

# ΑΝΑΛΥΣΗ & ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

## Μία Σύνοψη των Βασικών Μοντέλων Πρόβλεψης

**Τα Πλεονεκτήματα & Μειονεκτήματα των Μεθόδων  
Αποτίμησης βάσει των Πρακτικών που Εφαρμόζονται  
από Ευρωπαίους & Έλληνες Αναλυτές**

Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης

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

Κατά την τελευταία 10ετία, μία βασική μεθοδολογία αποτίμησης τραπεζικών μετοχών που χρησιμοποιήθηκε από τους περισσότερους “θεμελιώδεις” αναλυτές, αφορούσε σε μία εκδοχή του λεγόμενου μοντέλου ανάπτυξης “Gordon” (“Gordon Growth Model”). Σε διάφορες κατά καιρούς αναλύσεις από Ευρωπαϊκούς, αλλά και Ελληνικούς οίκους, παρατηρήθηκε η πρακτική εξαγωγής της «δίκαιης» τιμής μιας μετοχής, βάσει της σχέσης μεταξύ των δύο ακόλουθων παραμέτρων: (α) του “δίκαιου” δείκτη τιμή προς λογιστική αξία (“price / book value”), και (β) της τραπεζικής κερδοφορίας ως προς το κόστος κεφαλαίου, προσαρμοσμένου με το ρυθμό ανάπτυξης (κερδών ή μερισμάτων) της αντίστοιχης τράπεζας.

Η προαναφερθείσα μεθοδολογία παρουσιάζεται (με λατινικούς όρους) στην ακόλουθη εξίσωση:

---

$$[ \text{“Δίκαιος” Δείκτης } P / BV = ( ROE - g ) / ( CoE - g ) ]$$

---

όπου τα παραπάνω σύμβολα ερμηνεύονται ως εξής:

P = Τιμή μετοχής

BV = Λογιστική αξία ανά μετοχή

ROE = Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων

CoE = Κόστος (μετοχικού) κεφαλαίου

g = Μακροπρόθεσμος ρυθμός ανάπτυξης

Η εξίσωση αυτή – η οποία είναι γνωστή και ως “Προσέγγιση της Καθαρής Θέσης” (“Net Asset Value Approach”) – αποτέλεσε και εξακολουθεί να αποτελεί εδώ και χρόνια μία σχετικά απλή στη χρήση της μέθοδο για την αποτίμηση της “δίκαιης” αξίας μιας τράπεζας και τιμής της αντίστοιχης μετοχής της. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η εν λόγω μέθοδος δεν διακρίνεται από ιδιαίτερη πολυπλοκότητα, καθώς εφαρμόζεται με τη βοήθεια σχετικά απλών παραμέτρων που τουλάχιστον - και εκ πρώτης όψης - δεν επιδέχονται παρερμηνεύσεων.

Από την άλλη πλευρά, το γεγονός ότι οι παράμετροι της παραπάνω εξίσωσης υπολογίζονται με σχετικά απλό τρόπο, δεν παραμερίζει το γεγονός της σπουδαιότητάς τους στη διαμόρφωση επιστημονικής άποψης για την αξία μιας τραπεζικής μετοχής. Ειδικότερα μέσω της μεθόδου, τόσο οι Ευρωπαίοι όσο και οι Έλληνες αναλυτές έχουν καταρχήν την ευκαιρία να υπολογίσουν την **Αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων** («καθαρά κέρδη μετά από φόρους / σύνολο ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας»), η οποία αποτελεί έναν από τους πιο βαρυσήμαντους δείκτες όταν η σκέψη μιας εταιρίας “στρέφεται” προς τους μετόχους της. Επίσης, ο υπολογισμός του **Κόστους (Μετοχικού) Κεφαλαίου** εξάγεται μέσω του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου (“risk free rate”), στο οποίο προστίθεται ο προσαρμοσμένος - βάσει του δείκτη “beta” - κίνδυνος της αγοράς μετοχών (στη διεθνή βιβλιογραφία η εξίσωση αυτή είναι γνωστή ως ακολούθως:  $CoE = RF + MRP \times Beta$ ). Τέλος, για τον προσδιορισμό του πραγματικού **ρυθμού ανάπτυξης** μιας τράπεζας – “g” ή growth που αφορά σε μελλοντικά κέρδη ή μερίσματα – οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές αξιολογούν τόσο την ιστορική επίδοση μιας τράπεζας όσο και τις προοπτικές της, χρησιμοποιώντας τις περισσότερες φορές το ένστικτό τους και σε μικρότερο βαθμό επιστημονικά κριτήρια. Βέβαια, με όλα όσα προαναφέρθηκαν, η πιθανότητα ομοφωνίας μεταξύ της αναλυτικής κοινότητας ως προς τη «δίκαιη» τιμή (ή τιμή «στόχο») μιας τραπεζικής μετοχής είναι μάλλον ανέφικτη, τόσο λόγω των πολλών παραμέτρων που υπεισέρχονται στο υπόδειγμα όσο και λόγω της υποκειμενικής κρίσης του κάθε χρηματοοικονομικού αναλυτή.

Η «δίκαιη» τιμή μιας τραπεζικής μετοχής μπορεί συμπερασματικά να εξαχθεί μέσω της ακόλουθης εξίσωσης:

---

$$[ \text{«Δίκαιη» Τιμή} = \text{«Δίκαιος» Δείκτης P / BV} \times \text{Τρέχουσα Λογιστική Αξία ή BV} ]$$

---

Βάσει της προαναφερθείσας μεθοδολογίας και της υπόθεσης περί – εκ των πραγμάτων - ανέφικτης ομοφωνίας στην αγορά, είναι φυσικό να διαμορφώνονται κατά καιρούς πολλές και διαφορετικές απόψεις για την πραγματική αξία μιας τράπεζας, στοιχείο το οποίο είναι μάλλον καλό για μια χρηματιστηριακή αγορά που «θέλει» να θεωρείται αποτελεσματική.

Ωστόσο όπως θα παρουσιασθεί αμέσως πιο κάτω, το συγκεκριμένο μοντέλο – παρά την εκτενή του χρήση από αναλυτές στην Ελλάδα και την Ευρώπη - διακρίνεται από σημαντικές αδυναμίες και διακριτές ελαστικότητες ως προς το τελικό του αποτέλεσμα.

Το μεγαλύτερο μέρος της κριτικής που ασκείται στο εν λόγω μοντέλο, επικεντρώνεται στις υποθέσεις (ή υποθετικά σενάρια) που λαμβάνουν χώρα για την εξαγωγή του τελικού αποτελέσματος, και ειδικότερα για την αξιοπιστία ή «ανθεκτικότητα» αυτών των υποθέσεων στο μακροχρόνιο ορίζοντα. Μάλιστα η «ευαισθησία» αυτού μοντέλου σε αρκετές παραμέτρους και υποθέσεις, δημιουργεί εκ των πραγμάτων μια **μεγάλη μόχλευση** μεταξύ των στοιχείων που εισάγονται στην εν λόγω εξίσωση και του εξαγόμενου αποτελέσματος. Για παράδειγμα, παρατηρείται το φαινόμενο όπου **πολύ μικρές αλλαγές στις υποθέσεις του μοντέλου τείνουν να οδηγούν σε ιδιαίτερα μεγάλες αποκλίσεις στον τελική αποτίμηση της τραπεζικής μετοχής, επιτρέποντας ουσιαστικά την εξαγωγή οποιασδήποτε επιθυμητής τιμής από τον αναλυτή** (ανάλογα με τους στόχους του επενδυτικού οίκου, «αγοράς» ή «πώλησης»). Επιπρόσθετα, πολλές από τις υποθέσεις που πρέπει να εισαχθούν παραμένουν άκρως υποκειμενικές και επακόλουθα δεν μπορούν ούτε να επιβεβαιωθούν ούτε να απορριφθούν. Είναι ενδεικτικό ότι ένα εύρος υποθετικών τιμών μεταξύ 8% - 9% στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (“ROE”) μπορεί να «προκαλέσει» ένα εύρος μεταβολών μεταξύ 0% - 20% στη δυνητική απόδοση (“upside potential” ή διαφορά μεταξύ «δίκαιης» και τρέχουσας τιμής) μιας τραπεζικής μετοχής, όταν όλες οι άλλες παράμετροι παραμένουν σταθερές.

Παράλληλα, εξίσου σημαντικές αδυναμίες που θα πρέπει να επισημανθούν σε επίπεδο λειτουργίας του προαναφερθέντος μοντέλου αποτίμησης είναι και οι ακόλουθες:

**α)** Το μοντέλο θεωρείται «μεροληπτικό» όσον αφορά στην επίδραση που «του ασκεί» η πρόβλεψη κερδοφορίας για βραχυχρόνια και μεσοχρόνια διαστήματα. Ειδικότερα, όταν οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές εισάγουν πρόβλεψη ως προς το ρυθμό ανάπτυξης βραχυχρόνιων περιόδων, ο εν λόγω ρυθμός τείνει να είναι υψηλότερος, με αποτέλεσμα να παράγονται υψηλότερες αποτιμήσεις για την εξεταζόμενη τραπεζική μετοχή (αυτό ισχύει όταν ικανοποιείται η σχέση  $ROE > CoE$ ).

**β)** Το μοντέλο αυτό δεν θεωρείται ως ιδανικό για τις τράπεζες εκείνες, οι οποίες δραστηριοποιούνται στις αναδυόμενες αγορές ή σε περιοχές, στις οποίες δεν υπάρχουν στη διάθεση των αναλυτών μεγάλης χρονικής διάρκειας ιστορικά στοιχεία. Το γεγονός αυτό καθιστά με τη σειρά του ιδιαίτερα δύσκολο ή ακόμη και χωρίς σημασία τον υπολογισμό ορισμένων παραμέτρων (όπως του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου και του δείκτη “beta”).

**γ)** Η τελική αποτίμηση της τραπεζικής μετοχής τείνει να υπερεκτιμάται, καθώς η εξίσωση του μοντέλου προσαρμόζεται βάσει του “g” – ρυθμός

ανάπτυξης κερδών ή μερισμάτων (επίσης αυτό ισχύει όταν ικανοποιείται η σχέση  $ROE > CoE$ ).

Ο επόμενος πίνακας παρουσιάζει τις βασικές υποθέσεις, οι οποίες λαμβάνουν χώρα από τους αναλυτές κατά την εφαρμογή του σχετικού μοντέλου:

Κίνδυνος Χώρας / Αγοράς	Κόστος Μετοχικού Κεφαλαίου	«Equity Risk Premium»	Μακροχρόνια Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	Μακροχρόνιος Ρυθμός Ανάπτυξης (“g”)
-------------------------	----------------------------	-----------------------	-------------------------------------	-------------------------------------

Από την άλλη πλευρά όμως, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η εξεταζόμενη μεθοδολογία εξαγωγής της «δίκαιης» τιμής μιας τραπεζικής μετοχής εμφανίζει ορισμένα πλεονεκτήματα, τα σημαντικότερα εκ των οποίων είναι τα ακόλουθα:

- α) Το μοντέλο λαμβάνει υπόψη του τις πιο σημαντικές παραμέτρους ή χρηματοοικονομικούς δείκτες ενός τραπεζικού ιδρύματος (όπως για παράδειγμα τα στοιχεία ROE, CoE, g, BV).
- β) Επικεντρώνεται στην απόδοση της αξίας για τους μετόχους.
- γ) Ενσωματώνει την παράμετρο του κινδύνου.
- δ) Ενσωματώνει τις προσδοκίες ανάπτυξης κερδών ή μερισμάτων στο μέλλον.

### Η Εφαρμογή του Μοντέλου – Τελικά Συμπεράσματα

Σε γενικές γραμμές, γίνεται κατανοητό από τα παραπάνω σημεία ότι οι αναλυτές συνηθίζουν να χρησιμοποιούν το εν λόγω μοντέλο με υποστηρικτικό κυρίως τρόπο, προκειμένου να ενισχύσουν τα επιχειρήματά τους ως προς τη «δίκαιη» τιμή μιας τραπεζικής μετοχής. Κάτω από αυτήν την οπτική γωνία, καθίσταται αναγκαία η πλήρης διατύπωση και αποσαφήνιση των υποθέσεων που γίνονται με σκοπό την εξαγωγή του αποτελέσματος. Βέβαια αποτελεί πλέον ένα είδος αξιώματος ότι «... όσο πιο “σοφιστικέ” και θεωρητικά “σωστό” είναι ένα μοντέλο αποτίμησης, τόσο σε υψηλότερο βαθμό βασίζεται στην εισαγωγή πολλών παραμέτρων προκειμένου να εξαχθεί ένα τελικό αποτέλεσμα, και συνεπώς τόσο περισσότερο “αναξιόπιστο” γίνεται όχι μόνο για τους αναλυτές αλλά και για τους επενδυτές ... »

Για το λόγο αυτόν, όταν οι αναλυτές χρησιμοποιούν το εν λόγω μοντέλο στις αναλύσεις τους, εκπονούν παράλληλα μία ανάλυση «ευαισθησίας», υποδηλώνοντας τον τρόπο βάσει του οποίου η «δίκαιη» τιμή (η τιμή «στόχος») μιας τραπεζικής μετοχής μπορεί να μεταβάλλεται λόγω μικρών / μεγάλων μεταβολών στο “g” ή στο “ROE.”

## Ορισμένες Ιδέες για την Εκτίμηση των Παραμέτρων του Μοντέλου

Στην πράξη ομολογουμένως εμφανίζονται πολλοί και διαφορετικοί τρόποι που εφαρμόζονται τόσο από Ευρωπαίους όσο και από Έλληνες αναλυτές για την ορθότερη εκτίμηση των παραμέτρων του εν λόγω μοντέλου.

**“g”:** Η παράμετρος αυτή αντανακλά την προσδοκώμενη μακροχρόνια ανάπτυξη μιας τράπεζας. Στην εκτίμησή της βοηθά η γνώση του μέσου ετήσιου ρυθμού ανάπτυξης (M.E.P.A. ή CAGR) που αφορά σε περίοδο τόσο με ιστορικά όσο και με προβλεπόμενα έτη. Εδώ, οι αναλυτές συνηθίζουν να χρησιμοποιούν ρυθμούς ανώτερους των ρυθμών ανάπτυξης του Α.Ε.Π. χωρών (στις οποίες εδρεύουν οι προς ανάλυση τράπεζες) με μικρή τραπεζική διείσδυση και αντιστρόφως.

**Κόστος Κεφαλαίου:** Υπολογίζεται ως το άθροισμα του επιτοκίου άνευ κινδύνου και του λεγόμενου “market risk premium”, προσαρμοσμένου βάσει του δείκτη “beta”. Το “market risk premium” εκτιμάται βάσει του επιπέδου διαφάνειας μιας χρηματιστηριακής αγοράς, της ελεύθερης διασποράς της μετοχής και της κεφαλαιοποίησης της αντίστοιχης τράπεζας. Για παράδειγμα, όταν μία τράπεζα διακρίνεται στο παρελθόν από συνεχείς αρνητικές εκπλήξεις κερδοφορίας, τότε αυτό πρέπει να είναι υψηλότερο.

[ **Επιτόκιο Μηδενικού Κινδύνου:** Συνήθως αντιπροσωπεύει την απόδοση στη λήξη του μακροχρόνιου κρατικού ομολόγου.

**Δείκτης “Beta”:** Μεγάλος αριθμός εταιρικών πράξεων (όπως αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου κ.λ.π.) τείνουν να κλονίζουν την αξιοπιστία του εν λόγω δείκτη. ]

**Διατηρήσιμη ή Επιτεύξιμη Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (“ROE”):** Στην περίπτωση αυτήν, η εκτίμηση του χρηματοοικονομικού αναλυτή μπορεί να αποδειχθεί ιδιαίτερα υποκειμενική. Πάντως, ο συγκεκριμένος δείκτης αντανακλά την ικανότητα μιας τράπεζας να αποδώσει αξία στους μετόχους υπό τη μορφή κερδών, και ειδικότερα μερισμάτων, υπό ομαλές συνθήκες αγοράς στο μακροχρόνιο ορίζοντα. Προς αυτήν την κατεύθυνση, οι αναλυτές εξετάζουν συνήθως τις ιστορικές χρηματοοικονομικές επιδόσεις της εκάστοτε τράπεζας.

Αμέσως πιο κάτω, παρουσιάζονται ορισμένες επιλεκτικές εκδοχές των μοντέλων αποτίμησης τραπεζών:

### Μοντέλο Αποτίμησης 1

	Προβλεπ. Έτος 1	Προβλεπ. Έτος 2	Προβλεπ. Έτος 3	Προβλεπ. Έτος 4	Προβλεπ. Έτος 5
ROE (Αποδ. Ιδίων Κεφ.)	%	%	%	%	%
BV / S (Λογ. Αξία / Μετοχή)	Ποσό	Ποσό	Ποσό	Ποσό	Ποσό
Μερίσματα	Ποσό	Ποσό	Ποσό	Ποσό	Ποσό
Τελική Αξία Προβλ. Περιόδου	0	0	0	0	Ποσό

### Μοντέλο Αποτίμησης 2

Προεξοφλ. Μερίσματα	Ποσό
Προεξοφλ. Τελική Αξία	Ποσό
Αξία – Στόχος 12 Μηνών	Τιμή

### Μοντέλο Αποτίμησης 3 / Ανάλυση “Ευαισθησίας”

Στην περίπτωση αυτήν, οι αναλυτές επιλέγουν την «καταλληλότερη» αξία (ή «δίκαιη» τιμή) βάσει του πιθανέστερου σεναρίου ανάπτυξης της τράπεζας, στη δεδομένη χρονική στιγμή κατά την οποία δημοσιοποιείται η ανάλυση.

	ROE Επίπεδο 1 (%)	ROE Επίπεδο 2 (%)	ROE Επίπεδο 3 (%)
Ρυθμός Ανάπτυξης 1 (%)	«Δίκαιη Τιμή»	«Δίκαιη Τιμή»	«Δίκαιη Τιμή»
Ρυθμός Ανάπτυξης 2 (%)	«Δίκαιη Τιμή»	«Δίκαιη Τιμή»	«Δίκαιη Τιμή»
Ρυθμός Ανάπτυξης 3 (%)	«Δίκαιη Τιμή»	«Δίκαιη Τιμή»	«Δίκαιη Τιμή»

Πηγές: Διεθνής βιβλιογραφία χρηματοοικονομικών θεμάτων, αναλύσεις Ευρωπαϊκών και Ελληνικών οίκων.

**Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη**

---

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) και στην παρούσα ανάλυση (ή γενικά παρουσίαση) βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία, επίσημες ανακοινώσεις και άλλες εξειδικευμένες πηγές πρωτογενούς ή δευτερογενούς έρευνας, οι οποίες κατά την άποψη των εκπροσώπων του δικτυακού τόπου είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικείμενου. Το IRAJ δεν έχει προβεί σε πρωτογενή ή εμπειρισταταμένο έλεγχο του συνόλου των αναγραφόμενων πληροφοριών / στοιχείων και κατά συνέπεια δεν εγγυάται με απόλυτο τρόπο την ποιοτική και ποσοτική ακρίβεια των δεδομένων και απόψεων που εμπεριέχονται σε αυτήν. Η πληροφόρηση και οι απόψεις που παρουσιάζονται, υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης, αποτελούν προϊόν συνθετικής και κριτικής μεθόδου, και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία χωρίς καμία ειδοποίηση από μέρους του IRAJ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, είναι πιθανόν, οι απόψεις που βασίζονται σε διαφορετική μεθοδολογία ανάλυσης (θεμελιώδη, τεχνική ή στατιστική ανάλυση) αλλά και σε διαφορετική θεώρηση να μην βρίσκονται, κατά αναγκαίο τρόπο, σε απόλυτη αρμονία μεταξύ τους και ως εκ τούτου τα εξαγόμενα δεδομένα / συμπεράσματα ανάλογα με τα χρησιμοποιηθέντα κριτήρια να δίστανται ή να διαφοροποιούνται. Οι αγορές μετοχών, χρήματος και εμπορευμάτων χαρακτηρίζονται παραδοσιακά από υψηλό βαθμό μεταβλητότητας (volatility), με αποτέλεσμα να καθίσταται κατά καιρούς ιδιαίτερα δύσκολη η απόπειρα πρόβλεψης των μελλοντικών τάσεων. Παράμετροι, όπως οι εταιρικές εξελίξεις, οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές ισορροπίες, οι κλιματολογικές συνθήκες, το επίπεδο των αποθεμάτων και η εν γένει προσφορά και ζήτηση των προς διαπραγμάτευση χρεογράφων παρουσιάζουν ταχείς ρυθμούς αλλαγών ως προς την πληροφόρηση που διαχέεται στην επενδυτική κοινότητα και κατά συνέπεια οι εναλλαγές των προσδοκιών οδηγούν με τακτικό και συνήθως απρόβλεπτο τρόπο σε μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών.

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

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

---