

Επενδύοντας σε Μετοχές

Η χρονική αξία του χρήματος και ο 'Mr. Market'

Πριν ξεκινήσουμε να συζητάμε για αποτιμήσεις μετοχών, καλό θα είναι να ξεκαθαρίσουμε πρώτα ότι για τον συντηρητικό επενδυτή μια εταιρεία αξίζει τόσο, όσο είναι οι (σε σημερινές τιμές) αποτιμήσεις των χρηματικών ροών που αναμένεται να παράγει στο μέλλον από την λειτουργία της.

Παίρνοντας το παράδειγμα μιας εταιρείας η οποία θα λειτουργήσει για τα επόμενα δύο χρόνια και στην συνέχεια θα ρευστοποιήσουμε τα περιουσιακά της στοιχεία και θα κλείσει.

1. Τον πρώτο χρόνο αναμένουμε διανεμηθέντα κέρδη στους μετόχους 100 χιλ. €.
2. Τον δεύτερο χρόνο αναμένουμε διανεμηθέντα κέρδη στους μετόχους 80 χιλ. €.
3. Τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας θα ρευστοποιηθούν με την συμπλήρωση του δεύτερου χρόνου και θα διανεμηθούν στους μετόχους. Η αξία της ρευστοποίησης εκτιμάτε ότι θα είναι 120 χιλ. €.

Αν λάβουμε υπόψη ένα προεξοφλητικό επιτόκιο 10% τότε η σε σημερινές αποτιμήσεις αξία των χρηματικών αυτών ροών θα είναι:

1. $100.000 / (1 + 0,1)^1 = 90.909$
2. $80.000 / (1 + 0,1)^2 = 66.116$
3. $120.000 / (1 + 0,1)^2 = 99.174$

Η συνολική αποτίμηση της εταιρείας θα είναι 256.199 €. Αν η εταιρεία έχει 100χιλ. μετοχές τότε η δίκαιη αποτίμηση κάθε μετοχής θα είναι 2,56 €.

Ο 'Mr. Market', μια εικονική προσωπικότητα που αποτελεί το σύνολο της χρηματιστηριακής αγοράς, κάθε μέρα θα δίνει γραπτά στο ταμπλό την δική του αποτίμηση γι' αυτήν την εταιρεία. Ανάλογα με την ψυχολογία που θα επικρατεί στην αγορά, άλλοτε η αποτίμηση θα είναι αισιόδοξη με βάση τα ρεαλιστικά κριτήρια του συντηρητικού επενδυτή και άλλοτε θα είναι απαισιόδοξη. Ο συντηρητικός επενδυτής θα πρέπει να προχωρά σε αγορά των μετοχών της εταιρείας όταν ο 'Mr. Market' του την προσφέρει σε μια απαισιόδοξη αποτίμηση η οποία θα είναι αρκετά χαμηλότερη από αυτή που θεωρεί δίκαιη. Η διαφορά μεταξύ της δίκαιης αποτίμησης και της απαισιόδοξης τιμής που προσφέρει ο 'Mr. Market' να του πουλήσει είναι το 'margin of safety'.

Συνοψίζοντας θα λέγαμε ότι επιδίωξη του συντηρητικού επενδυτή είναι:

- Να διακρίνει ποιοτικές εταιρείες που έχουν προοπτική να διατηρήσουν ή να αυξήσουν τις χρηματικές ροές προς τους μετόχους τους στο μέλλον.
- Να αποτιμήσει ρεαλιστικά αυτές τις χρηματικές ροές.
- Να αγοράσει τις εταιρείες όταν ο 'Mr. Market' τις προσφέρει σημαντικά χαμηλότερα από αυτή την αποτίμηση ('margin of safety').

- Να τις ρευστοποιήσει όταν ο 'Mr. Market' του προσφέρει κάτι ελκυστικότερο ή όταν πλέον προσφέρεται να τις αγοράσει πίσω σε τιμή ίση ή μεγαλύτερη από την ρεαλιστική αποτίμηση.

Στην επόμενη παράγραφο θα εξετάσουμε μαθηματικά πως εκτιμούμε την δύναμη της βαρύτητας που ασκούν τα επιτόκια στο ύψος των αποτιμήσεων μιας εταιρείας μέσω ενός απλού μοντέλου αποτίμησης των μελλοντικών χρηματικών ροών.

Dividend Discount Model

Για να αντιληφθούμε την σημερινή αξία χρημάτων που πρόκειται να εισπράξουμε στο μέλλον, απαιτούνται κάποιοι πρόσθετοι υπολογισμοί. Εάν τοποθετήσουμε 20 € σε ένα τοκοφόρο γραμμάτιο που μας αποδίδει ετήσιο επιτόκιο 4% τότε σε τρία χρόνια τα χρήματα αυτά θα είναι:

$$20 \cdot (1 + 0,04)^3 = 22,50\text{€}$$

Κατά συνέπεια η παρούσα αξία 22,50€ που θα λάβουμε σε τρία χρόνια είναι 20€. Γενικά, η παρούσα αξία ενός κεφαλαίου k που θα λάβουμε σε n χρόνια είναι:

$$p = \frac{k}{(1+r)^n}$$

όπου r είναι το ετήσιο επιτόκιο αν υποθέσουμε ετήσιο ανατοκισμό του κεφαλαίου. Στην περίπτωση που λαμβάνουμε εισόδημα k κάθε χρονιά και για τα επόμενα n χρόνια τότε η παρούσα αξία αυτών των χρηματικών ροών θα είναι:

$$p = \frac{k}{1+r} + \frac{k}{(1+r)^2} + \dots + \frac{k}{(1+r)^n} = k \cdot \frac{(1-X^n)}{1-X}, \text{ όπου } X = \frac{1}{1+r}$$

Ο τύπος αυτός μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να αντιστοιχίσουμε μια παρούσα αξία σε μια μετοχή για την οποία k είναι οι χρηματικές ροές των μερισμάτων που θα έχουμε τα επόμενα χρόνια (θεωρούμε σταθερό μέρισμα) και r είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που απαιτούμε να έχουμε από αυτήν την επένδυση μας. Το προεξοφλητικό αυτό επιτόκιο θα είναι μεγαλύτερο από το risk free επιτόκιο του αντίστοιχου ομολόγου λόγω του μεγαλύτερου κινδύνου που θα έχει αυτή η επένδυση μας. Στην περίπτωση που τα μερίσματα που λαμβάνουμε δεν είναι σταθερά αλλά μεταβάλλονται με ένα ρυθμό $G=1+g$ από έτος σε έτος θα ισχύει ο ίδιος τύπος για την παρούσα αξία της μετοχής αλλά το X την φορά αυτή θα είναι:

$$X = \frac{G}{1+r}$$

Γνωρίζουμε ότι η σειρά $1 + X + X^2 + X^3 + \dots = \frac{1}{1-X}$, όταν $-1 < X < 1$. Κατά συνέπεια όταν λαμβάνουμε υπόψη μας την ροή των μερισμάτων από τώρα μέχρι την αιωνιότητα θα έχουμε:

$$p = \frac{k}{1-X} = \frac{k}{1-\frac{G}{1+r}} = \frac{k \cdot (1+r)}{1+r-1-g} = \frac{k+k \cdot r}{r-g}$$

και επειδή συνήθως το kr είναι μικρό σχετικά με το k κάνουμε την προσέγγιση:

$$p = \frac{k}{r-g}$$

Αυτό είναι το λεγόμενο μοντέλο του Gordon. Αν σε αυτό το μοντέλο χρησιμοποιήσουμε την τρέχουσα αποτίμηση της μετοχής στην αγορά τότε **μπορούμε να επιλύσουμε ως προς το προεξοφλητικό επιτόκιο που απαιτεί ένας επενδυτής από την τοποθέτηση του σε αυτή την μετοχή:**

$$r = \frac{k}{p} + g = \text{dividend_yield} + \text{dividend_growth_rate}$$

Για παράδειγμα για μια μετοχή που δίνει μέρισμα 30 λεπτά και αναπτύσσεται με 10% το χρόνο, ένας συντηρητικός επενδυτής μπορεί να απαιτεί απόδοση 20% για να τοποθετηθεί. Κατά συνέπεια θα απαιτεί η τιμή της να είναι $p = 0.3 / (0.20 - 0.10) = 3 \text{ €}$.

Μπορούμε να εφαρμόσουμε την ίδια λογική στους υπολογισμούς μας ακόμα και στην περίπτωση που ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων δεν διατηρείται σταθερός. Αυτό είναι και το **ρεαλιστικότερο** σενάριο αφού δεν μπορούμε να περιμένουμε ότι μια εταιρεία μπορεί να αναπτύσσεται επ' άπειρο με ρυθμούς μεγαλύτερους από τον μέσο όρο της οικονομίας. Ας θεωρήσουμε το παράδειγμα που ο ρυθμός αυτός έχει δύο στάδια. Ένα αρχικό στάδιο που διαρκεί N χρόνια με ρυθμό G_1 και ένα επόμενο στάδιο με ρυθμό G_2 . Στην περίπτωση αυτή οι υπολογισμοί μας γίνονται:

$$p = k \cdot \frac{(1-X^N)}{1-X} + \frac{k'}{r-g_2}$$

όπου $X = \frac{G_1}{1+r}$ και $k' = \frac{k \cdot G_1^N}{(1+r)^N}$. Με την ίδια λογική μπορούμε να υπολογίσουμε την

αξία στην περίπτωση που ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων έχει τρία ή περισσότερα στάδια. Συχνά, όταν οι εταιρείες παρακρατούν σημαντικό μέρος των κερδών τους ή προβαίνουν σε επαναγορά μετοχών, χρησιμοποιούμε στο παραπάνω μοντέλο αντί για το μέρισμα, κάποιο κλάσμα των κερδών ανά μετοχή (*EPS*).

Η πρακτική προσέγγιση του Benjamin Graham

Μαθηματικά μπορεί να είναι εύκολο να προσεγγίσει κάποιος την αποτίμηση μιας εταιρείας, αλλά τα μελλοντικά μεγέθη είναι αβέβαια και συνεπώς η προσέγγιση που ο κάθε επενδυτής μπορεί να ακολουθήσει στις παραδοχές και στους υπολογισμούς που θα κάνει θα διαφέρει. Μια πρακτική αντιμετώπιση για να βρούμε εταιρείες αποτιμημένες κάτω από το 'margin of safety', δηλαδή να εντοπίσουμε εταιρείες που με βάση τα κριτήρια του συντηρητικού επενδυτή έχουν καλές προϋποθέσεις για να δώσουν ένα ικανοποιητικό προεξοφλητικό επιτόκιο για την επένδυση μας, μας δίνει και ο Benjamin Graham. Ο Graham εφαρμόζει κάποια φίλτρα - κριτήρια για να εντοπίσει τις εταιρείες εκείνες που έχουν καλές πιθανότητες να δώσουν ικανοποιητικό προεξοφλητικό επιτόκιο στο μέλλον. Τα φίλτρα - κριτήρια αυτά θα επεξηγηθούν εκτενέστερα παρακάτω (στο κεφάλαιο που θα ασχοληθούμε με τον ισολογισμό) είναι:

Risk measurements

1. $E/P \geq 2 \times \text{triple-A bond yield}$ (E/P is the inverse of the P/E ratio).
2. $P/E \leq 0.4 \times \text{highest average } P/E \text{ achieved by the stock in the most recent 5 years}$
3. $\text{Dividend yield} \geq 2/3 \times \text{triple-A bond yield}$
4. $\text{Stock price} \leq 2/3 \times \text{tangible book value per share}$
5. $\text{Stock price} \leq 2/3 \times (\text{Current assets} - \text{all liabilities})$

Financial soundness

6. $\text{Total debt} < \text{tangible book value}$
7. $\text{Current ratio} \geq 2$
8. $\text{Total debt} \leq \text{current assets} - \text{all liabilities}$

History of stable earnings

9. Earnings that have doubled in the most recent 10 years
10. No more than 2 declines in earnings of 5% or more in the past 10 years

Προφανώς μια εταιρεία είναι δύσκολο να πληροί όλα τα παραπάνω κριτήρια και ο κάθε επενδυτής πρέπει να δώσει έμφαση στις προσωπικές του προτιμήσεις. Π.χ. κάποιος που αναζητά growth θα πρέπει να δώσει περισσότερο έμφαση στα δύο τελευταία κριτήρια.

Ειδικά για τις μετοχές που παρουσιάζουν growth ο Graham προτείνει την formula για να προσδιορίσει το fair value:

$$\text{Value} = \text{Current (Normal) Earnings} \times (8.5 \text{ plus twice the expected annual growth rate})$$

Ως **προστασία** σε κάποιο λάθος υπολογισμό ή ανακρίβεια των στοιχείων, ο Graham προτείνει μια διασπορά του κεφαλαίου μεταξύ ενός αριθμού μετοχών (10 έως 30 μετοχές).

Η πρακτική προσέγγιση του Joel Greenblatt

Θεωρώντας την πρακτική προσέγγιση του Graham πολύ συντηρητική και επικεντρωμένη στην εσωτερική αξία και ασφάλεια της μετοχής, ο Greenblatt δίνει έμφαση και στην ποιότητα. Την εποχή του Graham ήταν αρκετά εύκολο να εντοπίσεις αρκετές εταιρείες που διαπραγματεύονταν χαμηλότερα από την αξία των ρευστοποιήσιμων περιουσιακών τους στοιχείων και άρα πληρούσαν όλα τα κριτήρια που αυτός είχε θέσει. Σήμερα κάτι τέτοιο δεν είναι εφικτό. Αντίθετα η προσέγγιση που προτείνει ο Greenblatt δεν αναφέρεται σε απόλυτα νούμερα για τα φίλτρα που εφαρμόζει στην επιλογή των μετοχών, αλλά ενδιαφέρεται μόνο για την σχετική κατάταξη των εταιρειών. Δηλαδή προσπαθεί να βρει ένα τρόπο για να πει ποιες από τις διαθέσιμες μετοχές έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να υπεραποδώσουν.

Η διαδικασία είναι η εξής (περισσότερες λεπτομέρειες για τους αριθμοδείκτες στο κεφάλαιο που ασχολείται με τον ισολογισμό):

1. Κατατάσσει τις μετοχές με φθίνουσα σειρά ως προς δύο αριθμοδείκτες. Ο ένας εκφράζει την ποιότητα της εταιρείας και ο άλλος την φθηνή αποτίμηση.

$$\text{Return}_{\text{ on } \text{ Capital}} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Net}_{\text{ Working } \text{ Capital}} + \text{Net}_{\text{ Fixed } \text{ Assets}}}$$

$$\text{Earnings}_{\text{ Yield}} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Enterprise}_{\text{ Value}}}$$

EBIT: earnings before interest rates & taxes

Net Working Capital: receivables and inventory – payables

Net Fixed Assets: depreciated net cost of real estate, plant and equipment

Enterprise Value: market value of equity plus net interest-bearing debt

2. Δημιουργεί μια μικτή κατάταξη. Αν για παράδειγμα η μετοχή ήταν 6^η ως προς την κατάταξη ποιότητας και 10^η ως προς την κατάταξη αποτίμησης, στην μικτή κατάταξη παίρνει την τιμή 16 (10+6).

3. Από την μικτή κατάταξη επιλέγουμε να έχουμε τις 20 – 30 πρώτες εταιρείες. Το διάστημα διακράτησης είναι ένα έτος οπότε επαναλαμβάνουμε την διαδικασία επιλογής με τα στοιχεία που είναι τότε διαθέσιμα.

Μειονέκτημα της παραπάνω μεθόδου είναι ότι απαιτείται να παρακολουθούμε με μια βάση δεδομένων το σύνολο της αγοράς, για να έχουμε την δυνατότητα να κάνουμε τους υπολογισμούς.

Στατιστικά υπάρχουν σημαντικές ενδείξεις ότι οι δύο παραπάνω μέθοδοι νικούν τους μέσους όρους της αγοράς. Επιλέγοντας εταιρείες με χαμηλούς δείκτες P/E, P/BV, P/Dividends θα πετύχουμε ικανοποιητικές αποδόσεις ειδικά αν οι εταιρείες αυτές πληρούν επιπλέον και κάποια **ποιοτικά** κριτήρια.

Αποτιμώντας μια Εταιρεία – Η πρακτική προσέγγιση του συντηρητικού επενδυτή

Όπως είδαμε, ένας από τους παράγοντες που θα καθορίσει την απόδοση που θα έχουμε από μία μετοχή στο μέλλον είναι και η τιμή που την αγοράσαμε. Αν τοποθετηθήκαμε σε μια ποιοτική εταιρεία την χρονική στιγμή που η κεφαλαιοποίηση της ήταν φθηνή ή λογική τότε καλώς εχόντων των πραγμάτων θα έχουμε μια ελκυστική απόδοση. Σε κάθε περίπτωση πρέπει να μάθουμε να έχουμε **υπομονή** και να χρησιμοποιούμε την **ψυχολογία** της αγοράς (buy fear – sell greed). Επίσης πρέπει να είμαστε προσεχτικοί στο κεφάλαιο που δεσμεύουμε σε μετοχές κάθε φορά (**money management**) που πρέπει να είναι ανάλογο της πιθανότητας η αγορά να κινηθεί ανοδικά στο μέλλον.

Στις προηγούμενες παραγράφους είδαμε κάποια κριτήρια που μπορούμε να ακολουθήσουμε για να πετύχουμε να επιλέξουμε μετοχές με φθηνές αποτιμήσεις. Σε αυτή την παράγραφο θα επεξηγηθούν λεπτομερέστερα διάφορες οικονομικές έννοιες που αναφέραμε προηγουμένως. Επίσης θα δοθούν τα εφόδια ώστε να σχηματίσουμε τα δικά μας προσωπικά κριτήρια πότε μια μετοχή πρέπει να θεωρείται φθηνή και ποιοτική (σε συνδυασμό και με τα όσα αναφέρθηκαν στην παράγραφο του dividend discount model).

Μια πρώτη εικόνα του πόσο φθηνή είναι μια εταιρεία, μπορούν να μας την δώσουν οι επενδυτικοί αριθμοδείκτες. Εικόνα της ποιότητας της εταιρείας μπορούν να μας δώσουν οι αριθμοδείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας και αποδοτικότητας. Τα στοιχεία αυτά μπορούν να βρεθούν με την βοήθεια του ισολογισμού της εταιρείας. Θα δώσουμε μια συνοπτική εικόνα του τρόπου υπολογισμού και χρήσης τους στις παραγράφους που ακολουθούν. Πρέπει να έχουμε υπόψη μας όμως και ορισμένα πράγματα.

Πρώτον και ανάλογο με το είδος της εταιρείας είναι δυνατόν να γίνει μια πολύ πιο λεπτομερειακή ανάλυση σε σύγκριση με τους απλούς δείκτες που παρουσιάζουμε εδώ. Η ανάλυση αυτή θα μπορούσε να περιλαμβάνει για παράδειγμα και στοιχεία από την απόδοση των εταιρειών του ίδιου κλάδου ή από τις προοπτικές του τομέα της οικονομίας στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία. Κατά συνέπεια όσα περισσότερα γνωρίζει ο αναλυτής για το αντικείμενο και τον τρόπο λειτουργίας της εταιρείας θα τον βοηθήσουν να πραγματοποιήσει μια λεπτομερέστερη ανάλυση.

Δεύτερον είναι το γεγονός ότι υπάρχει **αβεβαιότητα** τόσο ως προς την ακρίβεια των στοιχείων που διαβάζουμε στον ισολογισμό όσο και ως προς την μεταβολή που μπορούν να επιφέρουν σε αυτά διάφοροι αστάθμητοι παράγοντες. Και ο πλέον εξειδικευμένος αναλυτής μπορεί να πέσει πάρα πολύ έξω ως προς την εκτίμηση για την αξία μιας εταιρείας. Πράγματι το μέλλον είναι δύσκολο να προβλεφτεί. Η διασπορά μεταξύ κλάδων και εταιρειών μπορεί να αντισταθμίσει αυτό το μειονέκτημα.

Ο στόχος μας θα είναι να αναγνωρίσουμε σε περιόδους **απαισιοδοξίας της αγοράς**, μετοχές με φθηνούς επενδυτικούς αριθμοδείκτες που θα παρουσιάζουν ικανοποιητική αποδοτικότητα-ποιότητα και συγχρόνως θα έχουν διάρθρωση χρεών που

δεν θα είναι επικίνδυνη για την μελλοντική τους κερδοφορία. Δεν υπάρχουν αυστηροί κανόνες καθώς πρόκειται περισσότερο για μια τέχνη. Η εμπειρία θα βοηθήσει τον επενδυτή να επιλέγει ορθά και ισορροπημένα και κυρίως να επιλέγει εταιρείες που κατανοεί την λειτουργία τους.

Έχοντας υπόψη τα παραπάνω δίνουμε τους ακόλουθους ορισμούς:

Ισολογισμός

Οι βασικές λογιστικές καταστάσεις μιας εταιρείας είναι ο **ισολογισμός**, η **κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως** και οι **ταμειακές ροές**. Σημαντική προσοχή πρέπει να δοθεί και στις **παρατηρήσεις** του ισολογισμού.

Ο ισολογισμός χωρίζεται σε δύο μέρη, στο ενεργητικό και στο παθητικό.

Ενεργητικό: Λίστα των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας

Παθητικό: Λίστα των υποχρεώσεων της εταιρείας

Στο ενεργητικό περιλαμβάνονται τα πάγια στοιχεία της εταιρείας (οικόπεδα, εργοστάσια κτλ.), τα αποθέματα σε πρώτες ύλες και προϊόντα, οι οφειλές από πελάτες, τα διαθέσιμα του ταμείου της εταιρείας καθώς και οι επενδύσεις της εταιρείας σε χρεόγραφα.

Στο παθητικό περιλαμβάνονται τα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα χρέη της εταιρείας προς τρίτους καθώς και οι υποχρεώσεις προς τους μετόχους της. Στις υποχρεώσεις προς τους μετόχους περιλαμβάνεται το καταβεβλημένο από αυτούς μετοχικό κεφάλαιο καθώς και τα αποθεματικά από τα αδιανέμητα κέρδη των προηγούμενων χρήσεων.

Στον ισολογισμό ισχύει η ισότητα

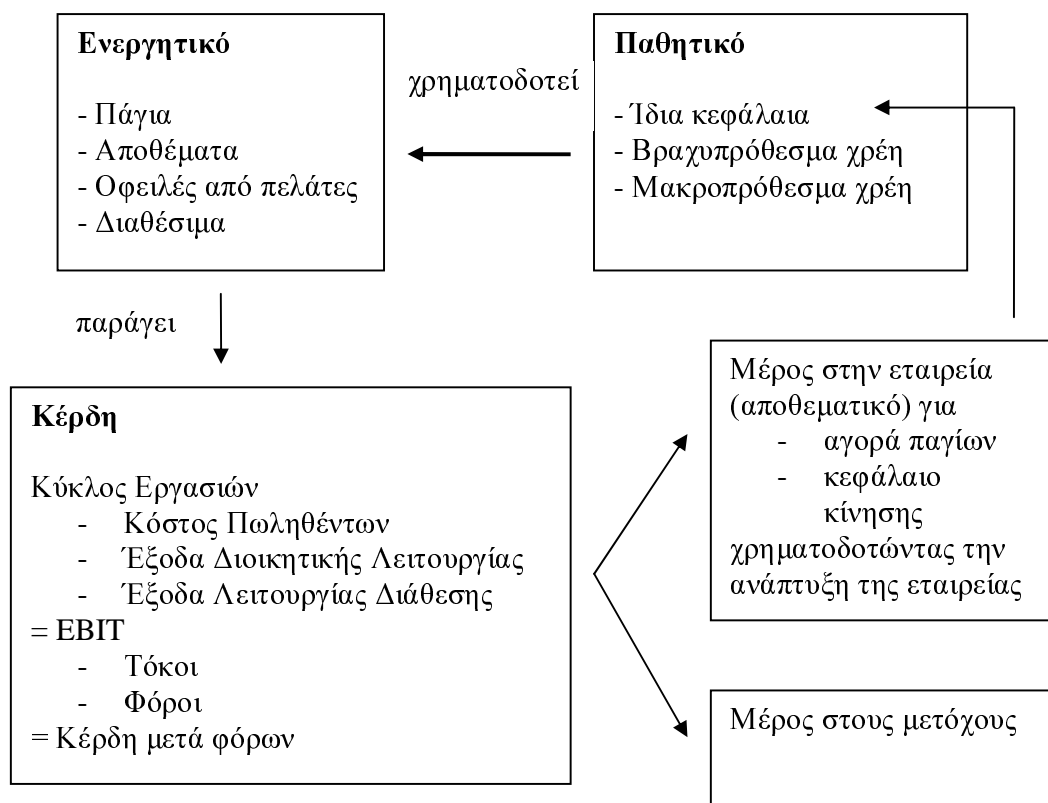
$$\text{Ενεργητικό} = \text{Παθητικό}$$

αυτό συμβαίνει διότι η απόκτηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας έγινε με τα χρήματα του μετοχικού κεφαλαίου, με τα αδιανέμητα στους μετόχους της κέρδη καθώς και με τα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα χρέη της προς τους πιστωτές της.

Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως

Η κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσεως συνοδεύει τον ισολογισμό και μας δίνει τα αποτελέσματα από την λειτουργία της επιχείρησης την αντίστοιχη περίοδο. Είναι μια κατάσταση εσόδων εξόδων από την οποία εξάγουμε και το καθαρό κέρδος που προέκυψε για την επιχείρηση.

Σχηματικά τα παραπάνω δίνονται στο διάγραμμα που ακολουθεί. Σε αυτό δίνεται το λειτουργικό διάγραμμα της εταιρίας και η ροή των κεφαλαίων από την παραγωγική της δραστηριότητα (EBIT είναι τα κέρδη προ φόρων και τόκων).



Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Για να προσδιορίσουμε αν μια εμπορική ή βιομηχανική επιχείρηση έχει την ικανότητα να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της χρησιμοποιούμε τον αριθμοδείκτη ρευστότητας. Αυτός είναι ένας δείκτης που συγκρίνει τα άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (πληρωμές χρεών προς τρίτους) της εταιρείας.

Τα άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας ονομάζονται **κυκλοφορούν ενεργητικό**. Σε αυτό περιλαμβάνονται τα διαθέσιμα (μετρητά, αμέσως ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα), οι απαιτήσεις από τους πελάτες και τα αποθέματα προϊόντων.

Ο αριθμοδείκτης δίνεται από τον τύπο

$$\frac{\text{διαθέσιμα} + \text{απαιτήσεις} + \text{αποθέματα}}{\text{βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι ο παραπάνω δείκτης τόσο σε καλύτερη θέση από πλευράς ρευστότητας είναι η συγκεκριμένη επιχείρηση. Η επιθυμητή τιμή του εξαρτάται από το είδος της εταιρείας αλλά γενικά μπορούμε να πούμε ότι μια τιμή αριθμοδείκτη γύρω στο 2 είναι ικανοποιητική.

Προσοχή πρέπει να δοθεί στο γεγονός ότι στις απαιτήσεις της εταιρείας μπορεί να περιλαμβάνονται και απαιτήσεις από επισφαλείς πελάτες ενώ στα αποθέματα προϊόντων μπορεί να περιλαμβάνεται και στοκ που είναι υπερτιμολογημένο. Για τον λόγο αυτό οι εταιρείες που έχουν μεγαλύτερο ποσοστό κυκλοφορούντος ενεργητικού σε ρευστά διαθέσιμα βρίσκονται σε καλύτερη θέση.

Προσοχή επίσης πρέπει να δοθεί και σε αυξομειώσεις των στοιχείων αυτών από ισολογισμό σε ισολογισμό. Για παράδειγμα η αύξηση των αποθεμάτων και των απαιτήσεων δικαιολογείται από την αύξηση του κύκλου εργασιών της εταιρείας ή συμβαίνει κάτι άλλο;

Σε περίπτωση που οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις βρίσκονται σε υψηλότερα επίπεδα από το κυκλοφορούν ενεργητικό της εταιρείας τότε αυτή βρίσκεται σε δεινή θέση διότι δεν μπορεί να ξεπληρώσει τα βραχυπρόθεσμα χρέη της. Επίσης δεν της περισσεύουν κεφάλαια για να επενδύσει στην επέκτασή της.

Ένας άλλος τρόπος για να χρησιμοποιήσουμε τα παραπάνω στοιχεία είναι το να υπολογίσουμε το λεγόμενο **working capital**.

working capital = κυκλοφορούν ενεργητικό - βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

Το working capital αποτελεί τον **αιμοδότη** της εταιρείας και είναι το κεφάλαιο που μπορεί να χρησιμοποιήσει η εταιρεία άμεσα για πληρωμή λογαριασμών και χρηματοδότηση νέων επενδύσεων.

Με την βοήθεια του κλάσματος

working capital

κεφαλαιοποίηση εταιρείας + μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις

μπορούμε να έχουμε ένα συγκριτικό στοιχείο ποιότητας της ρευστότητας για εταιρείες του ίδιου κλάδου.

Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

Για να προσδιορίσουμε αν μια επιχείρηση χρησιμοποιεί **αποτελεσματικά** τα περιουσιακά της στοιχεία υπολογίζουμε τους αριθμοδείκτες δραστηριότητας.

Αν θέλουμε να υπολογίσουμε την ταχύτητα εισπράξεως των απαιτήσεων της εταιρείας χρησιμοποιούμε το κλάσμα

$$\frac{\text{πωλήσεις}}{\text{απαιτήσεις}}$$

Οι πωλήσεις (κύκλος εργασιών) περιλαμβάνεται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως και οι απαιτήσεις στην κατάσταση του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Όσο πιο γρήγορα εισπράττονται οι απαιτήσεις της εταιρείας τόσο μικρότερο κεφάλαιο δεσμεύεται σε απαιτήσεις, και το οποίο θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί αποδοτικότερα κάπου αλλού (π.χ. ανάπτυξη της εταιρείας).

Αν θέλουμε να υπολογίσουμε εάν υπάρχει υπερβολικό απόθεμα προϊόντων σε στοκ χρησιμοποιούμε το κλάσμα

$$\frac{\text{πωλήσεις}}{\text{αποθέματα}}$$

Οι καλά οργανωμένες εταιρείες προσπαθούν να διατηρούν το ελάχιστο απαιτούμενο ποσό αποθεμάτων ώστε να ελαχιστοποιούν το δεσμευμένο σε αυτά κεφάλαιο εκτός εάν αναμένεται αύξηση των τιμών των προϊόντων τους ή της ζήτησης.

Για να δούμε εάν υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων, υπολογίζουμε το κλάσμα

$$\frac{\text{πωλήσεις}}{\text{σύνολο ενεργητικού}}$$

Η παρακολούθηση των παραπάνω αριθμοδεικτών για μια επιχείρηση διαχρονικά και η σύγκριση τους με άλλες εταιρείες του ιδίου κλάδου μπορεί να μας δώσει στοιχεία για την ποιότητα της υπό εξέταση εταιρείας.

Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Ένας από τους πιο σημαντικούς αριθμοδείκτες είναι αυτός της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity). Ορίζεται ως εξής

$$\frac{\text{καθαρά κέρδη}}{\text{ίδια κεφάλαια}}$$

Τα καθαρά κέρδη μπορούμε να τα βρούμε στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως και τα ίδια κεφάλαια στο παθητικό. Ο αριθμοδείκτης αυτός μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των μετόχων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτήν.

Μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι ο παραπάνω αριθμοδείκτης μπορεί να σπάσει σε τρία κλάσματα

$$\frac{\text{καθαρά κέρδη}}{\text{πωλήσεις}} \quad * \quad \frac{\text{πωλήσεις}}{\text{σύνολο ενεργητικού}} \quad * \quad \frac{\text{σύνολο ενεργητικού}}{\text{ίδια κεφάλαια}}$$

Το πρώτο κλάσμα αποτελεί το περιθώριο κέρδους της εταιρείας.

Το δεύτερο κλάσμα μας δείχνει πόσο αποδοτικά χρησιμοποιεί η εταιρεία τα περιουσιακά της στοιχεία για να παράγει πωλήσεις (asset management).

Το τρίτο κλάσμα μας δίνει το ποσοστό μόχλευσης (leverage) μέσω δανεισμού που χρησιμοποιεί η εταιρεία.

Από την παραπάνω ανάλυση γίνεται φανερό ότι ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων είναι ο συνδιασμός των τριών όπλων που έχει η διοίκηση της εταιρείας (βελτίωση περιθωρίου κέρδους, βελτίωση των πωλήσεων και χρήση πρόσθετων κεφαλαίων μέσω δανεισμού) για την αύξηση της κερδοφορίας της. Για τον λόγο αυτό η τιμή του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη είναι ένα σημαντικό κριτήριο της διοίκησης και της ποιότητας μιας εταιρείας.

Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες

Λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E)

$$\frac{\text{κεφαλαιοποίηση εταιρείας}}{\text{καθαρά κέρδη}}$$

Μας δίνει πόσα χρόνια απαιτούνται για να πάρουμε τα χρήματα μας πίσω με την προϋπόθεση ότι τα κέρδη της εταιρείας διατηρούνται σταθερά. Χρησιμοποιείται κυρίως για την αποτίμηση ώριμων εταιρειών στις οποίες συγκρίνουμε την τιμή του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη με παρελθούσες τιμές και τιμές για άλλες ομοειδείς εταιρείες και όταν δεν συντρέχουν άλλοι λόγοι που να μας πείθουν ότι η πορεία της εταιρείας είναι φθίνουσα, τοποθετούμαστε όταν ο αριθμοδείκτης είναι ικανοποιητικά μικρός.

PEG

Προκύπτει διαίρωντας το P/E με τον % ρυθμό αύξησης των κερδών της εταιρείας. Είναι ένα εργαλείο εκτίμησης της αξίας κυρίως μικρών αναπτυσσόμενων εταιρειών σύμφωνα με τον ακόλουθο κανόνα.

PEG	Tend To
<i>0,50 or less</i>	Buy
<i>0,50 to 0,65</i>	Look to buy
<i>0,65 to 1,00</i>	Hold
<i>1,00 to 1,30</i>	Look to sell
<i>1,30 to 1,70</i>	Consider shorting
<i>Over 1,70</i>	Short

Λόγος τιμής προς λογιστική αξία (P/BV)

Ο αριθμοδείκτης δίνει πόσες φορές η κεφαλαιοποίηση της εταιρείας υπερβαίνει τα κεφάλαια που έχουν συνεισφέρει οι μέτοχοι για την δημιουργία και την λειτουργία της. Πρέπει να υπάρχει ιδιαίτερος λόγος ως προς την αποδοτικότητα της εταιρείας και την δεσπόζουσα θέση της για να δεχθεί κάποιος να επενδύσει σε μια εταιρεία με μεγάλο αυτό τον αριθμοδείκτη.

κεφαλαιοποίηση εταιρείας

 ίδια κεφάλαια

Κατάσταση ταμειακών ροών

Η κατάσταση ταμειακών ροών είναι μια ακτινογραφία της ροής κεφαλαίων μέσα στην εταιρεία μέσα στην χρονική διάρκεια μεταξύ δύο διαδοχικών ισολογισμών. Χωρίζεται σε τρία τμήματα:

1. Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες

Το ετήσιο κέρδος από την λειτουργία της εταιρείας δεν μεταφράζεται αυτομάτως σε ισόποσες ταμειακές ροές στο ταμείο της εταιρείας. Πρέπει να κάνουμε ορισμένες προσαρμογές σε αυτό το νούμερο (θετικές ή αρνητικές).

Για παράδειγμα ενώ οι αποσβέσεις των παγίων στοιχείων λογίζονται ως έξοδο, στην πραγματικότητα δεν απαιτείται η πληρωμή κάποιου υπαρκτού λογαριασμού σε κάποιον τρίτο. Απλώς συμβατικά κάθε χρόνο υπολογίζουμε λόγω της χρησιμοποίησης των παγίων της εταιρείας ότι αυτά χάνουν ένα μέρος της αξίας τους. Κατά συνέπεια στις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες πρέπει να προσθέσουμε στα κέρδη, το ποσό των αποσβέσεων, ώστε να αντισταθμίσουμε ότι αυτό είχε αφαιρεθεί κατά τον λογιστικό υπολογισμό των κερδών χωρίς να αποτελεί 'πραγματικό' έξοδο.

Αντίθετα αν κατά την διάρκεια της χρήσης αυξήθηκαν οι απαιτήσεις από τους πελάτες, τότε η αντίστοιχη αύξηση πρέπει να αφαιρεθεί από τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες καθόσον η αύξηση αυτή των απαιτήσεων χρηματοδοτείται από τα κέρδη και άρα δεν καταλήγει στα ταμεία της εταιρείας. Το ίδιο ισχύει και για ενδεχόμενη αύξηση των αποθεμάτων σε σχέση με τον προηγούμενο ισολογισμό.

Αύξηση των υποχρεώσεων προς τους προμηθευτές, συντελεί σε αύξηση των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες, αφού έμμεσα οι προμηθευτές αυξάνουν την χρηματοδότηση της εταιρείας κατά ποσό ίσο με αυτή την αύξηση.

Γενικά αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού οδηγεί σε μείωση των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες και το ανάποδο. Αύξηση των στοιχείων του παθητικού οδηγεί σε αύξηση των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες και το ανάποδο.

Αρνητικές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες είναι μια αρνητική ένδειξη που σημαίνει ότι η εταιρεία δεν μπορεί να συντηρηθεί από την ίδια της την λειτουργία και απαιτείται άμεσα δανεισμός ώστε η εταιρεία να συνεχίσει απρόσκοπτα την δραστηριότητα της γεγονός που χρίζει διερεύνησης (ειδικά αν η εταιρεία δεν βρίσκεται σε ισχυρή φάση ανάπτυξης). Σε ταχέως αναπτυσσόμενες εταιρείες, οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες είναι συνήθως πιεσμένες λόγω της αύξησης των απαιτήσεων και αποθεμάτων. Αντίθετα σε εταιρείες με συρρικνούμενο μερίδιο αγοράς οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες μπορεί να δίνουν κολακευτικότερη εικόνα από αυτή που αξίζουν.

2. Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες

Εδώ καταγράφονται οι εισροές ή εκροές από πώληση ή αγορά παγίων και άλλων επενδύσεων κατά την διάρκεια της χρήσης μεταξύ των δύο ισολογισμών.

3. Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες

Εδώ καταγράφονται οι εισροές και εκροές από δάνεια ή αποπληρωμή δανείων, οι εισροές από έκδοση νέων μετοχών κτλ.

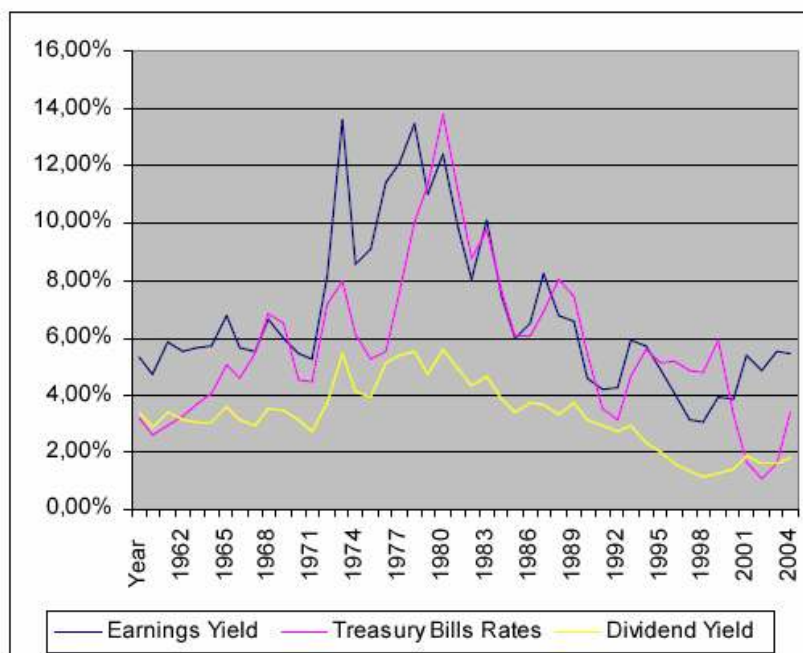
Το σύνολο των τριών ειδών ταμειακών ροών 1,2 & 3 προσδιορίζει την μεταβολή των ταμειακών διαθεσίμων της εταιρείας κατά την διάρκεια της χρήσης που εξετάζουμε.

Αποτιμώντας την αγορά συνολικά

Ο επενδυτής πρέπει να ρίχνει μια ματιά και στην συνολικότερη αποτίμηση της αγοράς καθόσον, αυτή μας δίνει μια συνολικότερη ένδειξη της αισιοδοξίας ή απαισιοδοξίας που κυριαρχεί. Ένα μέτρο σύγκρισης είναι το επίπεδο της μέσης απόδοσης κερδών (earnings yield) της αγοράς (το αντίστροφο δηλαδή του μέσου δείκτη P/E) ως προς την απόδοση που μπορεί να έχει ο επενδυτής σε άλλες ακίνδυνες μορφές επένδυσης (ομόλογα).

Για παράδειγμα η αγορά μπορεί να θεωρηθεί υπερτιμημένη ή υποτιμημένη συγκρίνοντας το αντίστροφο του δείκτη P/E της αγοράς (π.χ. χρησιμοποιώντας στον υπολογισμό την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της αγοράς και ως κέρδη τον μέσο όρο κερδών των 5 τελευταίων ετών της αγοράς), με το επιτόκιο του ομολόγου ή της προθεσμιακής κατάθεσης. Αν το earnings yield αυτό είναι σημαντικά μεγαλύτερο από το επιτόκιο του

ομολόγου τότε μπορούμε να θεωρήσουμε την αγορά υποτιμημένη. Για να δώσουμε μια αριθμητική ένδειξη, P/E = 12 σημαίνει earnings yield = $1/12 = 8.3\%$ που μπορεί να θεωρείται ικανοποιητικό για μέση απόδοση δείκτη της συνολικής αγοράς όταν το επιτόκιο ομολόγου είναι π.χ. 4%.



S&P500 Earnings Yield, Dividend Yield and 6-month Treasury Bills Interest Rate since 1960

Money Management

Το πόσα θα επενδύσει κάποιος σε μετοχές είναι θέμα προσωπικών προτιμήσεων. Μια καλή και απλή πρακτική είναι το ποσοστό των διαθέσιμων του που τοποθετεί σε μετοχές να κυμαίνεται ανάλογα με το πόσο ακριβή είναι συνολικά ή αγορά (υπό την προϋπόθεση βέβαια ότι ακόμα και σε μια δίκαια αποτιμημένη ή ελαφρώς υπερτιμημένη αγορά έχει την δεξιότητα να εντοπίσει φθηνές μετοχές). Έτσι μπορεί για παράδειγμα να τοποθετεί μόνο 25% των διαθέσιμων του όταν θεωρεί ότι η αγορά είναι υπερτιμημένη, 50% όταν θεωρεί ότι είναι ελαφρά υποτιμημένη και 75% όταν θεωρεί ότι είναι πολύ υποτιμημένη, με βάση και τα κριτήρια που θέσαμε παραπάνω. Ο αριθμός των μετοχών που κατέχει πρέπει να εξαρτάται από την εμπειρία του να επιλέγει μετοχές και να αποφεύγει τις παγίδες. Όσο πιο άπειρος είναι τόσο μεγαλύτερη διασπορά σε μετοχές και κλάδους πρέπει να έχει. Γενικά ένας αριθμός μετοχών μεταξύ 6 και 12 θεωρείται στις περισσότερες περιπτώσεις ικανοποιητικός.

Καλή επιτυχία στις επενδύσεις σας!

Βιβλιογραφία

1. The Intelligent Investor – Benjamin Graham
2. The Little Book that Beats the Market – Joel Greenblatt
3. Contrarian Investment Strategies: The Next Generation - David Dreman

** Οι επενδύσεις σε μετοχές ενέχουν σημαντικό ρίσκο. Οποιαδήποτε πληροφορία που περιέχεται στο παρόν έγγραφο δεν αποτελεί θέσφατο και συμφωνείτε ότι την χρησιμοποιείτε με δική σας ευθύνη.*