

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Δεκέμβριος 2009

Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης

Υπεύθυνος Ανάλυσης

Valuation & Research Specialists (“VRS”)

www.valueinvest.gr - www.iraaj.gr

Valuation &
Research
Specialists

Αποτίμηση Θεμελιωδών Παραγόντων

- Αποτελεί τη σημαντικότερη μέθοδο προσέγγισης της αξίας της αγοράς μετοχών στο μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα.
- Ερμηνεύει κατά προσέγγιση το 80% της μελλοντικής πορείας μιας αγοράς μετοχών μακροπρόθεσμα.
- Ερμηνεύει κατά προσέγγιση το 10%-20% της μελλοντικής πορείας μιας αγοράς μετοχών βραχυπρόθεσμα (ιδιαίτερα σε περιόδους υψηλής μεταβλητότητας).

■ Η νέα περίοδος αβεβαιότητας στην οποία εισήλθε η διεθνής αγορά μετοχών στα τέλη του 2009, καθιστά το ρόλο της θεμελιώδους ανάλυσης και των αποτιμήσεων λιγότερο σημαντικό. Το «παζλ» των αγορών μετοχών δεν είναι ολοκληρωμένο και το περιβάλλον παραμένει δυναμικό.

Καθοριστικοί Παράγοντες των Αποτιμήσεων

- Required Return on Equities (ή Required Rate of Return)
- Risk Premium
- Beta Factor
- Επίπεδο & Ρυθμός Ανάπτυξης Εταιρικών Κερδών

Όποτε οι Επενδυτές θεωρούν τις αποδόσεις στο Χρηματιστήριο κατώτερες της επιθυμητής απόδοσης (Required Rate of Return), οι αποτιμήσεις των μετοχών θα υποχωρούν σε χαμηλότερα επίπεδα μέχρι τη χρονική στιγμή κατά την οποία τα εταιρικά κέρδη θα αυξάνονται σε τέτοιο βαθμό που θα τεκμηριώνουν υψηλότερες εταιρικές αξίες.

Αβεβαιότητα ----> Αύξηση Ρίσκου ----> Αύξηση Επιθυμητής Απόδοσης ----> **Κάμψη Αποτιμήσεων**



Διεθνείς Κύκλοι Αποτιμήσεων βάσει P/E, Περίοδος 1980 – 2002 (Η.Π.Α.)

Chart 3: S&P Price/Earnings & Price/Trend Earnings (1980-2002)



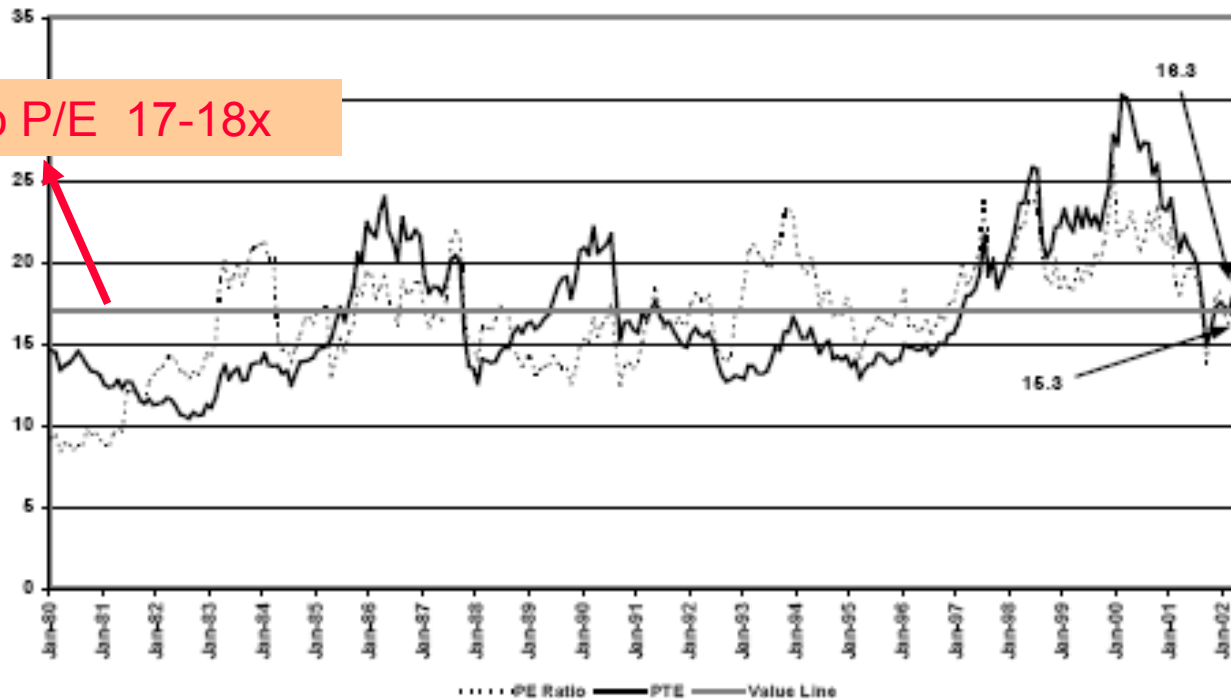
Μέσο P/E 17-18x

Ο
Τελευταίος
Κύκλος
Αποτίμησης
κράτησε
σχεδόν 20
έτη

Valuation &
Research
Specialists

Διεθνείς Κύκλοι Αποτιμήσεων βάσει P/E, Περίοδος 1980 – 2002 (Γερμανία)

Chart 4: Germany Price/Earnings & Price/Trend Earnings (1980-2002)



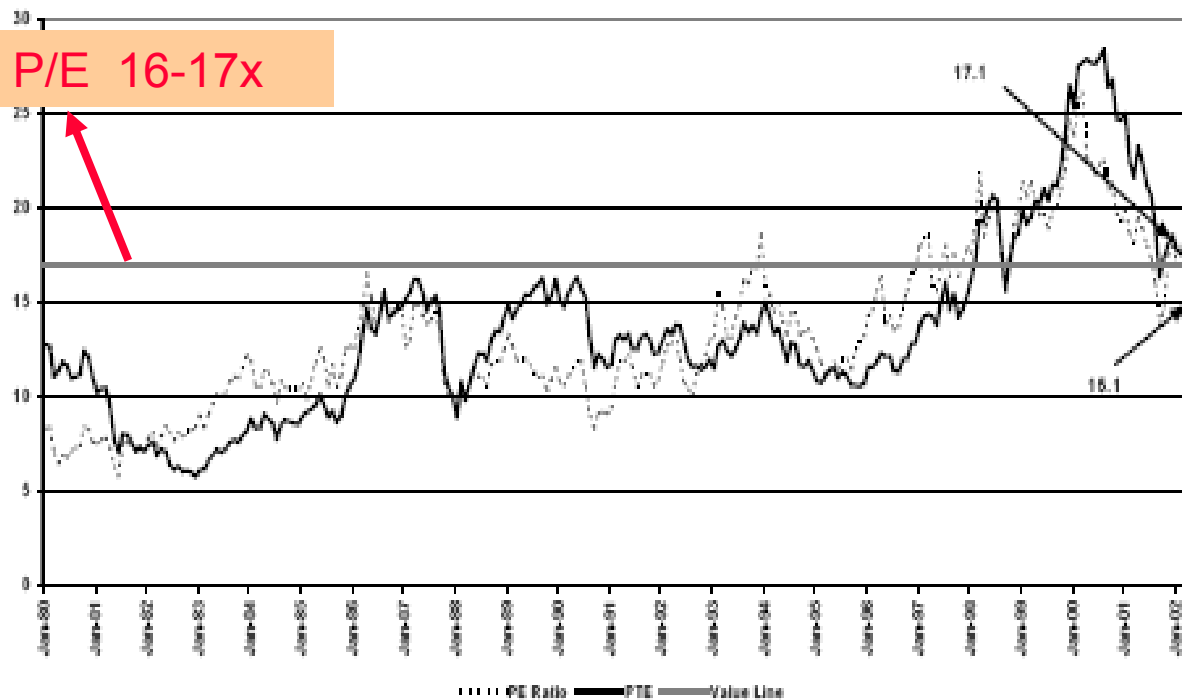
Μέσο P/E 17-18x

Διεθνείς Κύκλοι Αποτιμήσεων

βάσει P/E, Περίοδος 1980 – 2002 (Γαλλία)

Chart 5: France Price/Earnings & Price/Trend Earnings (1980-2002)

Μέσο P/E 16-17x



Διεθνείς Κύκλοι Αποτιμήσεων

βάσει P/E, Περίοδος 1980 – 2002 (Βρετανία)

Chart 6: UK Price/Earnings & Price/Trend Earnings (1980-2002)

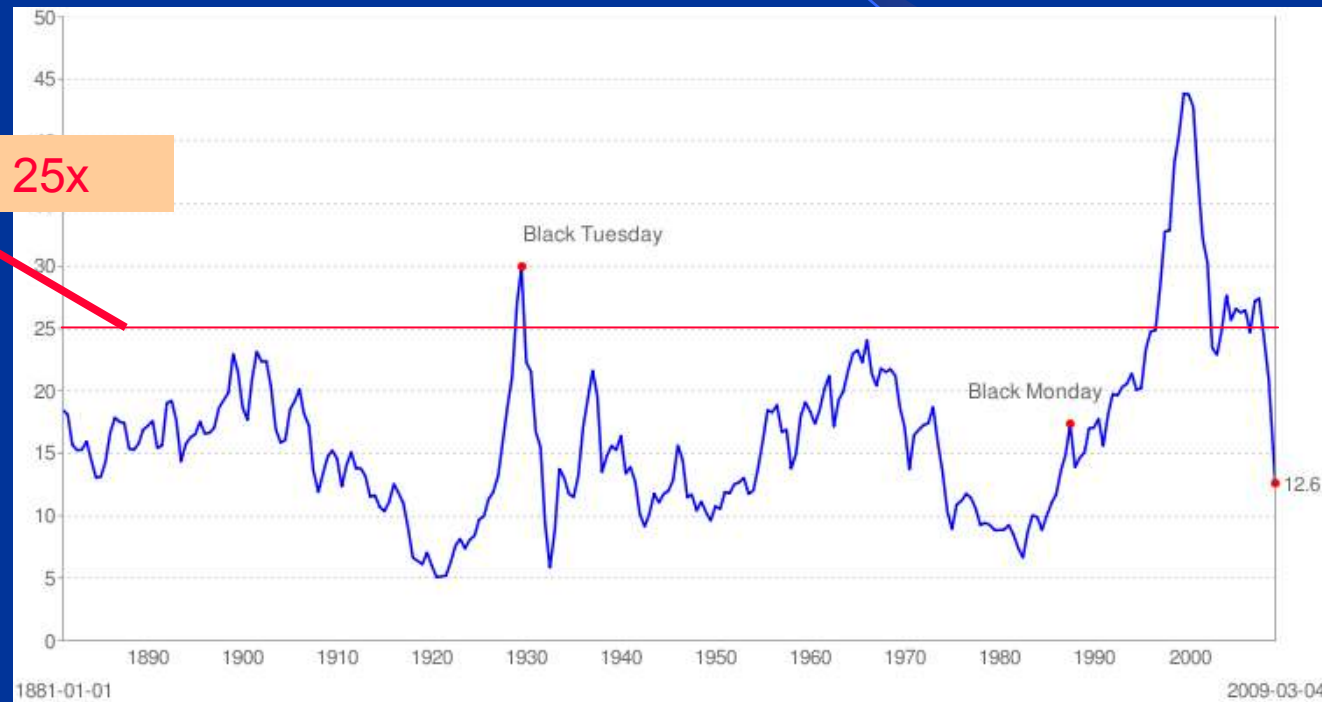
Μέσο P/E 16-17x



Η.Π.Α.: Ιστορική Αποτίμηση

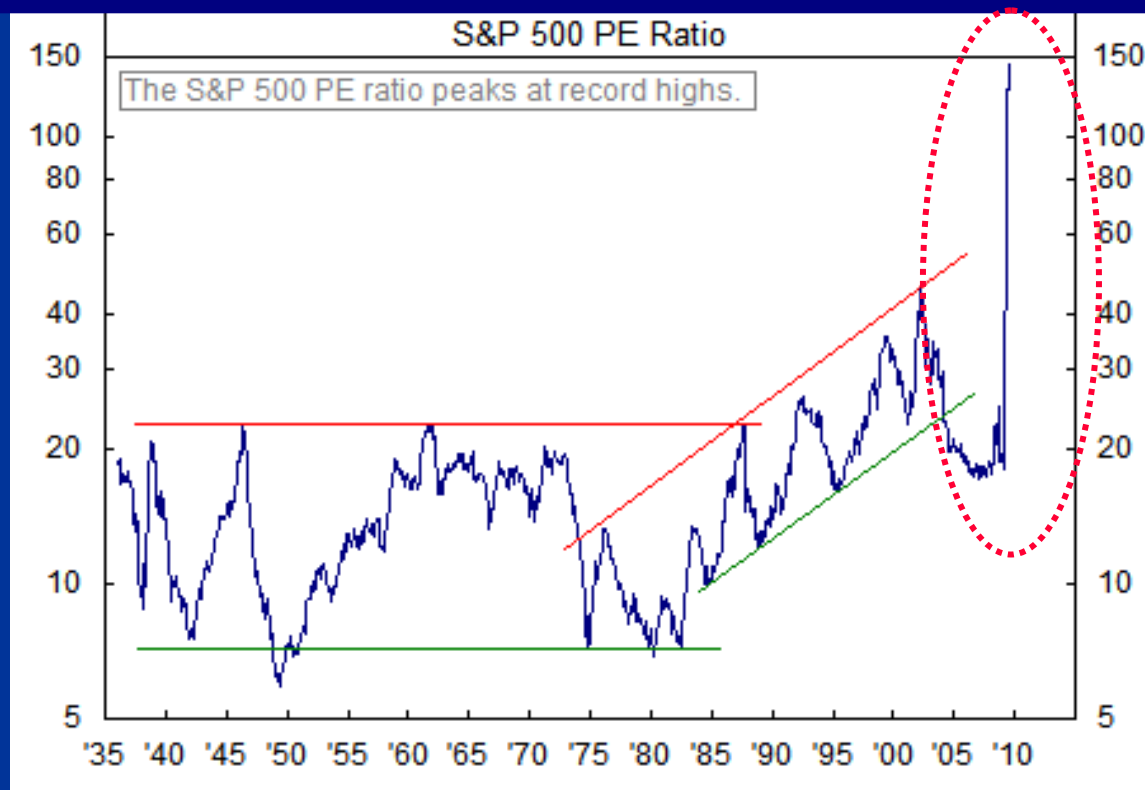
βάσει P/E, Περίοδος 1880 – Μάρτιος 2009

Μέσο P/E 25x



Η.Π.Α. S&P 500: Ιστορική Αποτίμηση

βάσει P/E, Περίοδος 1935 – Τέλη 2009



Μήπως οι αποτιμήσεις άρχισαν να «ακριβαίνουν» ξανά;

Διαχρονικές Τιμές Παραμέτρων (Διεθνές Περιβάλλον)

- Required Return on Equities (ή Required Rate of Return)

Κυμαίνεται από 8% έως 12% ανάλογα της χρηματιστηριακής συγκυρίας

- Risk Premium

Κυμαίνεται από 4% έως 7%

Το risk premium ήταν 4,37% στις αρχές 2008, αυξήθηκε στο 6,43% στα τέλη 2008 (το υψηλότερο επίπεδο από το 1978), υποχώρησε εκ νέου στο 4,97% τον Οκτώβριο 2009 και σήμερα τείνει να αυξάνεται εκ νέου.

- Beta Factor

0.8 – 1.5

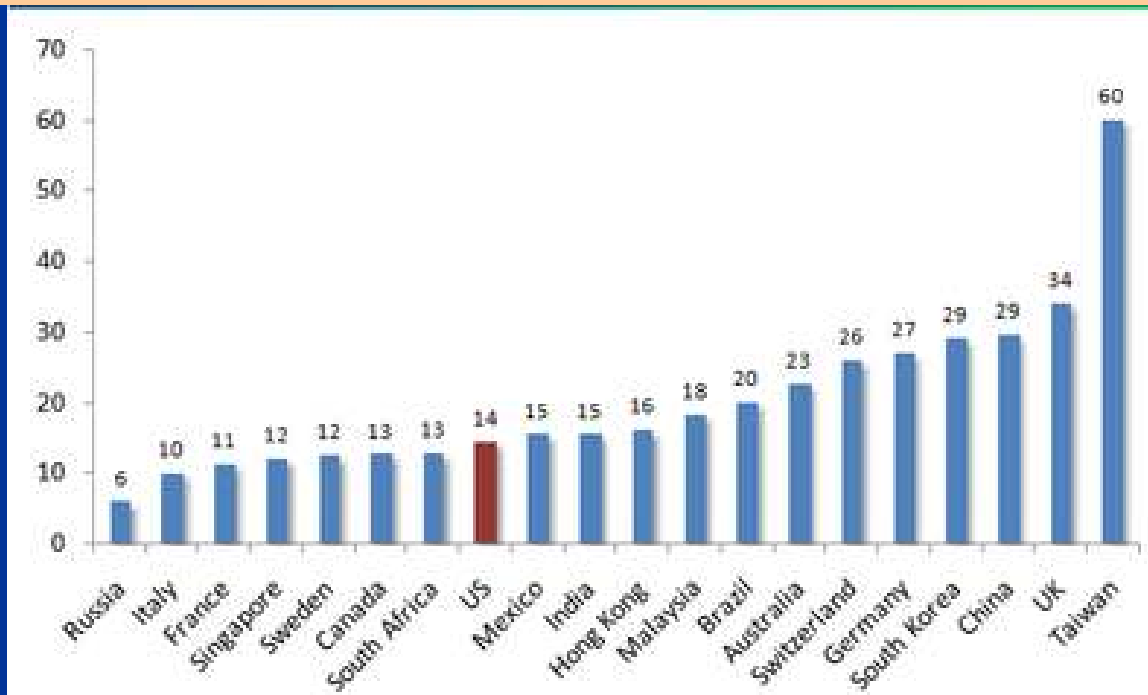
- Επίπεδο & Ρυθμός Ανάπτυξης Εταιρικών Κερδών

Από έντονα αρνητικά έως έντονα θετικά



Το “Premium” των Αποτιμήσεων

Δείκτες P/E Διεθνών Αγορών Μετοχών



Όσο υψηλότερο το risk premium, τόσο υψηλότερη η επιθυμητή απόδοση και τόσο μεγαλύτερο το “premium” των αγορών

Σημείωση: Ενδεικτικές ιστορικές αποτιμήσεις.

Πηγή: Bespoke Investment Group

Τιμές Παραμέτρων (Ελλάδα, Σήμερα)

- Risk Free Rate (Επασφάλιστρο Κινδύνου)

Κυμαίνεται άνω του 5%

- Risk Premium

Σήμερα κυμαίνεται από 6% έως 7%

- Beta Factor

0.8 – 1.5

- Ρυθμός Ανάπτυξης Εταιρικών Κερδών

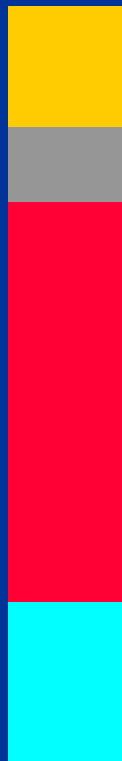
Αρνητικός ρυθμός ανάπτυξης, έως –25% σε ετήσια βάση στο 9μηνο του 2009

- Required Return on Equities (ή Required Rate of Return)

Διαμορφώνεται τουλάχιστον στο επίπεδο του 11%-12%

Βαθμοί Επίδρασης στις Αποτιμήσεις σε Περιόδους Έντονης Μεταβλητότητας

Απώλειες σε Υποθετική Αποτίμηση 100 εκατ. €



..... 10-15 εκατ. € λόγω risk premium

..... 5 εκατ. € λόγω συντελεστή beta

..... ~ 20 εκατ. € λόγω αναθεώρησης κερδών

Διαγραφή ασώματων παγίων στοιχείων ή / και συμμετοχών

[Υπάρχουν ασώματα στοιχεία 2,6 τρισ. δολ. στον S&P 500 που αντιπροσωπεύουν το 10% όλων των ενεργητικών στοιχείων. Οι διαγραφές ίσως ανέλθουν σε 200 δισ. δολ.] Πηγή: Goldman Sachs



Αποτίμηση Παγκόσμιας Αγοράς

- Αποτίμηση Συνολικής Παγκόσμιας Αγοράς Χρεογράφων : >150 τρισ. €
 - Αποτίμηση Παγκόσμιας Αγοράς Μετοχών : 35-40 τρισ. €
 - Αποτίμηση Ελληνικής Αγοράς Μετοχών : ~ 80-82 δισ. €
 - Ποσοστό Ελλάδας προς τον Κόσμο : 0.20% ή 2 χιλιοστά του συνόλου
-
- EPS Growth Κόσμου : 8% (2007), 13,6% (2008), , 10%-20% (2009)
 - P/E Κόσμου : 14 x (ΚΜΦ 2007), 11-12x (ΚΜΦ 2008), 18-19x (ΚΜΦ 2009)
 - PEG Κόσμου : ~1x
 - Μερισματική Απόδοση Κόσμου (2008) : <2%
[Οι εταιρίες του S&P μείωσαν τη διανομή μερισμάτων κατά 48 δισ. δολ. για το 2008 ή κατά το 15% του Α.Ε.Π. της Ελλάδας]

Πηγές : Economist, JCF Quant, Equity Research Reports, ΤΤΕ, κλπ.



Ποια Ήταν η Εικόνα του Έτους 2008

Έτος Υψηλού Κινδύνου : Risk Premium, Beta 

80% Πιθανότητα για Ύφεση στις Η.Π.Α. (έλαβε χώρα το 2008 - 2009)

Αναθεώρηση Κερδών : Οι δείκτες αποτίμησης βασίζονται μέχρι σήμερα σε μη αναθεωρημένα κέρδη

Εάν οι επενδυτές μιας αγοράς «πεισθούν» ότι το risk premium (4-5% → 6-7%) είναι πλέον μεγαλύτερο από ότι στο πρόσφατο παρελθόν, τότε κεφαλαιοποιήσεις της τάξεως των 100 εκατ. € δύναται να υποχωρήσουν σε 70-90 εκατ. € μόνο από τη συγκεκριμένη παράμετρο.



Η Εικόνα του Έτους 2009

Έτος Ελεγχόμενου Κινδύνου : **Risk Premium, Beta**

[Τα κυβερνητικά “πακέτα” έδειξαν να αποδίδουν καρπούς]

Σταδιακή έξοδος από την ύφεση της μεγαλύτερης οικονομίας, των Η.Π.Α.

Πρόβλεψη Κερδών : **Ανάκαμψη κατά μέσο όρο στην παγκόσμια αγορά μετοχών**

Παράγοντες διαφοροποίησης : **Υποβαθμίσεις εταιριών, διαγραφές περιουσιακών στοιχείων, profit warnings**

Στο μεγαλύτερο μέρος του 2009, το risk premium υποχώρησε οπότε οι κεφαλαιοποιήσεις ανέκαμψαν [Η.Π.Α. – Ελλάδα].



Δείκτης Dow
Jones, 2009



Γενικός Δείκτης
Χ.Α., 2009

Αποτιμήσεις Δεικτών & Κλάδων

Ευρώπη - Η.Π.Α. (Απρίλιος 2003)

	EPS Growth '03	P/E 2003
S&P 500	12.30%	16.30
Dow Jones	8.20%	17.00
Banks	17.40%	12.00
Construction	7.10%	10.00
Energy	5.60%	12.30
Financials	76.90%	12.20
Food & Beverage	1.60%	13.60
<hr/>		
DJ Euro Stoxx	38.70%	13.70
DJ Euro Stoxx 50	49.50%	13.80
DAX	76.50%	14.50
CAC-40	58.60%	13.40
FT 100	9.40%	13.10
ASE (Ελλάδα)	17.70%	10.90

Ημερομηνία: 10 April 2003. Πηγή: JCF

Χαμηλοί δείκτες
P/E, κάτω από
τους ιστορικούς
μέσους όρους

Valuation &
Research
Specialists

Αποτιμήσεις Δεικτών & Κλάδων (Ιανουάριος 2008)

	P/E 2008 (neg. growth)	P/E 2008	EPS Growth '08	P/E 2007
MSCI World Index	16.09	12.24	13.60%	13.90
World Energy	12.92	10.53	10.20%	11.60
World Financials	12.93	9.42	15.70%	10.90
World Industrials	16.23	12.78	11.90%	14.30
World IT	24.25	16.03	20.40%	19.30
World Telecoms	16.33	13.36	10.00%	14.70
World Utilities	18.19	15.78	7.10%	16.90
USA Energy	14.91	10.91	15.50%	12.60
USA Financials	19.36	10.13	31.30%	13.30
USA Industrials	17.46	13.77	11.80%	15.40
USA IT	25.00	16.67	20.00%	20.00
USA Telecoms	17.65	13.35	13.90%	15.20
USA Utilities	17.78	15.74	6.10%	16.70

Ημερομηνία: 21 January 2008. Πηγή: JCF

Αποτιμήσεις Δεικτών Σήμερα

Ευρώπη – Η.Π.Α. – Κόσμος

ΑΓΟΡΑ / ΧΩΡΑ	P/E (x) 2009	P/E (x) 2010
Κόσμος	18-19	
Γερμανία	16,6	12,5
Γαλλία	15,6	11,8
Βρετανία	14,9	12,3
Η.Π.Α.	19,5	

Πηγή: JCF, Συγκλίνουσες προβλέψεις β' εξαμήνου 2009.

Οι αποτιμήσεις των αγορών προεξοφλούν ότι η «κοινή γνώμη» των αναλυτών αναμένει θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης της κερδοφορίας το 2010



Αποτιμήσεις Κλάδων, Έτος 2009

Ευρώπη – Η.Π.Α.

ΚΛΑΔΟΣ	ΕΥΡΩΠΗ P/E (x)	Έτος 2009 ΚΑΜ (EPS) %	Η.Π.Α. P/E (x)	Έτος 2009 ΚΑΜ (EPS) %
Τράπεζες	20	έως +30%	20-25	μ/δ
Τηλεπικοινωνίες	11	2% έως 5%	15	-25,00%
Βιομηχανία	17	-27,00%	16-18	-30,00%
Ενέργεια	14	-47,00%	18-20	-50,00%
Υψηλή Τεχνολογία	>20	-45,00%	18-20	έως 5+%

Πηγή: JCF, Συγκλίνουσες προβλέψεις β' εξαμήνου 2009.

Προσδοκία αρνητικών ρυθμών ανάπτυξης κερδών σε αρκετούς κλάδους

Αποτιμήσεις Κλάδων, Έτος 2010

Ευρώπη – Η.Π.Α.

ΚΛΑΔΟΣ	ΕΥΡΩΠΗ Έτος 2010		Η.Π.Α. Έτος 2010	
	P/E (x)	KAM (EPS) %	P/E (x)	KAM (EPS) %
Τράπεζες	15	έως +30%	15	έως +50%
Τηλεπικοινωνίες	10	5,00%	14	5% έως 10%
Βιομηχανία	15	15% έως 20%	15 έως 17	10,00%
Ενέργεια	10	έως +30%	14	έως 40%
Υψηλή Τεχνολογία	15	έως +50%	16	20,00%

Πηγή: JCF, Συγκλίνουσες προβλέψεις β' εξαμήνου 2009.

Προσδοκία επίτευξης θετικών ρυθμών ανάπτυξης κερδοφορίας



Σύγκριση Αποτιμήσεων «Τότε και Σήμερα»

Έτος 2003

- EPS Growth : 8-11% (Η.Π.Α.), 9-12% (Ευρώπη)
- Μέσο P/E : 16-17x (Η.Π.Α.), 13-14x (Ευρώπη)

Έτος 2008

- EPS Growth : -20% (Η.Π.Α.), -25% (Ευρώπη)
- Μέσο P/E : 15-17x (Η.Π.Α.), 10-12x (Ευρώπη)

Έτος 2009

- EPS Growth : 2%-12% (Η.Π.Α.), 20%-30% (Ευρώπη)
- Μέσο P/E : 17-22x (Η.Π.Α.), 15-17x (Ευρώπη)

Έτος 2010

- EPS Growth : >20% (Η.Π.Α.), 25%-30% (Ευρώπη)
- Μέσο P/E : 14-18x (Η.Π.Α.), 12-14x (Ευρώπη)

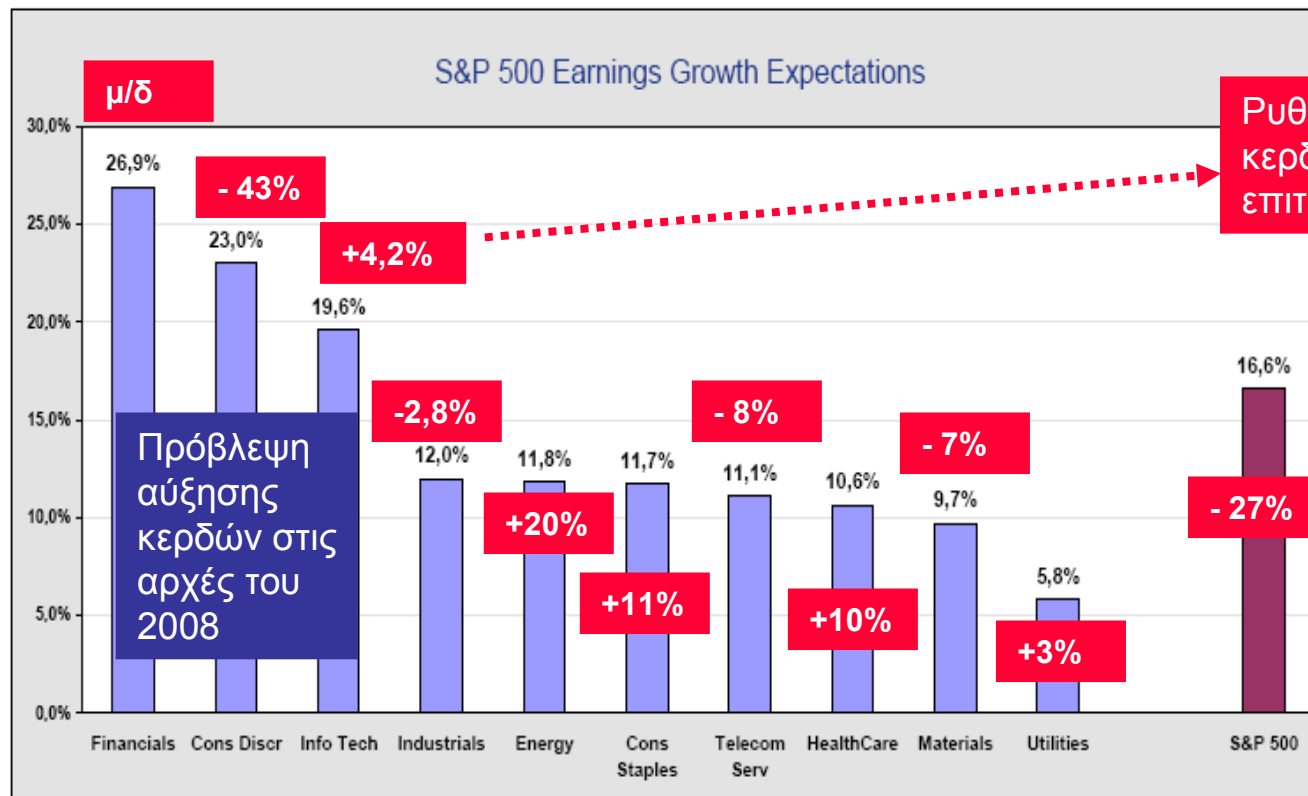
Πηγές: Economist, JCF Quant, Equity Research Reports, etc.

Αν και δεν φαίνεται να υπάρχει σημαντική υπερτίμηση των αγορών μετοχών, οι δείκτες αποτίμησης για το έτος 2010 υποδηλώνουν από μετριοπαθή αισιοδοξία έως και σκεπτικισμό



Οι Προσδοκίες των Αναλυτών για την Αύξηση των Εταιρικών Κερδοφοριών το 2008

Χαμηλός ο βαθμός επαλήθευσης

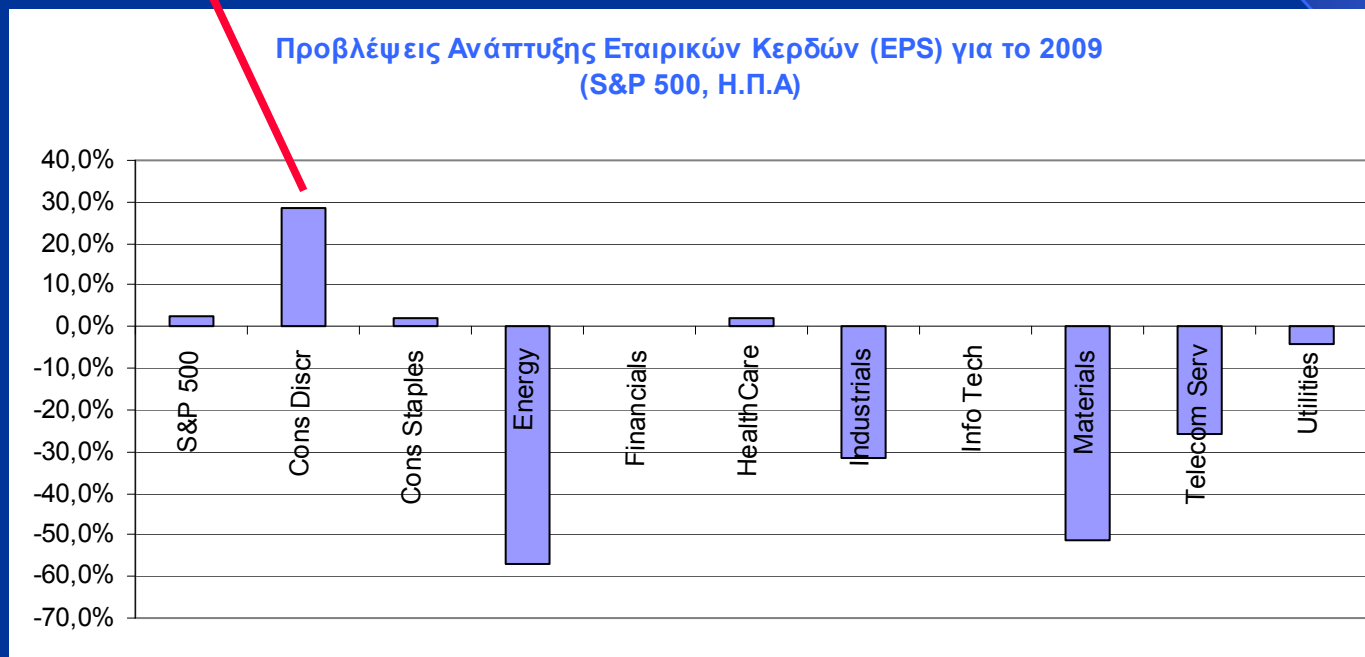


Πηγή: JCF, VRS.

Valuation &
Research
Specialists

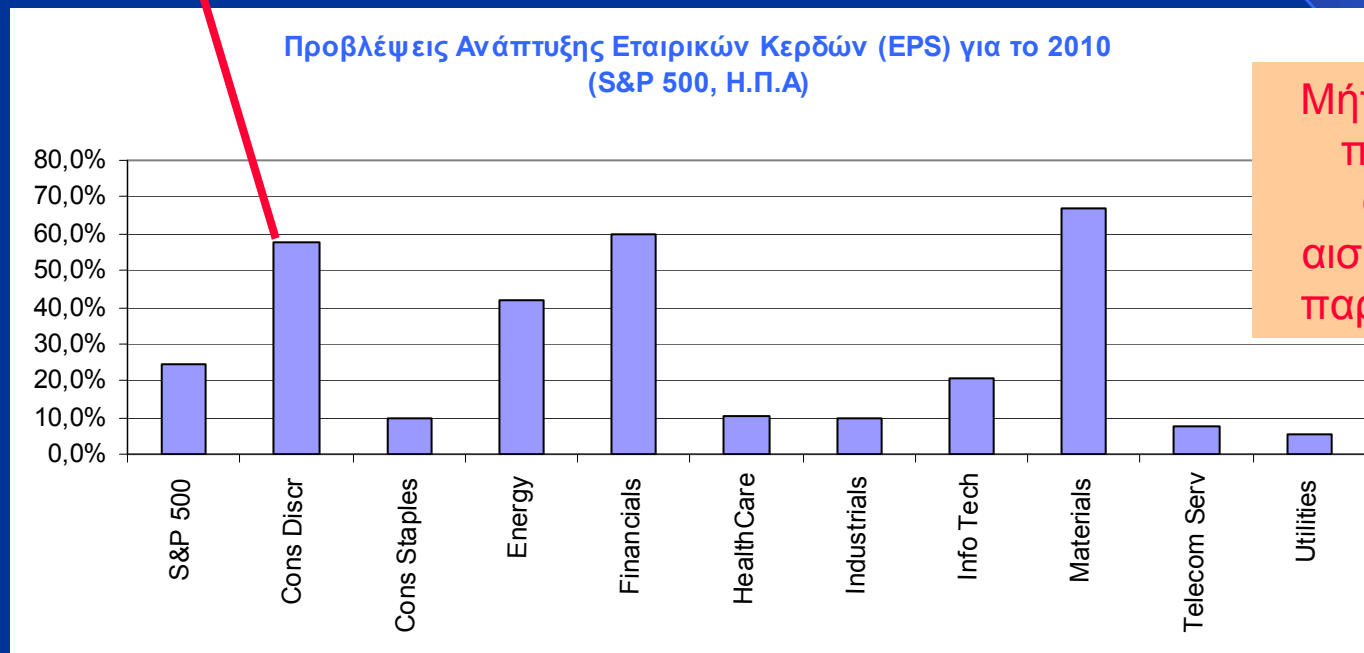
Οι Προσδοκίες των Αναλυτών για τις Εταιρικές Κερδοφορίες το 2009

Σε ποιο βαθμό μπορούν να επαληθευτούν οι προβλέψεις;



Οι Προσδοκίες των Αναλυτών για τις Εταιρικές Κερδοφορίες το 2010

Σε ποιο βαθμό μπορούν να επαληθευτούν οι προβλέψεις;



Μήπως κάποιες
προβλέψεις
φαίνονται
αισιόδοξες στην
παρούσα φάση;

Αποτίμηση Αγοράς Μετοχών βάσει Δείκτη P/E (1)

- Η Αγορά Μετοχών βρίσκεται σε Στάδιο Ισορροπίας όταν οι επενδυτές λαμβάνουν μία απόδοση ίση με το Required Rate of Return από την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους σε μετοχές.
- Όσο αυξάνεται ο κίνδυνος που ενσωματώνει η αγορά μετοχών στην επαλήθευση των μελλοντικών αποτιμήσεων τόσο αυξάνεται και η επιθυμητή απόδοση (Required Rate of Return) από μέρους των επενδυτών.
- Εάν υποθεθεί ότι σε περίοδο «ισορροπίας» το Required Rate of Return = 6% τότε ο αντίστροφος λόγος είναι 16,7 που αποτελεί το δείκτη P/E της αγοράς μετοχών.

Ο τελευταίος διεθνής κύκλος αποτιμήσεων απέδειξε ότι ο δείκτης 17x είναι ένας διατηρήσιμος μέσος δείκτης P/E στις αγορές μετοχών. Κατά άλλες εκδοχές αντιπροσωπευτικός είναι και ένας μέσος δείκτης P/E 15x, ενώ μπορεί να φθάσει μέχρι το επίπεδο των 20x.

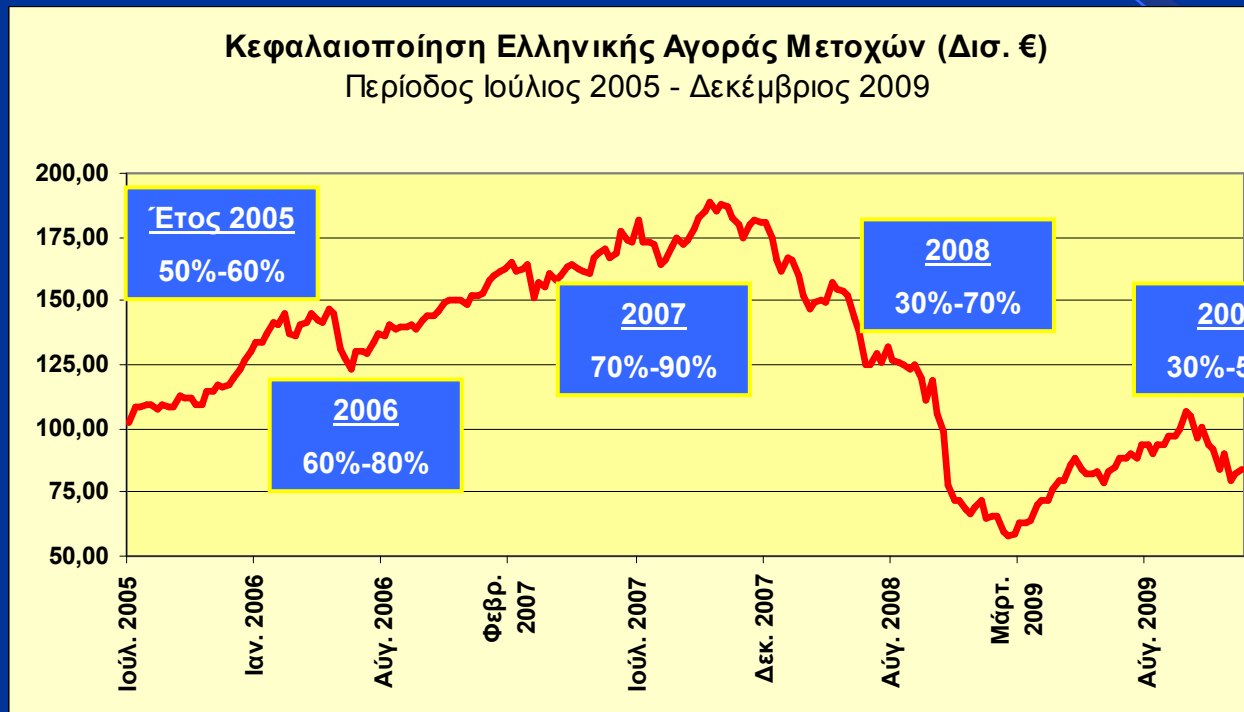
Αποτίμηση Αγοράς Μετοχών βάσει Δείκτη P/E (2)

- Ιστορικά, ο δείκτης P/E έχει φθάσει στα επίπεδα του 7x σε περιόδους έντονης αναταραχής (Α' Παγκόσμιος Πόλεμος, Πόλεμος Κορέας δεκαετία 1950, περιόδους στασιμοπληθωρισμού).
- Επίσης έχει ξεπεράσει τα επίπεδα του 30x κατά στην ολοκλήρωση του τελευταίου μακροχρόνιου bull market της περιόδου 1982 – 2000.
- Υπήρξαν ιστορικές περιόδους όπου ο δείκτης P/E της αγοράς υποχωρούσε συνεχώς επί 20 σχεδόν έτη (1895 – 1915).

Στην περίοδο 1919 – 2008, η μέση απόδοση ενός ομολόγου AAA ήταν 6,1%. Συνεπώς, ένας μέσος δείκτης P/E 15x στις αγορές μετοχών για την περίοδο 1919 – 2003 υποδηλώνει ένα “earnings yield” της τάξεως του 6,6%. Εάν υποθεθεί ότι το 6,6% είναι η μικρότερη επιθυμητή απόδοση από τους επενδυτές, τότε ένας διατηρήσιμος μέσος δείκτης P/E δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερος του 15x.

Ελληνική Αγορά Μετοχών

[Κεφαλαιοποίηση / Α.Ε.Π.]



Διαχρονικός

Δείκτης

Κεφαλαιοποίησης
Ελληνικού
Χρηματιστηρίου
προς Α.Ε.Π.

Σεπτ. 1999: >150%

Δεκ. 2009: 40%

Ελληνική Αγορά Μετοχών Γενικός Δείκτης Χ.Α. 1985 - 2009



Ενδεικτικοί
Δείκτες P/E

(Πολλαπλασιαστές
Κερδών μ.φ.)



Σύγκριση Ελληνικών & Ξένων Τραπεζών το Έτος 2007

	P/BV 2007 (x)	P/E 2007 (x)
ΕΤΕ	2,7-2,9	12,0-13,0
EFG EUROBANK	2,0-2,5	10,0-12,0
ALPHA BANK	2,5-3,0	10,0-13,0
ΤΡ. ΠΕΙΡΑΙΩΣ	2,0-2,5	10,0-13,0
ΑΤΕbank	2,0-2,5	11,0-13,0
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡ.	2,5-3,0	25,0-30,0
ΤΡ. ΚΥΠΡΟΥ	2,8-3,3	10,0-13,0
<hr/>		
CREDIT SUISSE (Ελβετία)	1,0-1,5	6,0-8,0
BANCO SANTANDER (Ισπανία)	1,25-1,75	8,0-10,0
BANCO COM. PORT. (Πορτογαλία)	1,0-2,0	10,0-13,0
UNI CREDITO (Ιταλία)	1,0-1,5	8,0-10,0
HSBC HOLD. (Βρετανία)	1,0-2,0	8,0-10,0
RBS (Βρετανία)	0,5-1,0	4,0-5,0
DEUTSCHE BANK (Γερμανία)	0,5-1,5	5,0-8,0
COMMERZBANK (Γαλλία)	0,5-1,0	6,0-8,0
CREDIT AGRICOLE (Γαλλία)	0,5-1,0	6,0-8,0
BANK OF AMERICA (ΗΠΑ)	1,0-1,5	9,0-12,0

Ημερομηνία: 20/1/2008. Πηγή: Εκθέσεις Επενδυτικών Οίκων.

**Ελληνικές
Τράπεζες
υπερτιμημένες
έναντι των
ξένων τραπεζών**

Valuation &
Research
Specialists

Σύγκριση Ελληνικών & Ξένων Τραπεζών το Έτος 2009

	P/BV 2009 (x)	P/E 2009 (x)
ETE	<1,4	8 έως 10
EFG EUROBANK	<1,2	14
ALPHA BANK	<1	10
ΤΡ. ΠΕΙΡΑΙΩΣ	<1	12
ΑΤΕbank	1,5	>20
ΤΡ. ΚΥΠΡΟΥ	<1,4	10
CREDIT SUISSE (Ελβετία)	<2	9
UNI CREDITO (Ιταλία)	<1	30
HSBC HOLD. (Βρετανία)	<2	24
DEUTSCHE BANK (Γερμανία)	<1	8
BNP (Γαλλία)	<1	11
CREDIT AGRICOLE (Γαλλία)	<1	20
JP MORGAN (ΗΠΑ)	1	20

Ημερομηνία: Δεκέμβριος 2009. Πηγή: Bloomberg, Εκθέσεις Επενδυτικών Οίκων.

**Ενδεικτικοί
Δείκτες
Αποτίμησης**

Valuation &
Research
Specialists

Μοντέλο Αποτίμησης Αγοράς Μετοχών

	ΕΛΛΑΔΑ	ΗΠΑ
Επιτόκιο Μηδενικού Κινδύνου	5,10%	3,60%
Επασφάλιστρο Κινδύνου	6,50%	5,00%
Required Rate of Return	11,60%	8,60%
Θεωρητικός Δείκτης P/E (x)	8,62	11,63
Τρέχων Δείκτης P/E (x)	10,0-12,0	18,0-19,0

Πηγή: Bloomberg, JCF, Επενδυτικές Εκθέσεις, VRS.

Διαχρονικά, οι αποτιμήσεις των αγορών ενσωματώνουν ένα “premium” σε σύγκριση με τα θεωρητικά τους επίπεδα

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

- Οι αποτιμήσεις έγιναν πιο “ορθολογικές” τα τελευταία 2 έτη, αλλά εμπνέουν μικτά μηνύματα
- Το “downside risk” είναι υπαρκτό (λόγω πιθανής αναθεώρησης κερδών) αλλά μάλλον φαίνεται να είναι χαμηλό μέχρι σήμερα
- Η ποιότητα, επίτευξη και η διατήρηση της κερδοφορίας σε ένα πλήθος κλάδων της διεθνούς αλλά και της ελληνικής οικονομίας παραμένει “ερωτηματικό”
- Οι χαμηλοί δείκτες αποτίμησης υποδηλώνουν αγορές μετοχών στις οποίες “πιστεύουν” λιγότερο οι επενδυτές

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Έτος 2009	ΕΛΛΑΔΑ
Δείκτης P/E	10,0-12,0
EV/EBITDA	>7
Price / Book Value	<2
Μερισματική Απόδοση	<3%

Πηγή: Bloomberg, JCF, Επενδυτικές Εκθέσεις, VRS.

ΤΕΛΟΣ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗΣ



Valuation &
Research
Specialists

