFFET

Γνωστός ως "το μαντείο της Omaha", ο Warren Buffett είναι ένας επενδυτικός γκουρού και ένας από τους πλουσιότερους και πιο σεβαστούς επιχειρηματίες στον κόσμο. Γεννημένος στη Νεμπράσκα το 1930, ο Warren Buffett επέδειξε έντονες επιχειρηματικές ικανότητες σε νεαρή ηλικία. Δημιούργησε την Buffett Partnership Ltd. το 1956, και μέχρι το 1965 ανέλαβε τον έλεγχο του Berkshire Hathaway. Ο Buffett, επιβλέποντας την ανάπτυξη ενός ομίλου με συμμετοχές στα μέσα μαζικής ενημέρωσης, την ασφάλιση, την ενέργεια και τις βιομηχανίες τροφίμων και ποτών, έγινε ένας από τους πλουσιότερους ανθρώπους στον κόσμο και ένας διάσημος φιλάνθρωπος.

Ο Warren Edward Buffett γεννήθηκε στις 30 Αυγούστου 1930, στην Ομάχα της Νεμπράσκα. Ο πατέρας Buffett, Howard, εργάστηκε ως χρηματιστής και χρησίμευσε ως σύμβουλος των Η.Π.Α. Η μητέρα του, η Leila Stahl Buffett, ήταν νοικοκυρά. Ο Buffett ήταν το δεύτερο από τα τρία παιδιά και το μόνο αγόρι. Ο Buffett επέδειξε μια έμφυτη έφεση στα οικονομικά και επιχειρηματικά θέματα νωρίς στην παιδική του ηλικία. Φίλοι και γνωστοί έχουν πει ότι το νεαρό αγόρι ήταν ένα μαθηματικό θαύμα που θα μπορούσε να προσθέσει μεγάλες στήλες αριθμών στο κεφάλι του.

Ο Γουόρεν επισκεπτόταν συχνά το χρηματιστηριακό κατάστημα του πατέρα του και ανέτρεχε στις τιμές των μετοχών στον μαυροπίνακα στο γραφείο. Σε ηλικία 11 ετών έκανε την πρώτη του επένδυση, αγοράζοντας τρία μετοχές της Cities Service Preferred στα \$ 38 ανά μετοχή. Το απόθεμα έπεσε γρήγορα σε μόλις 27 δολάρια, αλλά ο Buffett κράτησε σκληρά μέχρι να φτάσουν τα \$ 40. Πούλησε τις μετοχές του με μικρό κέρδος, αλλά εξέφρασε τη λύπη του για την απόφαση όταν η Cities Service σημείωσε άνοδο περίπου 200 δολάρια ανά μετοχή. Αργότερα ανέφερε αυτήν την εμπειρία ως ένα πρώιμο μάθημα στην υπομονή στην επένδυση. Μέχρι την ηλικία των 13 ετών, ο Buffett έτρεχε την δική του επιχείρηση ως διανομέας εφημερίδων ενώ

πουλούσε το δικό του φύλλο οδηγών. Την ίδια χρονιά υπέβαλε την πρώτη του φορολογική δήλωση, διεκδικώντας φορολογική έκπτωση 35 \$ για το ποδήλατο που χρησιμοποιούσε. Το 1942 ο πατέρας Buffett εξελέγη στη Βουλή των Αντιπροσώπων των ΗΠΑ και η οικογένειά του μετακόμισε στο Fredricksburg της Βιρτζίνια για να είναι πιο κοντά στο νέο βουλευτικό του αξίωμα. Ο Buffett παρακολούθησε το Γυμνάσιο Woodrow Wilson στην Ουάσιγκτον, DC, όπου συνέχισε να σχεδιάζει νέους τρόπους για να κερδίσει χρήματα. Κατά τη διάρκεια της θητείας του στο γυμνάσιο, αυτός και ένας φίλος αγόρασαν μια χρησιμοποιημένη μηχανή φλίπερ για \$ 25. Το εγκατέστησαν σε ένα κουρείο και μέσα σε λίγους μήνες τα κέρδη τους επέτρεψαν να αγοράσουν και άλλα μηχανήματα. Ο Buffett έφτασε να έχει μηχανές από φλιπεράκια σε τρεις διαφορετικές τοποθεσίες πριν πωλήσει την επιχείρηση για \$ 1.200.

Σε ηλικία 16 ετών εγγράφηκε στο Πανεπιστήμιο της Πενσυλβανίας για να μελετήσει τις επιχειρήσεις. Έμεινε δύο χρόνια, μετακόμισε στο Πανεπιστήμιο της Νεμπράσκα για να τελειώσει το πτυχίο του και έφτασε στο κολλέγιο στην ηλικία των 20 ετών με σχεδόν 10.000 δολάρια από τις παιδικές του επιχειρηματικές δραστηριότητες.

Επηρεασμένος από το βιβλίο του Μπέντζαμιν Γκράχαμ του 1949, Ο ευφυής επενδυτής, ο Buffett εγγράφηκε στο Columbia Business School για να σπουδάσει κάτω από τον αναγνωρισμένο οικονομολόγο και επενδυτή. Αφού απέκτησε το δίπλωμα το 1951, πώλησε τίτλους για την Buffett-Falk & Company για τρία χρόνια ενώ στη συνέχεια εργάστηκε για τον σύμβουλό του για δύο χρόνια ως αναλυτής της Graham-NewmanCorp.

Το 1956, ο Buffett σχημάτισε την εταιρεία Buffett Partnership Ltd. στην πατρίδα του Omaha. Αξιοποιώντας τις τεχνικές που έμαθε από τον Graham, το χάρισμα του στον εντοπισμό υποτιμημένων εταιρειών είναι αυτό που τον έκανε γρήγορα εκατομμυριούχο. Παράδειγμα μιας τέτοιας επιχείρησης ήταν η κλωστοϋφαντουργική εταιρεία Berkshire Hathaway. Άρχισε να συσσωρεύει μετοχές της στις αρχές της δεκαετίας του 1960 και το 1965 κατάφερε να έχει στον έλεγχο του όλη την εταιρεία. Παρά την επιτυχία της Buffett Partnership, ο ιδρυτής της διέλυσε την εταιρεία το 1969 για να επικεντρωθεί στην ανάπτυξη του Berkshire Hathaway.

Σταδιακά διέκοψε το τμήμα κατασκευής κλωστοϋφαντουργικών προϊόντων, επεκτείνοντας παράλληλα την εταιρεία και αγοράζοντας περιουσιακά στοιχεία σε μέσα ενημέρωσης (The Washington Post), ασφάλειες (GEICO) και πετρέλαιο

(Εκxon). Ο Warren κατάφερε με μεγάλη επιτυχία να γυρίσει φαινομενικά φτωχές επενδύσεις σε χρυσό, με πιο κραυγαλέα περίπτωση αυτήν της εξαγοράς του Salomon Brothers 1987, η οποία έφερε μεγάλα σκάνδαλα. Μετά τη σημαντική επένδυση της Berkshire Hathaway στην Coca-Cola, ο Buffett έγινε διευθυντής της εταιρείας από το 1989 έως το 2006. Διετέλεσε επίσης διευθυντής της Citigroup Global Markets Holdings, της Graham Holdings Company και της The Gillette Company.

Τον Ιούνιο του 2006, ο Buffett έκανε μια ανακοίνωση ότι θα απέδιδε ολόκληρη την περιουσία του σε φιλανθρωπικούς σκοπούς, δεσμεύοντας το 85 τοις εκατό αυτού στο Ίδρυμα Μπιλ και Μελίντα Γκέιτς. Η δωρεά αυτή έγινε η μεγαλύτερη πράξη φιλανθρωπίας στην ιστορία των Ηνωμένων Πολιτειών. Το 2016, ο Buffett ξεκίνησε το Drive2Vote, ένα δικτυακό τόπο που στοχεύει να ενθαρρύνει τους ανθρώπους της κοινότητας της Nebraska να ασκήσουν το δικαίωμά τους στην ψήφο. Ήταν ένας ηχηρός υποστηρικτής της δημοκρατικής υποψηφιότητας Χίλαρι Κλίντον ενώ αμφισβήτησε τον Δημοκρατικό υποψήφιο, Donald Trump, τον οποίο είχε προσωπικά προκαλέσει να συναντηθούν και να μοιραστούν δημόσια τις φορολογικές τους δηλώσεις. Αντίθετα με άλλους υποψηφίους από τη δεκαετία του 1970 μέχρι σήμερα, ο Trump αρνήθηκε να δημοσιοποιήσει τις δηλώσεις του.

2.2 Βασικές αρχές Warren Buffet

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, π.χ. 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.

Τα κριτήρια του Buffett, που περιγράφονται παρακάτω 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 τη 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 μίας επιχείρησης. Μερικοί αγαπούν διάφορες μεθόδους στενογραφίας: χαμηλή τιμή μερισματικής απόδοσης, 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 πολλοί 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 επιχείρησης.

Ο John Burr Williams αποφοίτησε από το Πανεπιστήμιο του Χάρβαρντ το 1923 και στην συνέχεια παρακολούθησε τη Σχολή Επιχειρήσεων του Χάρβαρντ. Μετά το Χάρβαρντ, εργάστηκε ως αναλυτής ασφάλειας σε δύο γνωστές εταιρείες της Γουόλ Στριτ. 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.

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'. Για να συνοψίσει, υπολογίζοντας την τρέχουσα αξία μίας 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 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 ένα 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 Benjamin Graham, ο οποίος δεν φρόντιζε πολύ για την ποιότητα των μετοχών στις οποίες έκανε τις επενδύσεις του εφ' όσον είχαν μεγάλη έκπτωση προς την 'εσωτερική' αξία τους, 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'. 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 όμως από 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 να αγοράζονται σε μια τιμή μικρότερη από την αξία τους. Αυτή η έκπτωση στην καθαρή αξία έδινε στους επενδυτές το περιθώριο ασφάλειάς τους. 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 εταιρείας 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 χρησιμοποιείτε τις διακυμάνσεις της αγοράς προς όφελός σας, και τέλος να αναζητάτε ένα περιθώριο ασφάλειας. Αυτό μας δίδαξε ο Benjamin Graham. Εκατό χρόνια από τώρα αυτές οι ιδέες θα εξακολουθούν να αποτελούν τους ακρογωνιαίους λίθους των επενδύσεων’.

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 ασφάλειας. Έτσι, όσο πιο τρωτή είναι η επιχείρηση, υποθέτοντας ότι θέλετε πάντα να επενδύσετε σε αυτήν, τόσο μεγαλύτερο περιθώριο ασφάλειας θα χρειάζεστε. ‘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’.

Το περιθώριο ασφαλείας υπολογίζεται εύκολα με τον ακόλουθο τρόπο:

Αφαιρούμε από τις συνολικές πωλήσεις τις πωλήσεις στο ύψος του νεκρού σημείου:

$ΠΑ = Πωλήσεις - Πωλήσεις ΝΑ.$

2.3 Τα κριτήρια αξιολόγησης μετοχών σύμφωνα με τον Buffet

Η λογική του Warren Buffet στηρίζεται σε έξι βήματα επιλογής, κριτήρια, τα οποία κατά σειρά πρέπει να ισχύουν σε μια εταιρεία για να μπορεί να επιλεγεί και να γίνει επένδυση σε αυτή. Πιο συγκεκριμένα, γίνεται δοκιμή του πρώτου κριτηρίου για όλες τις μετοχές. Μόνο σε αυτές που το πρώτο κριτήριο έχει επιτυχές αποτέλεσμα, γίνεται δοκιμή του δεύτερου κριτηρίου και η διαδικασία συνεχίζεται μέχρι και το τελευταίο κριτήριο. Όσες εταιρείες πληρούν και τα έξι κριτήρια αποτελούν εταιρείες που σύμφωνα με τη λογική του Warren Buffet μπορεί να γίνει επένδυση.

Παρακάτω γίνεται αναλυτικά περιγραφή του κάθε κριτηρίου σύμφωνα με τη μέθοδο αξιολόγησης μετοχών του Warren Buffet:

1ο Κριτήριο επιλογής

Σύμφωνα με το πρώτο κριτήριο, ζητούμενο είναι ο λόγος των κερδών (προ φόρων) προς τη χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας (δηλαδή, του αντίθετο του δείκτη Price to Earnings Ratio) να είναι διπλάσιος από το επιτόκιο του δεκαετούς ομολόγου. Αν υποθέσουμε ότι το συγκεκριμένο ομόλογο έχει απόδοση 6%, τότε ο συγκεκριμένος δείκτης (e/p) πρέπει να έχει μια τιμή μεγαλύτερη ή ίση με το 12%.⁸

2ο Κριτήριο επιλογής

Από τους «επιτυχόντες» του προηγούμενου τεστ, ζητούνται οι εταιρείες με μερισματική απόδοση που αντιστοιχεί στα δύο τρίτα της απόδοσης που προσφέρει το

⁸ Αθανάσιος Γ.Νούλας, "Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου" (2016)

10ετές ομόλογο. Στην περίπτωση που το ομόλογο έχει απόδοση 6%, η μερισματική απόδοση πρέπει να είναι τουλάχιστον 4%.⁹

3ο Κριτήριο επιλογής

Το τρίτο κριτήριο, συγκρίνει την χρηματιστηριακή αξία της μετοχής με την λογιστική της αξία και δεν πρέπει η χρηματιστηριακή αξία να είναι μεγαλύτερη από το διπλάσιο της λογιστικής αξίας.¹⁰

4ο Κριτήριο επιλογής

Η εφαρμογή του τέταρτου κριτηρίου προϋποθέτει πλούσιο αρχείο δεδομένων.

Το τρέχον p/e 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 δια του δύο και το αποτέλεσμα που προκύπτει πρέπει να είναι μεγαλύτερο από το τρέχον p/e.¹¹

5ο Κριτήριο επιλογής

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 αυτή την παράλειψη, προσθέτοντας και τον παράγοντα της κερδοφορίας.¹²

⁹ Αθανάσιος Γ.Νούλας, "Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου" (2016)

¹⁰ Αθανάσιος Γ.Νούλας, "Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου" (2016)

¹¹ Αθανάσιος Γ.Νούλας, "Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου" (2016)

¹² Αθανάσιος Γ.Νούλας, "Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου" (2016)

6ο Κριτήριο επιλογής

Για να ισχύει και το έκτο κριτήριο για μια εταιρεία, θα πρέπει το κυκλοφορούν ενεργητικό να είναι μεγαλύτερο από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας, με άλλα λόγια 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.¹³

¹³ Αθανάσιος Γ.Νούλας, "Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου" (2016)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ WARREN BUFFET

Σκοπός της εφαρμογής της μεθοδολογίας του Warren Buffet είναι η αξιολόγηση των επιλεγμένων μετοχών του ελληνικού χρηματιστηρίου και η δημιουργία μιας κατάταξης που αποσκοπεί στην δημιουργία ενός αρίστου χαρτοφυλακίου. Τα κριτήρια που εφαρμόζονται κατά τον Warren Buffet είναι καθαρά χρηματοοικονομικά, παρότι ο ίδιος συνηθίζει να συνεκτιμά και άλλους παράγοντες πριν αποκτήσει μετοχές μίας επιχείρησης όπως ποιοι τη διοικούν και κατά πόσο μια επιχείρηση είναι διαφανής. Αυτοί οι παράγοντες είναι υποκειμενικοί και δεν μπορούν εύκολα να μετρηθούν και να συγκριθούν και γι' αυτό δεν περιλαμβάνονται τέτοιου τύπου κριτήρια.

Οι μετοχές που θα εξεταστούν ανήκουν με βάση την κατηγοριοποίηση του ελληνικού χρηματιστηρίου στους υπέρ-κλάδους του εμπορίου, του πετρέλαιο & αερίου, των πρώτων υλών, των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας, των χημικών, των προσωπικών και οικιακών αγαθών, των τηλεπικοινωνιών και τέλος των βιομηχανικών προϊόντων και υπηρεσιών. Επιτυχία, θεωρείται να παραμείνουν στην τελική λίστα που θα μπορούσε να αποτελέσει και το μελλοντικό χαρτοφυλάκιο των επενδυτών περνώντας κάθε κριτήριο αξιολόγησης.

Η αξιολόγηση των μετοχών έγινε με βάση τις τιμές κλεισίματος των μετοχών στην τελευταία συνεδρίαση του 2016 και με βάση τους δημοσιευμένους ισολογισμούς και τα αποτελέσματα χρήσεως στο ελληνικό χρηματιστήριο επιχειρήσεων για την οικονομική χρήση 2016. Επιπλέον για τα κριτήρια που απαιτούνται στοιχεία 5ετίας ανασύρθηκαν τιμές μετοχών αλλά και οικονομικές καταστάσεις για τα έτη 2012-2016.

Παρακάτω παρατίθεται πίνακας των εταιρειών που συμμετέχουν στην ανάλυση:

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Α/Α	ΣΥΜΒΟΛΟ	ΟΝΟΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΥΠΕΡ-ΚΛΑΔΟΣ
1	ΑΣΚΟ	A.S COMPANY (ΚΟ)	ΕΜΠΟΡΙΟ
2	ΦΦΓΚΡΠ	FOLLI FOLLIE (ΚΟ)	ΕΜΠΟΡΙΟ
3	ΜΛΑΝΤ	MICROLAND COMPUTERS	ΕΜΠΟΡΙΟ
4	ΜΟΤΟ	ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ	ΕΜΠΟΡΙΟ
5	ΝΑΚΑΣ	ΝΑΚΑΣ ΜΟΥΣΙΚΗ	ΕΜΠΟΡΙΟ
6	ΡΕΒΟΙΑ	ΡΕΒΟΙΑ	ΕΜΠΟΡΙΟ
7	ΣΦΑ	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ	ΕΜΠΟΡΙΟ
8	ΕΛΙΝ	ΕΛΙΝΟΙΑ	ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ & ΑΕΡΙΟ
9	ΕΛΠΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ & ΑΕΡΙΟ
10	ΜΟΗ	ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ	ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ & ΑΕΡΙΟ
11	ΜΕΡΚΟ	MERMEREN KOMB A.D	ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ
12	ΑΛΚΟ	ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ
13	ΑΛΜΥ	ΑΛΟΥΜΥΛ (ΚΟ)	ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ
14	ΕΛΣΤΡ	ΕΛΑΣΤΡΟΝ (ΚΟ)	ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ
15	ΚΟΡΔΕ	ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ Χ.ΑΦΟΙ (ΚΟ)	ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ
16	ΛΕΒΚ	ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ Ν.(ΚΑ)	ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ
17	ΛΕΒΠ	ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ Ν.(ΠΑ)	ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ
18	ΜΠΤΚ	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ (ΚΟ)	ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ
19	ΜΥΤΙΑ	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (ΚΟ)	ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ
20	ΣΙΔΜΑ	ΣΙΔΜΑ(ΚΟ)	ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ
21	ΤΖΚΑ	ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ ΠΡΟΦΙΛ (ΚΑ)	ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ
22	ΧΑΚΟΡ	ΧΑΛΚΟΡ (ΚΑ)	ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ
23	ΜΙΓ	MARFIN INVESTMENT GROUP (ΚΟ)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
24	ΑΙΟΛΚ	ΑΙΟΛΙΚΗ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
25	ΑΝΔΡΟ	ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
26	ΕΧΑΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ-Χ.Α (ΚΟ)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
27	ΑΔΜΗΕ	ΑΔΜΗΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΕ (ΚΟ)	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ
28	ΔΕΗ	ΔΕΗ (ΚΟ)	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ
29	ΑΝΕΜΟΣ	ΕΛ.ΤΕΧ ΑΝΕΜΟΣ ΑΕ (ΚΟ)	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ
30	ΕΥΑΠΣ	ΕΥΑΘ (ΚΟ)	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ
31	ΕΥΔΑΠ	ΕΥΔΑΠ (ΚΟ)	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ
32	ΤΕΝΕΡΓ	ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ (ΚΟ)	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ
33	ΔΑΙΟΣ	ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ (ΚΟ)	ΧΗΜΙΚΑ
34	ΕΛΤΟΝ	ΕΛΤΟΝ (ΚΟ)	ΧΗΜΙΚΑ
35	ΔΡΟΥΚ	ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	ΧΗΜΙΚΑ
36	ΠΛΑΘ	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ (ΚΟ)	ΧΗΜΙΚΑ
37	ΠΛΑΚΡ	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ (ΚΟ)	ΧΗΜΙΚΑ
38	ΣΠΥΡ	ΣΠΥΡΟΥ ΑΓΡ.ΟΙΚ (ΚΟ)	ΧΗΜΙΚΑ
39	ΕΦΤΖΙ	F.G EUROPE (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
40	ΦΡΛΚ	FOURLIS ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
41	ΜΠΕΛΑ	JUMBO (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
42	ΜΙΝ	MINERVA (ΚΑ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
43	ΣΑΤΟΚ	ΣΑΤΟ ΑΕ (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
44	ΥΑΛΚΟ	ΥΑΛΚΟ-ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ (ΚΑ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
45	ΒΑΡΓ	ΒΑΡΑΓΚΗΣ (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
46	ΒΑΡΝΗ	ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
47	ΒΙΟΚΑ	ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
48	ΓΕΔ	Γ.Ε ΔΗΜΗΤΡΙΟΥ (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
49	ΔΟΥΡΟ	ΔΟΥΡΟΣ (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕ ΤΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΤΟΥ WILLIAM BUFFET

ΑΓΓΕΛΙΔΟΥ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ

50	ΔΡΟΜΕ	ΔΡΟΜΕΑΣ (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
51	ΕΛΒΕ	ΕΛΒΕ Α.Β.Ε.Ε (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
52	ΕΛΥΦ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΓΙΑ (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
53	ΕΠΙΑΚ	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
54	ΚΑΡΕΛ	ΚΑΡΕΛΙΑ (ΚΑ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
55	ΝΑΥΠ	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
56	ΚΟΡΡΕΣ	ΚΟΡΡΕΣ (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
57	ΛΑΝΑΚ	ΛΑΝΑΚΑΜ (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
58	ΜΟΥΖΚ	ΜΟΥΖΑΚΗΣ (ΚΑ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
59	ΠΑΠ	ΠΑΠΟΥΤΣΑΝΗΣ (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
60	ΣΑΡ	ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΓΡ.(ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
61	ΤΕΞΤ	ΤΕΞΑΠΡΕΤ (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
62	ΟΛΥΜΠ	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
63	ΑΑΑΚ	ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
64	ΑΑΑΠ	ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ (ΠΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
65	ΤΡΟΠ	ΤΡΟΠΑΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
66	ΦΙΕΡ	ΦΙΕΡΑΤΕΞ (ΚΟ)	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
67	ΟΤΕ	ΟΤΕ (ΚΟ)	ΤΗΛΕΠΟΙΚΙΝΩΝΙΕΣ
68	ΣΕΝΕΡ	ΣΕΝΕΡΓΥ HOLDINGS (ΚΑ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
69	ΔΙΟΝ	ΔΙΟΝΙΚ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
70	ΦΛΕΞΟ	ΦΛΕΞΟΡΑΚ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
71	ΦΡΙΓΟ	ΦΡΙΓΟΓΛΑΣΣ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
72	ΛΥΚ	ΙΝΦΟΡΜ ΛΥΚΟΣ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
73	ΜΕΒΑ	ΜΕΒΑΚΟ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
74	ΑΛΚΑΤ	ΝΕΧΑΝΣ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
75	ΠΠΑΚ	ΡΑΡΕΡΑΚ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
76	ΒΙΟ	ΒΙΟΗΑΛΚΟ ΣΑ/ΝΒ (ΚΑ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
77	ΒΙΣ	ΒΙΣ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
78	ΒΟΣΥΣ	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
79	ΓΕΒΚΑ	ΓΕΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΟΥ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
80	ΝΙΟΥΣ	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
81	ΕΛΤΚ	ΕΛΤΡΑΚ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
82	ΕΣΥΜΒ	ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
83	ΚΑΡΤΖ	ΚΑΡΑΤΖΗ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
84	ΝΕΩΡΣ	ΝΕΩΡΙΟΝ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
85	ΟΛΘ	ΟΛΘ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
86	ΟΛΠ	ΟΛΠ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
87	ΠΑΙΡ	ΠΑΙΡΗΣ ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
88	ΠΕΤΡΟ	ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΠΕΤΡΟΣ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
89	ΧΑΙΔΕ	ΧΑΙΔΕΜΕΝΟΣ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Εφαρμογή 1^{ου} κριτηρίου επιλογής

Στο πρώτο κριτήριο επιλογής ζητούμενο είναι ο λόγος των κερδών (προ φόρων) προς τη χρηματιστηριακή αξία της εταιρίας (δηλαδή, το αντίθετο του δείκτη Price to Earnings Ratio) να είναι διπλάσιος από το επιτόκιο του δεκαετούς ομολόγου.

Είναι δεδομένο ότι η εξέταση του δείγματος γίνεται για την τελευταία συνεδρίαση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, που έγινε το έτος 2016 ενώ το πιο πρόσφατο δεκαετές ομόλογο, εκδόθηκε τον 3/2010 σύμφωνα με την Κεντρική Τράπεζα της Ελλάδος), και το επιτόκιο του είναι 6,00%. Επομένως από τις μετοχές του δείγματος, αποδεκτές γίνονται όσες εταιρείες έχουν λόγο των κερδών προς τη χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας μεγαλύτερο ή ίσο από το διπλάσιο του επιτοκίου του δεκαετούς ομολόγου, πιο συγκεκριμένα μεγαλύτερο ίσο από $6,00 * 2 = 12,00\%$.

Για την επεξεργασία των δεδομένων, αρχικά πάρθηκαν οι τιμές κλεισίματος των μετοχών κατά την συνεδρίαση του Χ.Α.Α. Επίσης από το site του χρηματιστηρίου <http://www.athegroup.gr/el/>, βρέθηκαν τα κέρδη ανά μετοχή προ φόρων για κάθε εταιρεία, από τα Αποτελέσματα Περιόδου των Οικονομικών Καταστάσεων κάθε εταιρείας για τη χρήση από 1/1/2016 μέχρι 31/12/2016. Στην συνέχεια έγινε σύγκριση του αντιστρόφου του p/e λόγου, δηλαδή του e/p πολλαπλασιασμένο με 100, με το διπλάσιο του επιτοκίου του δεκαετούς ομολόγου και προέκυψαν οι εταιρείες που θα εξεταστούν και στο επόμενο κριτήριο. Στον παρακάτω πίνακα φαίνονται αναλυτικότερα τα αποτελέσματα για τις εταιρείες του δείγματος με αυτές που περνάνε με επιτυχία στον έλεγχο του επόμενου κριτηρίου.

Παρατηρούμε ότι μόλις 14 εταιρείες από τις συνολικά 89 που εξετάστηκαν στο δείγμα κατάφεραν να τηρούν το προαπαιτούμενο του πρώτου κριτηρίου για να περάσουν στο έλεγχο του δεύτερου κριτηρίου αξιολόγησης ενώ 4 εταιρείες δεν έχουν δημοσιεύσει ακόμα ισολογισμούς για το 2016 μετά από μη έγκριση ή αναβολή της γενικής συνέλευσης των εταιρειών τους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ 1ου ΚΡΙΤΗΡΙΟΥ ΓΙΑ ΤΙΣ ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

1ο	ΤΙΜΗ ΜΤΧ	EPS	Ε/Ρ	Ε/Ρ >12% ΕΠΙΤΥΧΙΑ Ε/Ρ<12% ΑΠΟΤΥΧΙΑ	
ΑΣΚΟ	0,659	0,124	0,188163885	18%	✓
ΦΦΓΚΡΠ	19,23	-0,37	-0,01924077	-1,90%	X
ΜΛΑΝΤ	0,64	-0,001	-0,0015625	-0,15%	X
ΜΟΤΟ	0,45	0,0355	0,0788889	7,88%	X
ΝΑΚΑΣ	0,819	0,1589	0,194017094	19,40%	✓
ΡΕΒΟΙΛ	0,333	-0,2879	-0,864564565	-86,40%	X
ΣΦΑ	0,21	-0,7513	-3,577619048	-357,76%	X
ΕΛΙΝ	1	0,1545	0,1545	15,45%	✓
ΕΛΠΕ	4,42	1,08	0,244343891	24,43%	✓
ΜΟΗ	13,1	2,48	0,189312977	18,93%	✓
ΜΕΡΚΟ	7,06	0,74	0,104815864	10,48%	X
ΑΛΚΟ	0,18	-1,0873	-6,040555556	-604,06%	X
ΑΛΜΥ	0,216	-0,2059	-0,953240741	-95,32%	X
ΕΛΣΤΡ	0,795	0,0106	0,013333333	1,33%	X
ΚΟΡΔΕ	0,32	0,032	0,1	10,00%	X
ΛΕΒΚ	0,242	-0,144	-0,595041322	-59,50%	X
ΛΕΒΠ	0,3	-0,144	-0,48	-48,00%	X
ΜΠΤΚ	0,19	-0,5059	-2,662631579	-266,26%	X
ΜΥΤΙΛ	6,135	-0,0001	0,00	0,00%	X
ΣΙΔΑΜΑ	0,251	-0,3542	-1,411155378	-141,12%	X
ΤΖΚΑ	0,1	-0,2946	-2,946	-294,60%	X
ΧΑΚΟΡ	0,421	-0,2074	-0,49263658	-49,26%	X
ΜΙΓ	0,15	-0,1245	-0,83	-83,00%	X
ΑΙΟΛΚ	0,266	-0,177	-0,665413534	-66,54%	X
ΑΝΔΡΟ	14	1,6855	0,120392857	12,04%	✓
ΕΧΑΕ	4,684	0,077	0,016438941	1,64%	X
ΑΔΜΗΕ	0	N/A	N/A	N/A	N/A
ΔΕΗ	2,89	0,29	0,100346021	10,03%	X
ΑΝΕΜΟΣ	0,899	0,1247	0,138709677	13,87%	✓
ΕΥΑΠΣ	3,48	0,1529	0,043936782	4,39%	X
ΕΥΔΑΠ	5,58	0,23	0,041218638	4,12%	X
ΤΕΝΕΡΓ	2,76	0,1185	0,042934783	4,29%	X
ΔΑΙΟΣ	2,92	0,0811	0,027773973	2,78%	X
ΕΛΤΟΝ	0,848	0,0621	0,073231132	7,32%	X
ΔΡΟΥΚ	0,7	0,3925	0,560714286	56,07%	✓
ΠΛΑΘ	2,3	0,304	0,132173913	13,22%	✓
ΠΛΑΚΡ	5,05	0,3941	0,078039604	7,80%	X
ΣΠΥΡ	0,699	-0,1528	-0,218597997	-21,86%	X
ΕΦΤΖΙ	0,56	0,0098	0,0175	1,75%	X
ΦΡΑΚ	4,009	0,1171	0,029209279	2,92%	X
ΜΠΕΛΑ	11,78	0,606	0,051443124	5,14%	X
ΜΙΝ	0,048	-0,0973	-2,027083333	-202,71%	X
ΣΑΤΟΚ	0,091	-0,0286	-0,314285714	-31,43%	X

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕ ΤΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΤΟΥ WILLIAM BUFFET

ΑΓΓΕΛΙΔΟΥ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ

ΥΑΛΚΟ	0,04	0,2024	5,06	506,00%	✓
ΒΑΡΓ	0,22	-0,2402	-1,091818182	-109,18%	X
ΒΑΡΝΗ	0,026	-0,1198	-4,607692308	-460,77%	X
ΒΙΟΚΑ	0,298	-0,0868	-0,291275168	-29,13%	X
ΓΕΔ	0,024	-0,0806	-3,358333333	-335,83%	X
ΔΟΥΡΟ	0,4	-0,1325	-0,33125	-33,13%	X
ΔΡΟΜΕ	0,117	-0,002	-0,017094017	-1,71%	X
ΕΛΒΕ	1,78	0,04	0,02247191	2,25%	X
ΕΛΥΦ	0,117	N/A	N/A	N/A	N/A
ΕΠΙΛΚ	0,148	-0,117	-0,790540541	-79,05%	X
ΚΑΡΕΛ	259,6	22,3862	0,086233436	8,62%	X
ΝΑΥΠ	0,178	-0,0172	-0,096629213	-9,66%	X
ΚΟΡΡΕΣ	3,67	-0,0497	-0,013542234	-1,35%	X
ΛΑΝΑΚ	0,589	0	0	0,00%	X
ΜΟΥΖΚ	0,168	-0,0216	-0,128571429	-12,86%	X
ΠΑΠ	0,199	-0,001	-0,005025126	-0,50%	X
ΣΑΡ	11,1	0,5547	0,049972973	5,00%	X
ΤΕΞΤ	0,08	N/A	N/A	N/A	N/A
ΟΛΥΜΠ	0,946	-0,2466	-0,260676533	-26,07%	X
ΑΑΑΚ	2,59	-0,1279	-0,049382239	-4,94%	X
ΑΑΑΠ	1,63	-0,1279	-0,078466258	-7,85%	X
ΤΡΟΠ	2	-80,1179	-40,05895	-4005,90%	X
ΦΙΕΡ	0,063	-0,1019	-1,617460317	-161,75%	X
ΟΤΕ	8,93	0,2864	0,032071669	3,21%	X
CENER	0,625	-0,1967	-0,31472	-31,47%	X
ΔΙΟΝ	0,519	-0,8807	-1,696917148	-169,69%	X
ΦΛΕΞΟ	2,95	0,4894	0,165898305	16,59%	✓
ΦΡΙΓΟ	0,27	-0,5125	-1,898148148	-189,81%	X
ΛΥΚ	0,519	-0,0439	-0,084585742	-8,46%	X
ΜΕΒΑ	0,9	-0,0259	-0,028777778	-2,88%	X
ΑΛΚΑΤ	1,04	0,0599	0,057596154	5,76%	X
ΠΠΑΚ	1,5	0,3423	0,2282	22,82%	✓
ΒΙΟ	1,25	0,0196	0,01568	1,57%	X
ΒΙΣ	0,9	0,072	0,08	8,00%	X
ΒΟΣΥΣ	1,48	0,1526	0,103108108	10,31%	X
ΓΕΒΚΑ	0,326	0,0224	0,068711656	6,87%	X
ΝΙΟΥΣ	0,251	-0,1055	-0,420318725	-42,03%	X
ΕΛΤΚ	1,26	0,0929	0,073730159	7,37%	X
ΕΣΥΜΒ	0,466	-0,3123	-0,670171674	-67,02%	X
ΚΑΡΤΖ	4,2	0,5298	0,126142857	12,61%	✓
ΝΕΩΡΣ	0,125	N/A	N/A	N/A	N/A
ΟΛΘ	17,55	1,3973	0,079618234	7,96%	X
ΟΛΠ	13,3	0,268	0,020150376	2,02%	X
ΠΑΙΡ	0,167	0,027	0,161676647	16,17%	✓
ΠΕΤΡΟ	4,19	0,1914	0,045680191	4,57%	X
ΧΑΙΔΕ	0,284	-0,1793	-0,631338028	-63,13%	X

Πηγή: Ίδιοι υπολογισμοί

Εφαρμογή 2^{ου} κριτηρίου επιλογής

Σε αυτό το κριτήριο πρέπει οι εταιρείες που έχουν περάσει με επιτυχία το πρώτο κριτήριο να έχουν μερισματική απόδοση μεγαλύτερη ή ίση από τα δύο τρίτα της απόδοσης που προσφέρει το δεκαετές ομόλογο. Άρα οι εταιρείες πρέπει να έχουν μερισματική απόδοση μεγαλύτερη ή ίση από $(2/3) * 6,00\% = 4,00\%$. Η μερισματική απόδοση ισούται με το πηλίκο του μερίσματος ανά μετοχή προς τη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής πολλαπλασιασμένο με το 100. Από την ιστοσελίδα του χρηματιστηρίου <http://www.athexgroup.gr/el/> πάλι βρέθηκαν τα μερίσματα που ανακοινώθηκαν το 2016 και θα αποκοπούν το 2017, και γνωρίζοντας την τιμή κλεισίματος σε κάθε μετοχή από το πρώτο κριτήριο, γίνεται αντιληπτό ότι εύκολα προκύπτει η μερισματική απόδοση για κάθε μία από τις εταιρείες που εξετάζονται σε αυτό το κριτήριο.

Στον παρακάτω πίνακα εμφανίζονται τα αποτελέσματα των παρακάτω υπολογισμών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ 2ου ΚΡΙΤΗΡΙΟΥ ΓΙΑ ΤΙΣ ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

2ο	ΜΕΡΙΣΜΑ	ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	Μ/Ρ>4% ΕΠΙΤΥΧΙΑ Μ/Ρ<4% ΑΠΟΤΥΧΙΑ
ΑΣΚΟ	0	0,659	0,00%	x
ΝΑΚΑΣ	0	0,819	0,00%	x
ΕΛΙΝ	0,044	1	4,40%	✓
ΕΛΠΕ	0,2	4,42	4,52%	✓
ΜΟΗ	0,9	13,1	6,87%	✓
ΑΝΔΡΟ	0	14	0,00%	x
ΑΝΕΜΟΣ	0	0,899	0,00%	x
ΔΡΟΥΚ	0	0,7	0,00%	x
ΠΛΑΘ	0	0,304	0,00%	x
ΥΑΛΚΟ	0	0,04	0,00%	x
ΦΛΞΟ	0	2,95	0,00%	x
ΠΠΑΚ	0,12	1,5	8,00%	✓
ΚΑΡΤΖ	0,05	4,2	1,19%	x
ΠΑΙΡ	0	0,167	0,00%	x

Πηγή: Ίδιοι υπολογισμοί

Μετά την υλοποίηση του δεύτερου κριτηρίου επιλογής παρατηρούμε ότι καμία από τις εταιρείες του υπέρ-κλάδου του Εμπορίου, των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών, των Υπηρεσιών Κοινής Ωφέλειας, των Χημικών, των Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών δεν ανακοίνωσε μέρισμα στις οικονομικές καταστάσεις του 2016 οπότε και δεν πληρούν τα προαπαιτούμενα του 2ου κριτηρίου, ενώ και οι τρεις του υπέρ-κλάδου πετρελαίου και αερίου περνάνε επιτυχώς στο τρίτο κριτήριο ελέγχου και μόλις μία από τον υπέρ-κλάδο των Βιομηχανικών Προϊόντων και Υπηρεσιών

Εφαρμογή 3^{ου} κριτηρίου επιλογής

Στο τρίτο κριτήριο, σύμφωνα με τον Buffet, δεν πρέπει ο αγοραστής να δίνει περισσότερα χρήματα από το διπλάσιο της λογιστικής αξίας της μετοχής που θέλει να αγοράσει. Με άλλα λόγια, η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής πρέπει να είναι μικρότερη ή ίση από το διπλάσιο της λογιστικής της αξίας.

Σε αυτό το κριτήριο συγκρίνονται οι τιμές κλεισίματος των μετοχών για τις εταιρείες που πέρασαν με επιτυχία τα δύο πρώτα κριτήρια, με τη λογιστική τους αξία.

Για την εύρεση της λογιστικής αξίας έγινε χρήση της ιστοσελίδας <http://www.athexgroup.gr/el/>. Η λογιστική αξία της μετοχής της εταιρείας ισούται με το πηλίκο του συνόλου των Ιδίων Κεφαλαίων προς τον αριθμό των μετοχών. Στη συνέχεια, έγινε η σύγκριση της τιμής αυτής με τη χρηματιστηριακή τιμή της για την ημέρα που εξετάζεται η αξιολόγηση των μετοχών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ 3ου ΚΡΙΤΗΡΙΟΥ ΓΙΑ ΤΙΣ ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

3ο	ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΒΥ	P/BV	P/BV<2 ΕΠΙΤΥΧΙΑ P/BV>2 ΑΠΟΤΥΧΙΑ
ΕΛΙΝ	1	49700476	23828130	2,08579003	0,48	✓
ΕΛΠΕ	4,42	1590150	305635185	0,00520277	849,55	Χ
ΜΟΗ	13,1	706675	110782980	0,00637891	2053,64	Χ
ΠΠΑΚ	1,5	5093476	3953090	1,28847965	1,16	✓

Πηγή: Ίδιοι υπολογισμοί

Μετά την υλοποίηση του τρίτου κριτηρίου επιλογής παρατηρούμε, ότι δύο από τις τέσσερις εταιρείες περνάνε στην αξιολόγηση του τέταρτου κριτηρίου.

Εφαρμογή 4^{ου} κριτηρίου επιλογής

Στο κριτήριο αυτό θα χρειαστεί να συγκρίνουμε ένα μεγάλο αριθμό στοιχείων ώστε να μπορέσουμε να εξάγουμε το τελικό αποτέλεσμα για τις μετοχές που θα περάσουν ή όχι στο επόμενο κριτήριο αξιολόγησης. Σύμφωνα με το 4ο κριτήριο του Buffett θα πρέπει το τρέχον P/E, στη προκειμένη περίπτωση το P/E να είναι μικρότερο από το μισό του υψηλότερου P/E που σημείωσε η μετοχή κατά την τελευταία 5ετία. Επομένως πρέπει να βρεθεί το υψηλότερο P/E και μετά αφού η τιμή του διαιρεθεί με το 2 να συγκριθεί με το τρέχον P/E.

Για την εξαγωγή του αποτελέσματος αρχικά πρέπει να βρεθούν τα Κέρδη Ανά Μετοχή για κάθε εταιρεία για τις χρονιές από το 2012 μέχρι και το 2016. Στην συνέχεια για την εξαγωγή του τελικού συμπεράσματος, ως προς το ποιες εταιρείες είναι προσιτές για επένδυση σύμφωνα με τα κριτήρια επιλογής του Warren Buffet, θα πρέπει να βρεθεί το P/E κάθε εταιρείας για την τελευταία πενταετία, διαιρώντας τις τιμές κλεισίματος ημερησίως με την αντίστοιχη τιμή των Κερδών Ανά Μετοχή και στην συνέχεια να γίνει σύγκριση της τιμής του P/E κάθε εταιρείας με το μισό του υψηλότερου P/E κατά την τελευταία πενταετία. Οι παρακάτω πίνακες δείχνουν τα κέρδη ανά μετοχή των εταιρειών και την τελική κατάταξη βάσει αυτού του κριτηρίου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ 4ου ΚΡΙΤΗΡΙΟΥ ΓΙΑ ΤΙΣ ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

4ο		2016	2015	2014	2013	2012
ΕΛΙΝ	ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ	0,15	0,11	0,04	-0,08	-0,025
ΠΠΑΚ		0,34	0,31	0,32	0,19	-0,29

4ο	P/E (02/01/2017)	P/E MAX 5ΕΤΙΑΣ	P/E (MAX)/2	P/E<1/2P/E(MAX) ΕΠΙΤΥΧΙΑ P/E>1/2P/E(MAX) ΑΠΟΤΥΧΙΑ
ΕΛΙΝ	17,39	37,5	18,75	√
ΠΠΑΚ	11,78	5,53	2,765	Χ

Πηγή: Ίδιοι υπολογισμοί

Εφαρμογή 5^{ου} κριτηρίου επιλογής

Στο κριτήριο αυτό απαιτείται οι εταιρείες υπό μελέτη να έχουν τουλάχιστον διπλασιάσει την κερδοφορία τους κατά τη διάρκεια των τελευταίων 5 ετών. Ο συνδυασμός του 4ου και του 5ου κριτηρίου αυξάνει το βαθμό ασφαλείας επιλογής μετοχών διότι αν τελικά από το τέταρτο κριτήριο περνούσαν μετοχές απλά και μόνο λόγω της χρηματιστηριακής τους συμπεριφοράς τότε με το πέμπτο κριτήριο και τον παράγοντα της κερδοφορίας που εφαρμόζεται υπάρχει αυτόματα η ρύθμιση του.

Για τη συλλογή των στοιχείων βρέθηκαν οι τιμές των κερδών προ φόρων της μοναδικής εταιρείας που έφτασε στο πέμπτο κριτήριο αξιολόγησης από τα ετήσια οικονομικά για τα έτη 2012 έως και 2016. Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε το θετικό αποτέλεσμα της σύγκρισης του 5ου κριτηρίου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ 5ου ΚΡΙΤΗΡΙΟΥ ΓΙΑ ΤΙΣ ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

5ο	ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ					2016>2*2012 ΕΠΙΤΥΧΙΑ
	2012	2013	2014	2015	2016	
ΕΛΙΝ	-2270000	-2138000	1763000	5572000	6771000	√

Πηγή: Ίδιοι υπολογισμοί

Εφαρμογή 6^{ου} κριτηρίου επιλογής

Στο έκτο κριτήριο συγκρίνουμε το Κυκλοφορούν Ενεργητικό της κάθε εταιρείας με τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης). Το επιθυμητό αποτέλεσμα είναι το Κυκλοφορούν Ενεργητικό να είναι μεγαλύτερο από τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις, που σημαίνει να μπορεί δηλαδή η εταιρία ανά πάσα στιγμή να εξοφλήσει τα βραχυπρόθεσμα χρέη της.

Το Κυκλοφορούν Ενεργητικό αποτελείται από τα αποθέματα, οι απαιτήσεις, τα χρεόγραφα, τα διαθέσιμα και τους μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού, ενώ στις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις περιλαμβάνονται οι υποχρεώσεις οι οποίες έχουν προθεσμία εξόφλησης το τέλος της επόμενης χρήσης. Στοιχεία που ανήκουν στις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις αποτελούν οι προμηθευτές, τα εισπρακτέα γραμμάτια, οι διάφοροι πιστωτές, οι υποχρεώσεις σε τράπεζα, οι υποχρεώσεις από φόρους και τέλη και οι μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού.

Για την εξαγωγή αποτελέσματος με βάση το τελευταίο κριτήριο χρησιμοποιήθηκαν οι τιμές του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού και των Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων από τον ισολογισμό της εταιρείας ΕΛΙΝΟΙΑ για την χρήση του 2016 τα οποία μπορούμε να δούμε στον παρακάτω πίνακα:

ΠΙΝΑΚΑΣ 7

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ 6ου ΚΡΙΤΗΡΙΟΥ ΓΙΑ ΤΙΣ ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

6ο	ΕΛΙΝ 2016
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	115244637
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	97883771
Κ.Ε > Β.Υ ΕΠΙΤΥΧΙΑ	✓

Πηγή: Ίδιοι υπολογισμοί

Συμπεράσματα Μελέτης

Στην συγκεκριμένη μελέτη έγινε αξιολόγηση και επιλογή μετοχών από τους υπέρ - κλάδους του εμπορίου, του πετρέλαιο & αερίου, των πρώτων υλών, των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας, των χημικών, των προσωπικών και οικιακών αγαθών, των τηλεπικοινωνιών και τέλος των βιομηχανικών προϊόντων και υπηρεσιών για συνολικά 89 εταιρείες, σύμφωνα με τα κριτήρια του Warren Buffet.

Παρατηρήσαμε μετά την εφαρμογή των 6 κριτηρίων κατά Buffet ότι από τις ογδόντα εννέα μετοχές που εξετάστηκαν μόλις μία κατάφερε να περάσει με επιτυχία όλα τα κριτήρια. Το μεγαλύτερο ποσοστό αποτυχίας οφείλεται κυρίως στο 1ο κριτήριο και το 2ο κριτήριο καθώς σε αυτά απέτυχε οι πλειοψηφία των μετοχών. Για αυτό ευθύνονται τα πολύ μικρά έως μηδενικά κέρδη που δηλώνουν οι περισσότερες επιχειρήσεις και παράλληλα η απόφαση τους να μην διανέμουν μέρισμα είτε για λόγους ρευστότητας είτε για άλλες επενδυτικές αποφάσεις.

Στο τρίτο κριτήριο με επιτυχής μόνο δύο από εναπομείνασες τέσσερις εταιρείες φαίνεται ότι η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών αντικατοπτρίζει αρκετά την λογιστική τους αξία χωρίς να δημιουργεί αποτέλεσμα "φούσκας" λόγω προσφοράς και ζήτησης των επενδυτών. Το τέταρτο και τελευταίο χρηματιστηριακό κριτήριο των τρεχουσών κερδών ανά μετοχή σε σύγκριση με το υψηλότερο της τελευταίας πενταετίας είχε επιτυχία μόνο στη μία εταιρεία, αυτή της ΕΛΙΝΟΙΑ μεταφέροντας τη στα τελευταία δυο κριτήρια.

Το πέμπτο και έκτο κριτήριο αυξάνουν την ασφάλεια επιλογής μετοχών λόγω της εξέτασης αυτών όχι χρηματιστηριακά αλλά βάση κερδοφορίας και ρευστότητας. Αποτέλεσμα αυτών είναι και η διάκριση της μετοχής της εταιρείας ΕΛΙΝΟΙΑ (ΕΛΙΝ) σε επικρατέστερη για επένδυση βάσει των 6 κριτηρίων του Buffett.

Αυτό που ο ίδιος ο Warren Buffett διδάσκει εν κατακλείδι 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 εμπεριστατωμένη μελέτη που θα προφυλάξουν

τον επενδυτή από κινδύνους και θα τον οδηγήσουν σε μια σταθερή επενδυτική συμπεριφορά.

Από όλα τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό ότι η επιλογή ενός αποτελεσματικού χαρτοφυλακίου είναι μια πολυσύνθετη και χρονοβόρα διαδικασία που μας επιβάλλει μια πολύπλευρη μελέτη γύρω από κάθε μετοχή. Ακόμα όμως και με τους πλέον κατάλληλους υπολογισμούς και την εξέταση των αρμόδιων δεικτών δεν μπορούμε να είμαστε ποτέ σίγουροι για την πορεία της κάθε μετοχής και την απόδοση που θα έχουμε.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αθανάσιος Γ.Νούλας, "Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου" (2016)
2. Δημήτρης Βασιλείου, Νικόλαος Ηρειώτης, "Ανάλυση Επενδύσεων και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου" (2015)
3. Γεωργιάδης Ν. Ηρ., Λιβάνης, Ευστράτιος Σ. Μέθοδοι ανάλυσης αγοράς & μετοχών: τεχνικά & θεμελιώδη κριτήρια. (2004).
4. Γκίνολγου Δ, Μωυσής Σ, Ταχυνάκης Π, "Γενική Χρηματοοικονομική Λογιστική" (2005)
5. Καραγιάννης Δ, "Ανάλυση Ισολογισμών και Αριθμοδείκτες" (2008)
6. Λαζαρίδης Γ, Παπαδόπουλος Δ, " Επιχειρηματική Ανάλυση και Προσδιορισμός της αξίας" (2010)
7. Kilpatrick A. "Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett" (2004)
8. Νικόλαος Γεωργιάδης "Ο δείκτης Price Earnings Growth (P.E.G.)" publ. Investment Research & Analysis Journal (2007).
9. Miles P. Robert Warren Buffett wealth: principles and practical methods used by the world's greatest investor. John Wiley and Sons (2004).
10. Roberts M., The Value Of Technical Analysis, Ohio State University Publ. December 5, (2002).
11. Michael Thomsett, "Getting started in Fundamental Analysis", (2006)
12. Joshua Kennon, "P/E Ratio: Using the Price to Earnings Ratio as a quick way to value a stock", publ. begginersinvest.about.com (2009)

ΧΡΗΣΙΜΕΣ ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

1. <http://www.naftemporiki.gr>
2. <http://el.wikipedia.org>
3. <http://athexgroup.gr/el>
4. <http://www.capital.gr/>
5. <http://www.euro2day.gr/>
6. <http://www.businessnews.gr/>
7. <https://www.forbes.com/>

