

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΙΓΑΙΟΥ



**ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ**

**«ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΚΑΙ ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ, Η ΣΥΜΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΗ
ΣΧΕΣΗ ΤΩΝ ΔΥΟ ΜΕΘΟΔΩΝ»**

**Διπλωματική Εργασία για το Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα
«Ναυτιλία, Μεταφορές και Διεθνές Εμπόριο – ΝΑ.Μ.Ε.»**

ΔΗΜΟΥΛΑΣ Ε. ΕΛΕΥΘΕΡΙΟΣ

Ημερομηνία
06/10/2004

ΧΙΟΣ

Δημουλάς Ε. Ελευθέριος

«Θεμελιώδης και Τεχνική ανάλυση, η συμπληρωματική σχέση των δύο μεθόδων»

Ημερομηνία
06/10/2004

**Διπλωματική Εργασία για το Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα
«Ναυτιλία, Μεταφορές και Διεθνές Εμπόριο – ΝΑ.Μ.Ε.»**

Τμήμα Ναυτιλίας και Επιχειρηματικών Υπηρεσιών

Συγγραφέας: Δημουλάς Ε. Ελευθέριος

Επιβλέπων: Συριόπουλος Θεόδωρος

Διευθυντής Σπουδών: Λίτινας Νικόλαος

ΧΙΟΣ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<u>Σύνοψη εργασίας</u>	11
------------------------------	----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Εισαγωγή

1.1 Το χρηματιστήριο ως μια μορφή επένδυσης.....	13
1.2 Οι τρεις σχολές σκέψης αναφορικά με τις χρηματιστηριακές αγορές.....	14
1.3 Η ανασκόπηση της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς την περίοδο 1983-2003	15

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Η φιλοσοφία της θεμελιώδους ανάλυσης

2.1 Εισαγωγή, η προσέγγιση «από πάνω προς τα κάτω» (top down approach)...	18
2.2 Οικονομικοί και επιχειρηματικοί κύκλοι, οι κυκλικές εταιρίες στο χρηματιστήριο.....	20
2.3 Οι συνθήκες και η δομή των αγορών μέσα στις οποίες δραστηριοποιούνται οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες.....	21
2.4 Η έννοια της θεμελιώδους ανάλυσης.....	22
2.5 Η συμβολή της θεμελιώδους ανάλυσης στην αποτίμηση της αξίας των εταιριών	
2.6 Θεμελιώδης ανάλυση και βαθμός αποτελεσματικής αγοράς.....	23
2.7 Τα βασικότερα μειονεκτήματα της θεμελιώδους ανάλυσης.....	24
2.8 Συμπεράσματα 2 ^{ου} κεφαλαίου.....	25

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Οι κυριότερες πηγές πληροφόρησης της θεμελιώδους ανάλυσης μιας εταιρίας

3.1 Εισαγωγή.....	27
3.2 Πληροφόρηση από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης.....	27
3.3 Πληροφόρηση από τις εταιρίες - οι γενικές συνελεύσεις-.....	28
3.3.1 Οι γενικές συνελεύσεις των ελληνικών εταιριών.....	28
3.3.2 Ο ετήσιος απολογισμός.....	29
3.3.3 Η έκθεση του διοικητικού συμβουλίου.....	30

3.4 Πληροφόρηση από τις εταιρίες -οι λογιστικές καταστάσεις-.....	31
3.4.1 Ο ισολογισμός.....	32
3.4.2 Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως.....	33
3.4.3 Πίνακας διάθεσης αποτελεσμάτων.....	33
3.4.4 Πίνακας ταμειακής ρευστότητας.....	34
3.4.5 Το πιστοποιητικό ελέγχου.....	34
3.4.6 Προσάρτημα.....	35
3.5 Συμπεράσματα 3 ^{ου} κεφαλαίου.....	35

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Οι κυριότερες επεξηγήσεις της θεμελιώδους ανάλυσης μιας εταιρίας, χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες

4.1 Εισαγωγή.....	36
4.2 Δείκτης γενικής ρευστότητας (Current Ratio).....	36
4.3 Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού (Asset turnover ratio).....	37
4.4 Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων (Inventory turnover ration.....	37
4.5 Δείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων (Receivables turnover).....	38
4.6 Δείκτης κάλυψης τόκων (Interest coverage).....	39
4.7 Δείκτης οικονομικής μόχλευσης (Financial leverage ratio).....	39
4.8 Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (Return on equity ROE).....	39
4.9 Δείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού (Return on assets ROA).....	40
4.10 Δείκτης μικτού κέρδους (Gross profit Margin).....	40
4.11 Δείκτης καθαρού κέρδους (Net profit margin).....	41
4.12 Συμπεράσματα 4 ^{ου} κεφαλαίου.....	42

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Οι κυριότερες επεξηγήσεις της θεμελιώδους ανάλυσης μιας εταιρίας, χρηματιστηριακοί δείκτες

5.1 Εισαγωγή.....	44
5.2 Πολλαπλασιαστής Κερδών (Price earnings ratio P/E).....	45
5.3 Ο δείκτης κεφαλαιοποίησης προς πωλήσεις (Price/sales ratio PSR).....	46
5.4 Τιμή μετοχής προς λογιστική αξία (Price to book value P/B).....	47
5.5 Μέση εμπορευσιμότητα μετοχής.....	48
5.6 Μερισματική απόδοση.....	48

5.7 Απόδοση μετοχής, γενικού και κλαδικού δείκτη.....	48
5.8 Σωρευτική απόδοση.....	49
5.9 Συμπεράσματα 5 ^{ου} κεφαλαίου.....	49

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Συμπεράσματα Α μέρους

6.1 Ανακεφαλαίωση.....	51
6.2 Οι αδυναμίες της θεμελιώδους ανάλυσης.....	53

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

Η έννοια και τα βασικά μέσα της τεχνικής ανάλυσης

7.1 Ορισμός τεχνικής ανάλυσης.....	55
7.2 Φιλοσοφία τεχνικής ανάλυσης.....	55
7.2.1 Η συμπεριφορά της αγοράς προεξοφλεί τα πάντα.....	56
7.2.2 Οι τιμές κινούνται με τάσεις.....	56
7.2.3 Η ιστορία επαναλαμβάνεται.....	56
7.3 Η ιστορία της τεχνικής ανάλυσης.....	57
7.4 Τα κυριότερα διαγράμματα της τεχνικής ανάλυσης.....	57
7.4.1 Το ακιδωτό διάγραμμα (bar chart).....	57
7.4.2 Το διάγραμμα γραμμών.....	58
7.5 Διαγράμματα όγκου συναλλαγών.....	59
7.6 Πρακτική εφαρμογή 1.....	60
7.7 Συμπεράσματα 7 ^{ου} κεφαλαίου.....	61

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

Η τάση των τιμών

8.1 Εισαγωγή.....	62
8.2 Βασικές έννοιες της τάσης των τιμών.....	62
8.3 Πρακτική εφαρμογή 2.....	63
8.4 Γραμμή Τάσης.....	64
8.4.1 Πρακτική εφαρμογή 3.....	64
8.4.2 Η κατασκευή της γραμμής τάσης.....	66
8.4.3 Πρακτική εφαρμογή 4.....	66

8.5 Οι βασικοί τεχνικοί δείκτες τάσης.....	67
8.5.1 Εισαγωγή.....	67
8.5.2 Ο κινητός μέσος.....	68
8.5.3 Πρακτική εφαρμογή 5.....	70
8.5.4 Ο ταλαντωτής των τιμών.....	71
8.6 Συμπεράσματα 8^ο κεφαλαίου.....	72

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

Ζώνη συναλλαγών, επίπεδα στήριξης και αντίστασης

9.1 Η ζώνη των συναλλαγών, ορισμός και έννοια.....	75
9.1.1 Πρακτική εφαρμογή 5.....	75
9.2 Η διάσπαση της ζώνης των συναλλαγών.....	76
9.3 Όρια ζώνης, επίπεδα στήριξης και αντίστασης μέσα στη τάση.....	78
9.4 Πρακτική εφαρμογή 6.....	79
9.5 Συμπεράσματα 9^ο κεφαλαίου.....	81

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10

Όγκος συναλλαγών

10.1 Εισαγωγή.....	82
10.2 Η σχέση της τάσης των τιμών και του όγκου των συναλλαγών.....	82
10.3 Αποκλίσεις τιμών – όγκου.....	85
10.3.1 Περίπτωση 1.....	85
10.3.2 Περίπτωση 2.....	86
10.4 Ο δείκτης μέτρησης της ορμής του όγκου ROCV (Volume Rate Of Change)	87
.....	87
10.5 Συμπεράσματα 10^ο κεφαλαίου.....	88

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11

Η οικονομία κατά το έτος 2003

11.1 Εισαγωγή.....	90
11.2 Η παγκόσμια οικονομία κατά το 2003.....	90
11.3 Η ελληνική οικονομία κατά το 2003.....	93

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12

Η βιομηχανία παραγωγής τσιμέντου κατά το έτος 2003

12.1 Η παγκόσμια βιομηχανία παραγωγής τσιμέντου το 2003.....	95
12.2 Η ελληνική βιομηχανία παραγωγής τσιμέντου το 2003.....	97

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13

Τα βασικά θεμελιώδη μεγέθη του Ομίλου Τιτάν κατά το έτος 2003

13.1 Αποτελέσματα της Τιτάν Α.Ε 1 ^ο 3μήνου 2003.....	99
13.2 Αποτελέσματα της Τιτάν Α.Ε 6μήνου 2003.....	100
13.3 Αποτελέσματα της Τιτάν Α.Ε 9μήνου 2003.....	101
13.4 Αποτελέσματα έτους 2003 της Τιτάν Α.Ε.....	102
13.5 Συμπεράσματα 13 ^ο κεφαλαίου.....	103

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 14

Εξέταση της συμπεριφοράς της μετοχής του Ομίλου Τιτάν κατά το έτος 2003

14.1 Η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής της εταιρίας Τιτάν κατά το πρώτο τρίμηνο του 2003.....	106
14.2 Η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής της εταιρίας Τιτάν κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2003.....	110
14.3 Η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής της εταιρίας Τιτάν κατά το τρίτο τρίμηνο του 2003.....	114
14.4 Η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής της εταιρίας Τιτάν κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2003.....	117
14.5 Η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής της εταιρίας Τιτάν στο μεσοπρόθεσμο ορίζοντα (έτος).....	121
14.6 Σύγκριση της πορείας της τιμής της μετοχής με το Γενικό δείκτη του ΧΑΑ	122
14.7 Η συσχέτιση μεταξύ της διαχρονικής εξέλιξης των θεμελιωδών μεγεθών των εταιριών με τη πορεία των τιμών των μετοχών τους.....	124

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 15

Συμπεράσματα έρευνας

15.1 Εισαγωγή.....	127
15.2 Συγκρίνοντας της δύο μεθόδους.....	128
15.3 Οι δύο μέθοδοι και ο χρονικός ορίζοντας.....	129

15.4 Η συμπληρωματική σχέση των δύο μεθόδων.....	130
Βιβλιογραφία – Πηγές.....	133
Διαδίκτυο.....	135
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ- Α –ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ.....	136
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ- Β –Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ROC.....	139
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ- Γ –Κ.Ο250.....	142
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ- Δ –ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ.....	143

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

4.12. ΣΧΗΜΑ 1 (1).....	42
5.9 ΣΧΗΜΑ 2 (2).....	50
7.4.1 ΣΧΗΜΑ 1 (3).....	58
7.4.2 ΣΧΗΜΑ 2 (4).....	59
9.3 ΣΧΗΜΑ 3 (5).....	78
10.2 ΣΧΗΜΑ 4 (6).....	83
10.2 ΣΧΗΜΑ 5 (7).....	85
10.3.1 ΣΧΗΜΑ 6 (8).....	86
10.3.2 ΣΧΗΜΑ 7 (9).....	131
15.4 ΣΧΗΜΑ 1 (10).....	131
15.4 ΣΧΗΜΑ 2 (11).....	132

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

10.5 ΠΙΝΑΚΑΣ 1.....	89
---------------------	----

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

7.6 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 (1).....	60
8.3 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 (2).....	63
8.4 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 (3).....	65
8.4.3 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 (4).....	67
8.5.3 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4 (5).....	70
8.6 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5 (6).....	73
9.1 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 (7).....	76
9.4 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 (8).....	79
11.2 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 (9).....	91
11.2 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 (10).....	92
11.3 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 (11).....	94
12.1 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 (12).....	95
12.1 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 (13).....	96
12.1 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 (14).....	97
12.2 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4 (15).....	98
13.5 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 (16).....	103
13.5 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 (17).....	104
13.5 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 (18).....	104
14.1 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 (19).....	106
14.1 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 (20).....	107
14.1 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 (21).....	108
14.2 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4 (22).....	111
14.2 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5 (23).....	112
14.2 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6 (24).....	113
14.3 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7 (25).....	114
14.3 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8 (26).....	115
14.3 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9 (27).....	116
14.4 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10 (28).....	118
14.4 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 11 (29).....	119
14.4 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 12 (30).....	120

14.5 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 13 (31).....	121
14.6 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 14 (32).....	123
14.7 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 15 (33).....	125

Λέξεις Κλειδιά (Keywords)

- **Χρηματιστήριο**
- **Τεχνική Ανάλυση**
- **Θεμελιώδης Ανάλυση**

Σύνοψη εργασίας

Η απόπειρα να μιλήσει κανείς για το μέλλον του επενδυτικού, εγχώριου αλλά και διεθνούς περιβάλλοντος εμπεριέχει υψηλό «ρίσκο», καθώς οι σημερινοί ρυθμοί αλλαγών προδικάζουν το γεγονός ότι το μέλλον δεν θα είναι αναγκαία όπως το προβλέπουμε.

Τα όσα πραγματεύεται το παρόν ερευνητικό έργο δεν αποτελεί ισχυρή πρόβλεψη ή εκτίμηση του παραπάνω «γρίφου» αλλά τη προσέγγιση δύο βασικών σχολών σκέψης γύρω από τις χρηματιστηριακές αγορές, της Θεμελιώδους και της Τεχνικής ανάλυσης.

Οι δύο αυτές μέθοδοι με τα διαφορετικά εργαλεία, τη διαφορετική θεωρητική υπόσταση και τις διαφορετικές γραμμές σκέψης, προσπαθούν να δράσουν ορθολογικά στον ιδιαίτερα πολύπλοκο κόσμο των χρηματιστηριακών αγορών. Η κάθε μία από τις δύο σχολές σκέψης συναγωνίζονται περισσότερο από τρεις δεκαετίες τώρα για να βρουν εργαλεία και μεθόδους αν όχι για να προβλέψουν το μέλλον της πορείας των χρηματιστηριακών αγορών, των δεικτών και των μετοχών, τουλάχιστον να αναζητήσουν τα «σημάδια» εκείνα που θα τους βοηθήσουν στο να κάνουν όσο το δυνατόν ασφαλέστερες εκτιμήσεις.

Σκοπός της ερευνητικής μας προσπάθειας είναι να διερευνηθεί το κατά πόσο μπορούν οι δύο αναλύσεις, η θεμελιώδης και η τεχνική, παρόλη τη «διαφορετικότητα» που τις διακρίνει, να συμπληρώσουν η μία την άλλη προκειμένου να επιτύχουν μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα και σωστότερη αν όχι πρόβλεψη, εκτίμηση των μελλοντικών εξελίξεων στην χρηματιστηριακή επενδυτική αγορά.

Η συλλογιστική που θα ακολουθήσουμε στο παρόν ερευνητικό έργο αφορά αρχικά στη θεωρητική προσέγγιση της θεμελιώδους ανάλυσης, μίας έννοιας η οποία ενώ στηρίζεται όπως θα δούμε σε μια απλή φιλοσοφία, παρουσιάζεται ιδιαίτερα πολύπλοκη ως προς την εφαρμογή της. Η πολυπλοκότητα αυτή εντοπίζεται στο γεγονός ότι καλύπτει ουσιαστικά όλες τις πλευρές της οικονομικής και διοικητικής επιστήμης. Τα εργαλεία της «ανεξάντλητα» και συνεχώς εξελισσόμενα όπως η ίδια η επιστήμη των οικονομικών και της διοίκησης. Ενδεικτικά αναφέρουμε τα πεδία ορισμένων από τις επιστήμες που εμπλέκονται στη θεμελιώδη ανάλυση:

- Μακροοικονομική
- Λογιστική
- Χρηματοοικονομική
- Διοίκηση
- Στατιστική

- Στρατηγική των επιχειρήσεων
- Οικονομική ιστορία
- Ψυχολογία

Αφού παρουσιάσουμε τη φιλοσοφία της Θεμελιώδης μεθόδου, θα αναφερθούμε σε κάποιες από τις πηγές πληροφόρησης τις οποίες έχει και θα παρουσιάσουμε τις βασικότερες και δημοφιλέστερες κατά την άποψη μας επεξηγήσεις, εργαλεία της εν λόγω ανάλυσης σε μικροοικονομικό επίπεδο, δηλαδή σε επίπεδο επιχειρήσεων.

Στη συνέχεια, μέσα από την θεωρητική πάντα προσέγγιση θα προσπαθήσουμε να εντοπίσουμε τα τυχόν μειονεκτήματα της θεμελιώδους ανάλυσης ως προς την αποτελεσματικότητα της μεθόδου αυτής στις εκτιμήσεις της στη χρηματιστηριακή αγορά.

Αντίστοιχα θα παρουσιάσουμε την φιλοσοφία και τις κυριότερες έννοιες της τεχνικής ανάλυσης στην οποία και θα επικεντρωθούμε. Σκοπός μας δεν θα είναι η αναδιατύπωση των εγχειριδίων και των βιβλίων της τεχνικής ανάλυσης αλλά η κριτική και επιστημονική ματιά σε μία ιδιαίτερα «αποκρουστική» για τους ακαδημαϊκούς μέθοδο ανάλυσης. Ακολούθως θα παρουσιάσουμε τα βασικά εργαλεία της τεχνικής ανάλυσης μέσω πρακτικών εφαρμογών μετοχών οι οποίες επελέγησαν τυχαία.

Τελευταίο στάδιο της ανάλυσης μας θα είναι η τεχνική ανάλυση της τιμής της μετοχής της Τιτάν σε βραχυπρόθεσμο (ανά τρίμηνο) και μεσομακροπρόθεσμο (έτος – τετραετία) ορίζοντα σύμφωνα με τα βασικά εργαλεία της τεχνικής ανάλυσης για να δούμε το εάν και κατά πόσο κατορθώνει η μία μέθοδος ανάλυσης να συμπληρώσει την άλλη.

Κεφάλαιο 1

Εισαγωγή

1.1 Το χρηματιστήριο ως μια μορφή επένδυσης

Το χρηματιστήριο αποτελεί μία από τις σημαντικότερες επενδυτικές επιλογές του σύγχρονου επενδυτή, καθώς τόσο στην εγχώρια όσο και 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 (Θωμαδάκης 2001).

Οι πρώτες οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές άρχισαν τη λειτουργία τους στο δεύτερο μισό του 19^{ου} αιώνα, ενώ μόλις στις τελευταίες τρεις δεκαετίες, έγινε περισσότερο έντονη η ενασχόληση και του ευρύτερου επενδυτικού κοινού με την αγορά ή την πώληση μετοχικών αξιών.

Το χρηματιστήριο είναι ο χώρος όπου συναντώνται οι αντίθετες προσδοκίες των επενδυτών για τη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Στην αγορά του χρηματιστηρίου πάντοτε υπάρχουν κάποιοι επενδυτές που πιστεύουν ότι η τιμή π.χ. μιας μετοχής πρόκειται να υποχωρήσει και κάποιοι άλλοι που για διαφορετικούς λόγους πιστεύουν ότι η τιμή της ίδιας μετοχής πρόκειται να ανέλθει. Οι πρώτοι, προσπαθώντας να πουλήσουν τις μετοχές που κατέχουν, πιέζουν την τιμή της μετοχής πτωτικά, ενώ οι δεύτεροι προσπαθώντας να αγοράσουν, πιέζουν την τιμή της μετοχής ανοδικά και με αυτόν τον τρόπο διαμορφώνεται μια τιμή όπου η προσφορά και η ζήτηση ισορροπούν τη δεδομένη χρονική στιγμή.

Η συλλογιστική βάσει της οποίας πραγματοποιούνται αποδόσεις στο χρηματιστήριο είναι απλή όπως και οι κανόνες που διέπουν τις συναλλαγές μεταξύ αγοραστών και πωλητών μετοχικών αξιών. Η τιμή της μετοχής παρουσιάζει αύξηση στην περίπτωση κατά την οποία η εταιρία έχει να επιδείξει μια υγιή οικονομική πορεία και μια αυξητική τάση κερδών στο μέλλον. Στην αντίθετη περίπτωση, η τιμή της μετοχής ακολουθεί μια πτωτική πορεία. 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 (Schwager 1995).

Ο κανόνας αυτός συνοδεύεται παράλληλα με τη γνωστή σχέση στη χρηματοοικονομική επιστήμη, ότι όσο μεγαλύτερο το ρίσκο που αναλαμβάνει ο επενδυτής τόσο μεγαλύτερη η απόδοση που αναμένει (Συριόπουλος 2004). Το

χρηματιστήριο, εμπεριέχοντας ένα σαφώς μεγαλύτερο ρίσκο από τις άλλες μορφές επενδύσεων, προσφέρει στον επενδυτή ως αντάλλαγμα μια υψηλότερη δυνητική απόδοση (Brigham 2001).

Οι παραπάνω ισορροπίες δημιουργούν την ανάγκη χρησιμοποίησης σύγχρονων εργαλείων ή μέσων, ώστε η επένδυση να γίνεται με ορθολογικό τρόπο, μειώνοντας τον κίνδυνο της τυχαίας επιλογής μετοχικών αξιών. Αυτήν ακριβώς την ανάγκη έρχεται να καλύψει η θεμελιώδης και η τεχνική ανάλυση.

1.2 Οι τρεις σχολές σκέψης αναφορικά με τις χρηματιστηριακές αγορές

Κατά καιρούς έχουν αναπτυχθεί τρεις διαφορετικές προσεγγίσεις εξέτασης και λήψης επενδυτικών αποφάσεων στο χρηματιστήριο (Achelis Steven B., Brigham., Appel Gerald κτλ)

Αρχικά αναπτύχθηκε η σχολή της θεμελιώδους ανάλυσης (Fundamental Analysis). Η μέθοδος αυτή προβαίνει σε αποτίμηση των μετοχών των εταιριών μέσω μελέτης των λογιστικών καταστάσεων και των κλαδικών δεδομένων κάθε εταιρίας και στη συνέχεια προχωρά σε ανεύρεση της «πραγματικής» αξίας της μετοχής, εφόσον σε πρώτο στάδιο έχει εξεταστεί η οικονομία εν γένει¹.

Δεύτερη παρουσιάστηκε η σχολή των οπαδών της τεχνικής ανάλυσης (Technical Analysis). Η σχολή αυτή, που επισημαίνουμε ότι κατά καιρούς έχει δεχθεί έντονη κριτική από ακαδημαϊκούς, υποστηρίζει ότι μπορεί σε κάποιο βαθμό να προβλέψει τις μελλοντικές τιμές σε μια αγορά, αρκεί να μελετήσει με συγκεκριμένες μεθόδους το διάγραμμα τιμής μιας μετοχής. Δηλαδή τα μοναδικά δεδομένα που χρειάζεται η εν λόγω σχολή είναι οι παρελθούσες τιμές μετοχών ή δεικτών.

Εμείς εκ των προτέρων αναφέρουμε, ότι τουλάχιστον τα βασικά εργαλεία της τεχνικής ανάλυσης τα οποία και χρησιμοποιήσαμε δεν έχουν καμία προβλεπτική ικανότητα, αλλά παρόλα αυτά όπως θα δούμε στο παρόν ερευνητικό έργο, αποτελούν σημαντικό μέσο επεξεργασίας και ανάλυσης της συμπεριφοράς των τιμών.

Τέλος η νεότερη σχολή σκέψης είναι η θεωρία της τυχαίας επέλευσης των τιμών (Random Walk Theory). Οι οπαδοί αυτής της θεωρίας υποστηρίζουν πως οι διακυμάνσεις που παρατηρούμε καθημερινά στις τιμές των μετοχών οφείλονται σε καθαρά τυχαίους παράγοντες με αποτέλεσμα να μην μπορούμε να προβλέψουμε με κανένα τρόπο πως θα κινηθούν οι τιμές αυτές στο μέλλον.

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση των δύο εκ των τριών σχολών σκέψης, της θεμελιώδους και της τεχνικής ανάλυσης, θεωρούμε επιβεβλημένη την συνοπτική έστω αναφορά μας στα χρηματιστηριακά τεκταινόμενα της ελληνικής χρηματιστηριακής

¹ Μέσω διαφόρων μακροοικονομικών μεγεθών, ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ, επιτόκια, πληθωρισμός κτλ.

αγοράς την τελευταία εικοσαετία από τη στιγμή μάλιστα που και οι δύο σχολές κάνουν εκτενή χρήση της χρηματιστηριακής ιστορίας.

1.3 Η ανασκόπηση της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς την περίοδο 1983-2003.

Η περίοδος 1983 – 2003 χαρακτηρίζει τη σύγχρονη ιστορία του ελληνικού χρηματιστηρίου και ταυτόχρονα περικλείει την εντονότερη φάση ανάπτυξης της εγχώριας κεφαλαιαγοράς, αλλά και γενικότερα της εθνικής οικονομίας. Η συγκεκριμένη χρονική περίοδος επεφύλαξε ιδιαίτερα έντονες συγκινήσεις στους Έλληνες θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές, οδηγώντας στη διεθνοποίηση της ελληνικής αγοράς μετοχών και στην αναβάθμισή της σε ένα ώριμο Ευρωπαϊκών προδιαγραφών Χρηματιστήριο. Από την άλλη πλευρά σε όλη την εξεταζόμενη χρονική περίοδο δεν έλειψαν τα ακραία φαινόμενα και οι εξάρσεις, τόσο σε επίπεδο ανόδου όσο και σε επίπεδο πτώσης, των τιμών των μετοχών, επιβεβαιώνοντας διαρκώς τον ιστορικό κανόνα της εναλλαγής των χρηματιστηριακών κύκλων και τη μετάβαση της επενδυτικής ψυχολογίας από την άκρατη αισιοδοξία στην αστείρευτη απαισιοδοξία.

Οι σημαντικότερες επιμέρους περίοδοι αυτής της 20ετίας, καθώς και τα κυριότερα χαρακτηριστικά γνωρίσματα αυτών παρατίθενται αμέσως πιο κάτω όπως περιγράφονται στην επίσημη επετιακή έκδοση «125 Χρόνια Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών»:

1983 – 1985 : Στο μεγαλύτερο μέρος αυτής της περιόδου, το ελληνικό χρηματιστήριο κινήθηκε εν μέσω άτονων συνεδριάσεων αλλά και περιορισμένων διακυμάνσεων, με την αξία των συναλλαγών να διαμορφώνεται σε πενιχρά επίπεδα. Ο μέσος λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E) της αγοράς κινήθηκε στο εύρος των 4 – 6 φορές με τη μέση μερισματική απόδοση να κυμαίνεται σε 9% - 11% και τα επιτόκια της αγοράς να ανέρχονται σε 10% - 15%. Η περίοδος αυτή ολοκληρώνεται με την ανακοίνωση των μέτρων σταθεροποίησης της Ελληνικής οικονομίας τον Οκτώβριο του 1985. Το ίδιο έτος, η άνοδος του Γενικού Δείκτη (Γ.Δ.) διαμορφώθηκε σε 19,89% (125 Χρόνια ΧΑΑ 2001).

1986 – 1988 : Η λήψη των μέτρων σταθεροποίησης της ελληνικής οικονομίας με απώτερο στόχο τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και την κάμψη του πληθωρισμού, οδήγησε στη σταδιακή ανάκαμψη του Χρηματιστηρίου και προκάλεσε φαινόμενα έξαρσης στην άνοδο των τιμών των μετοχών έως και το φθινόπωρο του 1987. Στην ίδια χρονική περίοδο, οι διεθνείς αγορές παρουσίασαν ανάλογες ανοδικές τάσεις ενώ η κίνηση των κεφαλαίων ενισχύθηκε μεταξύ των οικονομιών. Η άνοδος του Γ.Δ. διαμορφώθηκε σε 46,38% το 1986 και κατέστη εντονότερη το πρώτο 10μηνο του 1987. Είναι ενδεικτικό ότι σε διάστημα μόλις 10 μηνών, η άνοδος της αγοράς προσέγγισε τα επίπεδα του 400% ! Τη Δευτέρα 19 Οκτωβρίου 1987, σημειώθηκε «μίνι κραχ» στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, με το βιομηχανικό δείκτη (Dow Jones Ind. Avg) να σημειώνει κάθετη πτώση της τάξεως του 22,7% σε μία και μόνο συνεδρίαση.

Η εξέλιξη εκείνη είχε ως αποτέλεσμα την αντιστροφή της ανοδικής τάσης που είχε σημειωθεί στην ελληνική αγορά μετοχών. Παρά το γεγονός αυτό, το έτος 1987 έκλεισε με ετήσια άνοδο της τάξεως του 162,34%, ενώ το 1988 αποτέλεσε μία μεταβατική περίοδο στην πορεία των τιμών των ελληνικών μετοχών (125 Χρόνια ΧΑΑ 2001).

1989 – 1991 : Το 1989 αποτέλεσε ένα ιδιαίτερα έντονο προεκλογικό έτος, ενώ μετά από 3 διαδοχικές εκλογικές αναμετρήσεις, προέκυψε αυτοδύναμη κυβέρνηση τον Απρίλιο του 1990. Οι οικονομικές προσδοκίες που δημιουργήθηκαν οδήγησαν σε μία άνοδο της τάξεως του 42,59% το 1989 και σε μία χρηματιστηριακή έξαρση από τις αρχές έως και το καλοκαίρι του 1990. Αμέσως μετά τη σημείωση του ιστορικού υψηλού του Γ.Δ., 1.684,31 μονάδες τον Ιούλιο του ίδιου έτους, η εισβολή του Ιράκ στο Κουβέιτ και η αποτυχία ανάληψης της Ολυμπιάδας του 1996, οδήγησαν σε μία έντονη πτώση των αποτιμήσεων. Η πτώση αυτή ανακόπηκε από το θετικό για τις αγορές γεγονός της νίκης των συμμάχων στον Πόλεμο του Κόλπου, με το Γ.Δ. να επανακάμπτει κοντά στις 1.300 μονάδες στο πρώτο τρίμηνο του έτους 1991 (125 Χρόνια ΧΑΑ 2001).

1992 – 1996 : Μέχρι και το Νοέμβριο του 1992, ο Γ.Δ. υποχώρησε σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα, κοντά στις 550 μονάδες. Η εικόνα των επόμενων τριών ετών ήταν υποτονική με περιορισμένο έως και ελάχιστο το συναλλακτικό ενδιαφέρον εκ μέρους των συμμετεχόντων. Εξαιρέσεις αποτέλεσαν η άνοδος λόγω των εκλογών του Οκτωβρίου 1993 αλλά και η «μίνι» έξαρση των τιμών των κατασκευαστικών μετοχών στις αρχές του 1994 με το Γ.Δ. να πλησιάζει τις 1.200 μονάδες. Από την άλλη πλευρά όμως, ως αρνητικό επιστέγασμα της εν λόγω περιόδου ήρθε το σκάνδαλο της Δέλτα Χρηματιστηριακής στα τέλη του 1996 (125 Χρόνια ΧΑΑ 2001).

1997 – 1999 : Η συγκεκριμένη χρονική περίοδος στέφθηκε από τη πιο μακριά σε διάρκεια αλλά και σε ένταση χρηματιστηριακή ευφορία που γνώρισε η εγχώρια αγορά μετοχών στη σύγχρονη ιστορία της. Στην περίοδο αυτή προεξοφλήθηκαν με άκρως έντονο τρόπο τα οφέλη της εισόδου της Ελλάδας στην Ο.Ν.Ε. και η βελτίωση των μακροοικονομικών της μεγεθών, κάμψη πληθωρισμού και επιτοκίων, μείωση δημόσιου χρέους, βελτίωση δημοσιονομικών μεγεθών, ενώ η είσοδος καταρχήν των ξένων θεσμικών επενδυτών και μετέπειτα του ευρύτερου επενδυτικού κοινού στην αγορά μεγιστοποίησε τα μεγέθη των συναλλαγών σε ημερήσια βάση και ανέβασε τη χρηματιστηριακή αξία του χρηματιστηρίου σε επίπεδα άνω του 150% του Α.Ε.Π.. Το 1999 αποτέλεσε το έτος με τη μεγαλύτερη άνοδο του Γ.Δ. κατά 102% , παρά τα αρνητικά γεγονότα - της κρίσης Οτσαλάν, του Πόλεμου της Γιουγκοσλαβίας και του καταστροφικού σεισμού της Αθήνας που μεσολάβησαν. Οι δείκτες P/E των μετοχών εκτινάχθηκαν σε τριψήφια νούμερα, με τις εισηγμένες επιχειρήσεις να επιδίδονται σε ένα χορό εξαγορών και συγχωνεύσεων για να τεκμηριώσουν τις αποτιμήσεις τους (125 Χρόνια ΧΑΑ 2001).

2000 – 2003 : Με τα σημάδια της αρχής τη πτώσης, μετά από μία αλόγιστη άνοδο των τιμών να είναι εμφανή, οι εκλογές του Απριλίου του 2000 αλλά και η είσοδος της Ελλάδας στην Ο.Ν.Ε. τον Ιούνιο του ίδιου έτους, δεν απέτρεψαν την βίαιη αποκλιμάκωση των αποτιμήσεων που έμελλε να συνεχίζεται έως και τους πρώτους μήνες του 2003. Η έλευση του ευρώ στις αρχές του 2002, η προς τα πάνω αναθεώρηση του δημόσιου χρέους, καθώς και η άνοδος των πληθωριστικών πιέσεων διαδραμάτισαν αρνητικό ρόλο στη χρηματιστηριακή αγορά, αφού πρώτα προηγήθηκαν η κρίση εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού λόγω της κάθετης πτώσης των τιμών των

μετοχών αλλά και η σοβαρή μείωση των επιχειρηματικών κερδών σε σχέση με τα σχεδόν ανεπανάληπτα ύψη της περιόδου του 1999.

Κλείνοντας, συμπερασματικά αναφέρουμε από τα όσα διδάσκει η χρηματιστηριακή ιστορία, η άνοδος και η πτώση των τιμών των μετοχών συνιστούν τον απαράβατο νόμο των διεθνών χρηματιστηρίων οδηγώντας τους ανά τον κόσμο επενδυτές σε έντονη εναλλαγή συναισθημάτων και προσδοκιών.

Κεφάλαιο 2

Η φιλοσοφία της θεμελιώδους ανάλυσης

2.1 Εισαγωγή, η προσέγγιση «από πάνω προς τα κάτω» (top down approach)

Η καθημερινή χρηματιστηριακή πραγματικότητα αποδεικνύει πως οι προσδοκίες περί των μελλοντικών κερδών μιας εταιρίας, εισηγμένης σε κάποιο χρηματιστήριο, αποτελεί τον πρωταρχικό παράγοντα που δύναται να επηρεάσει αρνητικά ή θετικά την τιμή της μετοχής (Schwager 1995). Η θεμελιώδης ανάλυση, στηρίζεται κυρίως στη μελέτη των θεμελιωδών μεγεθών και παραγόντων που επηρεάζουν την οικονομία, τον κλάδο και την εταιρία. Μέσα βέβαια από τη μεγάλη εμπειρία και την ατελείωτη βιβλιογραφία, οι αναλυτές προσεγγίζουν τις διάφορες οικονομικές και λογιστικές καταστάσεις, προσπαθώντας να προσδιορίσουν τους παράγοντες που επηρεάζουν κάθε χρονική στιγμή την αγορά. Με την αναγνώριση και ανάλυση των θεμελιωδών μεταβλητών καταλήγουν σε εκτιμήσεις για την εξέλιξη της αγοράς μετοχών (Teweles & Bradley 1998).

Η θεμελιώδης ανάλυση λοιπόν, με διάφορα εργαλεία και μεθόδους, προσπαθεί να μελετήσει τρία πεδία με τη φιλοσοφία της προσέγγισης «από πάνω προς τα κάτω» (Top Down Approach):

- A. *Τα μεγέθη της οικονομίας, στην οποία αναπτύσσεται η υπό εξέταση εταιρία. Κυριότερα μεγέθη σε μακροοικονομικό επίπεδο κρίνονται το επίπεδο ανεργίας, οι ρυθμοί ανάπτυξης, ο πληθωρισμός, τα επιτόκια, το δημοσιονομικό έλλειμμα και γενικά όλα εκείνα τα μεγέθη τα οποία αντικατοπτρίζουν την πορεία της οικονομίας, η οποία διέπεται από κύκλους που όπως θα δούμε επηρεάζουν άμεσα την δραστηριότητα των επιχειρήσεων με επακόλουθο την πορεία των τιμών των μετοχών τους. Στις μέρες μας βέβαια με τον παγκοσμιοποιημένο χαρακτήρα των αγορών, όπου η μία οικονομία επηρεάζεται άμεσα από την άλλη, ο αναλυτής καλείται να εξετάσει όχι μόνο την εγχώρια οικονομία αλλά και την πορεία τουλάχιστον των σημαντικότερων οικονομιών του πλανήτη (Η.Π.Α, Ιαπωνία, μεγάλες ευρωπαϊκές οικονομίες κτλ). Επομένως με την εν λόγω ανάλυση επιχειρείται η εμπεριστατωμένη εξέταση της οικονομίας μέσα στην οποία λειτουργεί η συγκεκριμένη επιχείρηση.*

- B. *Το κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρία. Να διαπιστώσει αρχικά τη δομή και τις συνθήκες της αγοράς κάτω από τις οποίες δραστηριοποιείται η υπό εξέταση εταιρία και στη συνέχεια να αναλύσει τα θεμελιώδη μεγέθη του κλάδου όπως τους ρυθμούς ανάπτυξης, τα μερίδια αγοράς, τον ανταγωνισμό κτλ. τόσο σε εγχώριο επίπεδο όσο και στο εξωτερικό.*
- Γ. *Τα μεγέθη της υπό εξέταση εταιρίας. Χρηματοοικονομικά στοιχεία, μερίδια της αγοράς, προϊόντα, υπηρεσίες, επενδύσεις κτλ.*

Η μελέτη των τριών αυτών πεδίων οδηγεί σε εκτιμήσεις γύρω από τη μελλοντική πορεία των κερδών της εξεταζόμενης εταιρίας με σκοπό τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων γύρω από την τοποθέτηση κεφαλαίων ή όχι. Εάν λοιπόν η θεμελιώδης ανάλυση δείξει ότι τα κέρδη της εταιρίας θα αυξηθούν στο μέλλον, τότε συμφέρει η αγορά ή διακράτηση της μετοχής της. Σε αντίθετη περίπτωση όταν αναμένεται πτωτική πορεία των κερδών συνιστάται η πώληση ή η αποφυγή της εν λόγω μετοχής (William J O'Neil 1999, Schwager 1995 κτλ).

Με βάση λοιπόν την θεμελιώδη ανάλυση ένας διαχειριστής κεφαλαίου, ένας αναλυτής, είτε ακόμα ένας απλός επενδυτής που μελετούν αυτά τα θεμελιώδη μεγέθη, συγκεντρώνουν αντικειμενικά μεγαλύτερες πιθανότητες για να επιλέξουν τις καλύτερες δυνατές μετοχές που προσφέρονται σε μια ή περισσότερες χρηματιστηριακές αγορές.

Η προσέγγιση άλλωστε της ακανόνιστης κίνησης των τιμών των μετοχών (Random Walk Theory), δεν καθιστά καμία ορθολογική μέθοδο λήψης επενδυτικών αποφάσεων όπως ούτε η προσέγγιση μίας ομάδας ατόμων που βασίζουν τις επενδυτικές τους επιλογές με βάση την εφήμερη πληροφόρηση και την φημολογία χωρίς την εξέταση των πραγματικών δεδομένων (Schwager 1995) .

Παράλληλα δεν θα πρέπει να παραγνωρίζεται το γεγονός ότι στο χρηματιστήριο λειτουργούν οι δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης ενός ευρύτερου επενδυτικού συνόλου, που μπορεί να αντιδράσει ακραία και υπό την επίρεια εξωγενών παραγόντων. Ακόμα πολλές φορές έχει παρατηρηθεί η αντίδραση του επενδυτικού κοινού με τη λογική του πλήθους. Στις περιπτώσεις αυτές κάθε συλλογιστική βασισμένη στη θεμελιώδη ανάλυση καταρρίπτεται, με αποτέλεσμα η χρησιμότητα της συγκεκριμένης μεθόδου να περιορίζεται σημαντικά (Schwager 1984).

Πριν προχωρήσουμε θεωρούμε επιβεβλημένο να αναφερθούμε συνοπτικά στους οικονομικούς και επιχειρηματικούς κύκλους από τη στιγμή που αν μη τι άλλο η πορεία της οικονομίας², με την ευρεία του όρου έννοια, καθορίζει την οικονομική πορεία των επιχειρήσεων με άμεσο επακόλουθο την πορεία των τιμών των μετοχών τους.

² Στις μέρες μας με την παγκοσμιοποίηση των αγορών σε όλα τα επίπεδα, παραγωγής, κατανάλωσης, κεφαλαίων κτλ οι διάφορες οικονομίες των χωρών εξαρτώνται άμεσα η μία με την άλλη, για παράδειγμα μια οικονομική ύφεση λόγω χάρη στις ΗΠΑ, ενδέχεται να προκαλέσει ύφεση σε όλες τις οικονομίες του κόσμου.

2.2 Οικονομικοί και επιχειρηματικοί κύκλοι, οι κυκλικές εταιρίες στο χρηματιστήριο

Οι κύκλοι που παρατηρούνται σε μια οικονομία αναφέρονται στις διακυμάνσεις της εν γένει οικονομικής δραστηριότητας. Η οικονομική δραστηριότητα στη πράξη χαρακτηρίζεται από μια περίοδο άνθησης για κάποιο διάστημα και από μια περίοδο ύφεσης. Με αυτό το τρόπο επηρεάζονται και οι επιχειρήσεις, όπως και άλλοι πιθανότατα τομείς της κοινωνίας.

Ανάλογα με το βαθμό εξωστρέφειας μίας οικονομίας είναι φυσιολογικό να επηρεάζεται στον ανάλογο βαθμό από άλλες οικονομίες. Ανεξάρτητα από τα τυχόν ειδικά κριτήρια που χρησιμοποιούνται για τη διάκριση των οικονομικών κύκλων³, αυτοί χωρίζονται, ως γνωστόν και από την οικονομική επιστήμη, σε τέσσερις φάσεις:

- A. Φάση άνθησης και ανάπτυξης της οικονομίας.
- B. Φάση κρίσης.
- Γ. Φάση ύφεσης της οικονομίας.
- Δ. Φάση ανάρρωσης ή αναζωογόνησης της οικονομίας.

Η ίδια λογική και φιλοσοφία των τεσσάρων αυτών φάσεων της οικονομίας υπάρχει και στη πορεία και δραστηριότητα των εταιριών. Όπως είναι φυσιολογικό τους κύκλους αυτού ακολουθεί στενά το χρηματιστήριο.

Έχοντας μελετήσει την ιστορία του ελληνικού χρηματιστηρίου διαπιστώσαμε τον παραλληλισμό της πορείας της ελληνικής οικονομίας και του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών⁴. Τα εντυπωσιακότερα κατά τη γνώμη μας συμπεράσματα από την πορεία των 125 και πλέον χρόνων του ελληνικού χρηματιστηρίου και κυρίως από το τη δεκαετία του πενήντα και μετά είναι:

- A. Διαχρονικά η εξέλιξη του ελληνικού χρηματιστηρίου είναι ανοδική, όπως άλλωστε ανοδική είναι η διαχρονική εξέλιξη της ελληνικής οικονομίας.
- B. Το ελληνικό χρηματιστήριο σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα προσέφερε τις υψηλότερες αποδόσεις από οποιαδήποτε μορφή επένδυσης, απόδοση η οποία φτάνει ετήσια σωρευτικά την τάξη του 17 %.

³ Ανάλογα με την ένταση και τη χρονική τους διάρκεια.

⁴ Μέσα από την επίσημη έρευνα που πραγματοποίησε το ΧΑΑ

- Γ. Η δυσκολία στο χρηματιστήριο είναι ο εντοπισμός των εταιριών εκείνων που θα αντέξουν στη πορεία του χρόνου.

Σε κάθε οικονομικό περιβάλλον υπάρχει και μια ομάδα επιχειρηματικών μονάδων, οι οποίες κατά συστηματικό τρόπο επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τις γενικότερες διακυμάνσεις της οικονομίας. Οι εταιρίες αυτές απαντώνται με τον όρο «κυκλικές εταιρίες» (Cyclical Company). Ο εν λόγω όρος αναφέρεται στις εταιρίες εκείνες, των οποίων η πορεία των θεμελιωδών μεγεθών έχει υψηλό βαθμό συσχέτισης με τους αντίστοιχους επιχειρηματικούς κύκλους της οικονομίας (Karczewski 1998, Schwager 1984 κτλ). Οι εταιρίες αυτές, ανεξαρτήτως το «ατομικό» στάδιο εξέλιξης το οποίο βρίσκονται, επιδεικνύουν υψηλούς ρυθμούς μεγένθυσης στη φάση της οικονομικής ανάπτυξης, ενώ αντίθετα επηρεάζονται αρνητικά στη φάση της ύφεσης στην οικονομία. Εννοείται ότι ο διαχωρισμός σε «κυκλικές» ή μη εταιρίες γίνεται βάση της πορείας των χρηματοοικονομικών μεγεθών των εξεταζόμενων εταιριών και της εξέλιξης της κερδοφορίας τους και όχι από τη πορεία της τιμής της μετοχής. Βέβαια μπορεί να πιθανολογήσει κανείς ότι η τιμή της μετοχής η οποία προεξοφλεί επί των πλείστων τις θεμελιώδεις εξελίξεις της εισηγμένης εταιρίας, θα ακολουθήσει μία ανάλογη πορεία (Schwager 1984).

Κλείνοντας αναφέρουμε τον υψηλό βαθμό συσχέτισης μεταξύ των κύκλων του οικοδομικού και του κατασκευαστικού κλάδου και των κύκλων της οικονομίας. Οι κλάδοι αυτοί συνίστανται στις εταιρίες τσιμέντου, ξυλείας πλαστικών σωλήνων, κατασκευών, δομικών υλικών και μεταλλουργίας. Τα παραπάνω δεν σημαίνει ότι ισχύουν σε απόλυτο βαθμό και σε όλες τις εταιρίες των κλάδων αυτών.

2.3 Οι συνθήκες και η δομή των αγορών μέσα στις οποίες δραστηριοποιούνται οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες

Η φύση της αγοράς ή οι συνθήκες του κλάδου, κάτω από τις οποίες δραστηριοποιούνται οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις, παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον λόγω της ικανότητας των ιδίων των συνθηκών ενός κλάδου να προσδιορίζουν σε σημαντικό βαθμό την πορεία των θεμελιωδών μεγεθών της εταιρίας (Karczewski 1998, Schwager 1995). Ανάλογα με τον τύπο της κάθε αγοράς-κλάδου, τα μερίδια αγοράς και η τιμολογιακή πολιτική της επιχείρησης βαίνουν διαφοροποιούμενα.

Με δεδομένη σε σημαντικό βαθμό την ανεξαρτησία των συμμετεχόντων, από την άποψη ότι δεν υπάρχει καμία συμφωνία μεταξύ των επιχειρήσεων, την πλήρη σχετικά γνώση των συνθηκών της αγοράς από αγοραστές και πωλητές, την ευκολία κινητικότητας των συντελεστών παραγωγής και όλων των άλλων χαρακτηριστικών του πλήρους ανταγωνισμού, εντοπίζουμε σε κάποιο βαθμό επιχειρήσεις εμπορίας ηλεκτρονικών υπολογιστών (Ασπίς χρηματιστηριακή 2003).

Στην αντίπερα όχθη διακρίνουμε τα λεγόμενα φυσικά μονοπώλια, κυρίως λόγω του αποκλειστικού ελέγχου και εκμετάλλευσης ενός βασικού συντελεστή παραγωγής. Στην Ελλάδα απαντάμε τις επιχειρήσεις κοινής ωφελείας ΔΕΗ, ΕΥΔΑΠ κτλ. Αναφορικά με την περίπτωση του ΟΤΕ είδαμε πως το μέχρι πρότινος μονοπώλιο βρέθηκε να δέχεται έντονο ανταγωνισμό, ύστερα από την απελευθέρωση της αγοράς των τηλεπικοινωνιών, με αποτέλεσμα την συνεχιζόμενη μέχρι της μέρες μας μείωση του μεριδίου αγοράς, με άμεσο επακόλουθο την έντονη μείωση της κερδοφορίας του.

Σε αγορές ολιγοπωλίων στην Ελλάδα δραστηριοποιούνται εταιρίες των τσιμέντων και της μεταλλουργίας, εξαιτίας κυρίως της τεχνογνωσίας που κατέχουν και του υψηλού κόστους που συνεπάγονται οι συγκεκριμένες δραστηριότητες, σε συνδυασμό με τη «φύση του προϊόντος το οποίο παράγουν» (Χ.Α.Α 125 Χρόνια).

Τέλος εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε αγορές ολιγοπωλειακού ανταγωνισμού μπορούν να θεωρηθούν εκείνες του κλάδου των ποτών και τροφίμων κτλ (Χρήμα & Αγορά Απρίλιος 2004).

2.4 Η έννοια της θεμελιώδους ανάλυσης

Η μέθοδος της θεμελιώδους ανάλυσης συνίσταται όπως αναφέραμε στην εξέταση των σημαντικότερων παραγόντων που επηρεάζουν το περιβάλλον δραστηριοποίησης μιας εταιρίας (οικονομία και κλάδος) καθώς και των παραμέτρων εκείνων που σχετίζονται αποκλειστικά με την εξεταζόμενη επιχείρηση και οι οποίοι καθορίζουν τη διαχρονική πορεία της σε επίπεδο χρηματοοικονομικών μεγεθών και σε επίπεδο μετοχής.

Η λογική της θεμελιώδους ανάλυσης έγκειται στο γεγονός ότι η ανάλυση των μεγεθών της εταιρίας με βάση τη συμπεριφορά τους στο παρελθόν (κυρίως των τελευταίων ετών) και η εξαγωγή συμπερασμάτων για την ιστορική πορεία της εταιρίας αποτελούν ένα σημαντικό σημείο εκκίνησης για εκτιμήσεις στη περαιτέρω πορεία της εταιρίας (Teweles & Bradley 1998 Schwager 1995).

Η παραπάνω θεώρηση έχει διατυπωθεί από αρκετούς αναλυτές με την άποψη ότι εφόσον η διοίκηση μιας εταιρίας επιδεικνύει μια επιτυχή και κερδοφόρα διαχείριση στο παρελθόν έχει σημαντικές πιθανότητες να συνεχίσει, εκτός της επίδρασης τυχόν εξωγενών παραγόντων, τη κερδοφόρα πορεία της και τους ρυθμούς ανάπτυξης και στο μέλλον. Βασική υπόθεση επομένως της θεμελιώδους ανάλυσης είναι ότι μια καλή συμπεριφορά στο παρελθόν παρέχει τα εχέγγυα στις περισσότερες περιπτώσεις για μια εξίσου θετική συμπεριφορά και στο μέλλον.

Κατά την άποψη μας η προαναφερθείσα λογική της θεμελιώδους ανάλυσης καταρρίπτεται σε σημαντικό βαθμό όσο αυξάνουμε τον χρονικό ορίζοντα προς το μέλλον. Εάν αναζητήσουμε τα ονόματα εταιριών που διαπραγματεύονταν στο ΧΑΑ κατά τη δεκαετία του 1970, θα διαπιστώσουμε ότι στην πλειοψηφία τους, απουσιάζουν από το σημερινό πίνακα συναλλαγών του ελληνικού χρηματιστηρίου, πολλά ονόματα εταιριών, οι οποίες, κατά την εποχή εισαγωγής τους υπήρξαν ιδιαίτερα κερδοφόρες .

Παρόλα αυτά η διερεύνηση του ευρύτερου περιβάλλοντος, δηλαδή της οικονομίας (πορεία πληθωρισμού, επιτοκίων και δημοσιονομικών) και του κλάδου ανταγωνιστικότητά, μερίδια αγοράς) , αποτελεί τη βασική προϋπόθεση κατά τη θεμελιώδη ανάλυση προκειμένου να ακολουθήσει η εξέταση των στοιχείων που αφορούν αποκλειστικά στην εξεταζόμενη εταιρία (ισολογισμοί, χρηματοοικονομικά στοιχεία, δείκτες, στοιχεία μετοχής P/E κτλ) για να εξαχθούν συμπεράσματα για την έως τώρα πορεία της εταιρίας όσο και για την πιθανότητα να συνεχισθούν οι ίδιες επιδόσεις και στο μέλλον.

2.5 Η συμβολή της θεμελιώδους ανάλυσης στην αποτίμηση της αξίας των εταιριών

Η σημαντικότερη πτυχή της συμβολής της θεμελιώδους ανάλυσης έγκειται στην εκτίμηση της σημερινής λογιστικής αξίας μιας εταιρίας, ώστε μέσω της σύγκρισης του εξαγόμενου αποτελέσματος της αποτίμησης με την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία να διαμορφώνεται μια άποψη για τα περιθώρια ανόδου ή πτώσης της τιμής της μετοχής στο μέλλον (Thomsett 1989, Teweles & Bradley 1998).

Παρόλα αυτά πολλές φορές από την ανάλυση μιας εταιρίας και την παρακολούθηση της πορείας της μετοχής της στο χρηματιστήριο, διαπιστώνεται ότι συμπεριφορά αυτών των δύο αντικειμένων δεν είναι απόλυτα αρμονική. Στο σημείο αυτό εντοπίζουμε δύο περιπτώσεις:

- A. Μία εύρωστη και χρηματοοικονομικά υγιής εταιρία δεν συνεπάγεται κατά απόλυτο τρόπο και μία μετοχή που δημιουργεί υπεραξία για τον επενδυτή.
- B. Και το αντίθετο όπου μία «αδύναμη» εταιρία παρουσιάζει σημαντικές υπεραξίες.

Οι λόγοι που δημιουργούν αυτή την ανισορροπία μεταξύ επιπέδου οικονομικής ευρωστίας της εταιρίας και πορείας της μετοχής είναι πολλοί. Ενδεικτικά αναφέρουμε την ποιότητα πληροφόρησης αλλά και ιδιομορφίες που αφορούν στο τρόπο επηρεασμού των τιμών των μετοχών (Teweles & Bradley 1998 Schwager 1995).

Βλέπουμε λοιπόν ότι μια καλή εταιρία δεν συνεπάγεται κατά απόλυτο τρόπο και μια καλή μετοχή, με αποτέλεσμα η θεμελιώδης ανάλυση να μην είναι απόλυτα επαρκής στην επίτευξη ικανοποιητικών αποδόσεων στο χρηματιστήριο.

Μια χρηματοοικονομικά υγιείς, δυναμική και εξαιρετικά αναπτυσσόμενη εταιρία δεν μπορεί παρά να αποτελεί πόλο έλξης για τους επενδυτές όσον αφορά στη μετοχή της. Όμως πολλές φορές στη πράξη, η τιμή της μετοχής να βρίσκεται σε τόσο

υψηλά επίπεδα, ώστε να μην καθίσταται πλέον ελκυστική ως επένδυση και να προκαλείται πτώση της τιμής της (William J O'Neil 1999). Στο σημείο αυτό είναι που ο ρόλος της θεμελιώδους ανάλυσης γίνεται καθοριστικός, αφού βοηθάει στον εντοπισμό εκείνων των εταιριών που πέρα των θετικών οικονομικών τους μεγεθών, διαθέτουν μετοχές των οποίων οι τιμές είναι είτε υποτιμημένες (η αγορά δεν τις έχει εντοπίσει) είτε διακυμαίνονται σε λογικά επίπεδα.

Η παραπάνω θεώρηση όμως αφορά σε σημαντικό βαθμό το πόσο αποτελεσματική είναι μια χρηματιστηριακή αγορά. Ο όρος αποτελεσματική αγορά αφορά το κατά πόσο όλοι οι εμπλεκόμενοι στην εν λόγω αγορά μπορεί να είναι εξίσου ενήμεροι. Μία άλλη πτυχή της αποτελεσματικής χρηματιστηριακής αγοράς αφορά και την ταχύτητα βάσει της οποίας η υπάρχουσα πληροφόρηση απορροφάται στις τιμές των μετοχών. Στο παρακάτω κομμάτι του παρόντος κεφαλαίου θα αναλύσουμε αυτή τη σχέση (Teweles & Bradley 1998).

2.6 Θεμελιώδης ανάλυση και βαθμός αποτελεσματικής αγοράς

Σε μία αποτελεσματική χρηματιστηριακή αγορά, στην οποία όλες οι πληροφορίες, ακόμα και εκείνες που παρέχονται από αναλύσεις, αντανακλώνται με μεγάλη ταχύτητα στις τιμές των διαπραγματεύσιμων τίτλων, η θεμελιώδης ανάλυση δεν είναι σε θέση να εντοπίσει επενδυτικές ευκαιρίες ή στοιχεία εντελώς καινούρια, που να μην τα γνωρίζει η ίδια η αγορά, ώστε ο επενδυτής επιλέγοντας τα να πραγματοποιήσει υπεραξίες. Δηλαδή σε ένα χρηματιστήριο όπου υπάρχει υψηλός βαθμός αποτελεσματικότητας, η θεμελιώδης ανάλυση ως εργαλείο εντοπισμού των υγιών εταιριών και των πραγματικά υποτιμημένων τίτλων, χάνει σε ολοκληρωτικό βαθμό τη χρησιμότητα της προς τους επενδυτές και τους ενδιαφερόμενους (Teweles & Bradley 1998, Schwager 1995, Thomsett 1989 κτλ).

Κατά και την δική μας άποψη στον αντίλογο έγκειται ότι οι χρηματιστηριακές αγορές, ακόμα ίσως και οι πιο ανεπτυγμένες δεν είναι απολύτως αποτελεσματικές, γεγονός που σημαίνει ότι η εξέταση και η διερεύνηση των θεμελιωδών στοιχείων μπορεί να «φωτίσει» πτυχές σε αρκετές αθέατες πλευρές της εταιρίας και να προσφέρει δεδομένα νευραλγικής σημασίας, πάνω στα οποία θα μπορεί να τεκμηριωθεί μια άποψη για την εταιρία όσο και μια επιλογή αγοράς ή πώλησης μιας μετοχής.

2.7 Τα βασικότερα μειονεκτήματα της θεμελιώδους ανάλυσης

Στην ανεξάντλητη βιβλιογραφία γύρω από την θεμελιώδη ανάλυση εντοπίζονται τρία βασικά μειονεκτήματα γύρω από την χρησιμότητα της εν λόγω μεθόδου στην λήψη επενδυτικών αποφάσεων στις χρηματιστηριακές αγορές.

Η πρώτη βασική αδυναμία έγκειται στη στατικότητα της μεθόδου. Η ανάλυση της οικονομίας του κλάδου και της επιχείρησης δεν μπορεί να αποτυπώσει το κυριότερο χαρακτηριστικό γνώρισμα των χρηματιστηριακών αγορών, το οποίο δεν είναι άλλο από τον γνώριμο όρο «προσδοκία» (Fabozzi 1999, Καραθανάσης 2003 Teweles & Bradley 1998 κτλ).

Το δεύτερο βασικό μειονέκτημα της θεμελιώδους ανάλυσης αναφέρεται στην ανικανότητα της μεθόδου αυτής να ορίσει τον ακριβή χρόνο λήψης της επενδυτικής απόφασης (timing) (Thomsett 1989, Appel Gerald 2000 κτλ). Οι χρηματιστηριακές αγορές είναι κατά κύριο λόγο προεξοφλητικές αγορές οι οποίες «βλέπουν μπροστά» . Για παράδειγμα η μελέτη των θεμελιωδών μεγεθών μίας εταιρίας όπως αυτά εξάγονται από τις λογιστικές καταστάσεις που δημοσιεύονται ανά τρίμηνο έχουν προεξοφληθεί πιθανότατα από την αγορά «αρκετά νωρίτερα» από την επίσημη ανακοίνωση τους από τις εταιρίες.

Και τρίτον αδυνατεί σε σημαντικό βαθμό να εξηγήσει τις βραχυχρόνιες διακυμάνσεις των τιμών (Murphy 1999) . Για παράδειγμα, έστω ότι δεχόμαστε το γεγονός ότι σε ένα χρονικό ορίζοντα διετίας τα θεμελιώδη μεγέθη μιας εταιρίας είναι αυξητικά και από αυτό το γεγονός η πορεία της μετοχής της τίθεται σε ανοδική τροχιά, το τι συνέβη στις βραχυχρόνιες διακυμάνσεις των τιμών (μέρας, εβδομάδας, μήνα) δεν μπορεί να απαντηθεί από την εν λόγω μέθοδο.

2.8 Συμπεράσματα 2^{ου} κεφαλαίου

Στο παρόν κεφάλαιο προσπαθήσαμε να αναλύσουμε την φιλοσοφία και τις υποθέσεις καθώς και τη λογική πάνω στην οποία στηρίζεται η θεμελιώδης ανάλυση.

Είδαμε ότι παρόλα τα αδύναμα στοιχεία της, η θεμελιώδης ανάλυση βοηθά τον αναλυτή και τον απλό επενδυτή στην κατανόηση των πραγματικών παραμέτρων που περιβάλλουν την λειτουργία των εταιριών, των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Η θεμελιώδης ανάλυση μελετά την οικονομική θέση των εταιριών, την πορεία των κλάδων όπου οι εταιρίες ανήκουν, και τις ευρύτερες οικονομικές συνθήκες της αγοράς, εξάγοντας χρήσιμα συμπεράσματα για την χρηματοοικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων.

Βοηθά λοιπόν με αυτό το τρόπο τον επενδυτή και τον κάθε ενδιαφερόμενο, πριν από κάθε επενδυτική του επιλογή, να κατανοήσει την «ποιότητα του προϊόντος που σκοπεύει να αγοράσει», δηλαδή τη μετοχή , από την οποία προσδοκά μελλοντικά κέρδη.

Η θεμελιώδης ανάλυση, αν και ιδιαίτερα αποτελεσματική δεν επαρκεί από την άλλη πλευρά σε απόλυτο βαθμό και από μόνη της στην επιλογή ορθών επενδυτικών λύσεων στο χρηματιστήριο, καθώς παράγοντες κερδοσκοπίας, χειραγώγησης τιμών, εμπιστευτικής πληροφόρησης, αλλά και εξωγενούς προέλευσης δύναται να αλλοιώσουν και να διαφοροποιήσουν τις εξελίξεις από τα συμπεράσματα της θεμελιώδους ανάλυσης.

Απαραίτητή προϋπόθεση για την παρακολούθηση όλων αυτών των στοιχείων και παραγόντων αποτελεί η συνεχής και όσο το δυνατό πληρέστερη πληροφόρηση. Στο επόμενο κεφάλαιο θα εστιάσουμε την ανάλυση μας στις κυριότερες πηγές πληροφόρησης της θεμελιώδους ανάλυσης μιας εταιρίας δίνοντας έμφαση στις λογιστικές καταστάσεις οι οποίες και αποτελούν το πρωτογενές πεδίο πληροφόρησης γύρω από τα θεμελιώδη μεγέθη των επιχειρήσεων.

Κεφάλαιο 3

Οι κυριότερες πηγές πληροφόρησης της θεμελιώδους ανάλυσης μιας εταιρίας.

3.1 Εισαγωγή

Στο παρόν κεφάλαιο θα παρουσιάσουμε τις κύριες πηγές πληροφόρησης της θεμελιώδους ανάλυσης για τις εισηγμένες εταιρίες στο ελληνικό χρηματιστήριο, καθώς και τη χρησιμότητα αυτών των πληροφοριών για την εξαγωγή συμπερασμάτων γύρω από την χρηματοοικονομική και χρηματιστηριακή πορεία των εταιριών αυτών.

Όπως αναφέραμε η θεμελιώδης ανάλυση στηρίζεται κυρίως στη μελέτη των θεμελιωδών μεγεθών και παραγόντων που επηρεάζουν την οικονομία, τον κλάδο και την οικονομία. Μέσα βέβαια από τη μεγάλη εμπειρία και την ατελείωτη βιβλιογραφία, οι αναλυτές προσεγγίζουν τις διάφορες οικονομικές καταστάσεις, προσπαθώντας να προσδιορίσουν τους παράγοντες που επηρεάζουν σε κάθε χρονική στιγμή την αγορά. Με την αναγνώριση των θεμελιωδών μεταβλητών καταλήγουν σε εκτιμήσεις για την εξέλιξη της αγοράς μετοχών.

3.2 Πληροφόρηση από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης

Τα μέσα μαζικής ενημέρωσης, όπως ραδιόφωνο, τηλεόραση, οικονομικά περιοδικά, εφημερίδες και άλλα παρέχουν στοιχεία για την πορεία τόσο της ελληνικής οικονομίας όσο και για τη πορεία της οικονομίας σε παγκόσμιο επίπεδο, καθώς επίσης και ενημέρωση για την εγχώρια και τη ξένη χρηματιστηριακή αγορά, με επιχειρηματικά νέα, ειδήσεις κτλ.

Η πληροφόρηση που παρέχεται συνήθως είναι έγκαιρη και έγκυρη. Ο επενδυτής καλό είναι να δίνει μικρή σημασία στα δημοσιεύματα εκείνα που αναπαράγουν φήμες και πιθανά σενάρια για την πορεία κάποιας μετοχής. Η προσοχή του πρέπει να εστιάζεται στα επιχειρηματικά προγράμματα που επίσημα ανακοινώνει η εισηγμένη εταιρεία, στη χρηματοοικονομική της κατάσταση και στις προοπτικές της, όπως αντανακλώνται στους δημοσιευμένους ισολογισμούς και στα θεμελιώδη μεγέθη της. Από την άλλη ο έμπειρος αναλυτής θα πρέπει να είναι σε θέση να «φιλτράρει» τις ειδήσεις και να διαχωρίζει τη φημολογία από την έγκυρη πληροφόρηση.

Η ενημέρωση τόσο του απλού ιδιώτη επενδυτή όσο και του έμπειρου οικονομικού αναλυτή δεν θα πρέπει να περιορίζεται μόνο στη καθαρά οικονομική πληροφόρηση. Η συνεχής παρακολούθηση των πολιτικών δρώμενων κρίνεται απαραίτητη, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό (τουλάχιστον στις κυριότερες οικονομίες του πλανήτη), από τη στιγμή που οι διάφορες κυβερνήσεις χαράζουν κατά κύριο λόγο την μακροοικονομική πολιτική. Οι αποφάσεις τους κρίνονται ως νευραλγικής σημασίας και καθορίζουν πολλές φορές την πορεία των αγορών.

Η τεχνολογία και η πληροφορική αποτελούν σημαντική κινητήρια δύναμη στην εξέλιξη των χρηματιστηριακών αγορών διεθνώς. Επωφελούμενοι από την εξέλιξη αυτή δίνεται δυνατότητα τόσο στους επενδυτές όσο και στους αναλυτές για περαιτέρω πληροφόρηση μέσω του διαδικτύου (Internet) σχετικά με τις εισηγμένες εταιρείες, τα επενδυτικά τους σχέδια, καθώς και γενικότερα χρηματοοικονομικά θέματα που τους ενδιαφέρουν.

Τα χρηματιστήρια αντιδρούν άμεσα όχι μόνο στα οικονομικά και πολιτικά δρώμενα αλλά και σε γεγονότα όπως πολεμικές συγκρούσεις, τρομοκρατικές ενέργειες και φυσικές καταστροφές. Οι οικονομικοί αναλυτές και το επενδυτικό κοινό θα πρέπει να παρακολουθούν στενά τις εξελίξεις γύρω από τυχόν τέτοια γεγονότα, αν αναλογιστούμε το πόσο ευαίσθητες είναι οι αγορές σε τυχόν τρομοκρατικά χτυπήματα, πολεμικές συγκρούσεις και φυσικές καταστροφές.

3.3 Πληροφόρηση από τις εταιρίες - οι γενικές συνελεύσεις-

Η γενική συνέλευση των μετόχων αποτελεί παραδοσιακά, αλλά και βάσει νομοθετικών διατάξεων, το ανώτατο όργανο της ανώνυμης εταιρίας, το οποίο δικαιούται να αποφασίζει περί πάσης εταιρικής υποθέσεως, δεσμεύοντας με τις αποφάσεις του το σύνολο των μετόχων της συγκεκριμένης εταιρίας. Μέσα από τη γενική συνέλευση προσφέρεται η δυνατότητα της άμεσης επικοινωνίας με τη διοίκηση και της απευθείας ενημέρωσης, τόσο για τη πρόοδο της επιχείρησης όσο και για τη πορεία των οικονομικών μεγεθών. Στη συνέχεια θα αναφερθούμε εν συντομία για τις γενικές συνελεύσεις στη χώρα μας .

3.3.1 Οι γενικές συνελεύσεις των ελληνικών εταιριών

Στην Ελλάδα όπως άλλωστε συμβαίνει και στα κράτη του εξωτερικού, η γενική συνέλευση είναι το ανώτατο όργανο διοίκησης της επιχείρησης, καθώς υποχρεούται και βάση του νόμου να εγκρίνει ή να απορρίψει θέματα και αποφάσεις που έχουν τεθεί από διοικητικό συμβούλιο της ανώνυμης εταιρίας. Οι μέτοχοι καλούνται μέσω μιας επίσημης και ευρέως δημοσιευμένης πρόσκλησης να συμμετάσχουν σε μια γενική φύσεως συνεδρίαση και να συμβάλουν με τη ψήφο τους στη λήψη των απαραίτητων

αποφάσεων για την ομαλή συνέχιση της λειτουργίας της εταιρίας (Εκδόσεις Χ.Α.Α 2003)

Οι μέτοχοι μέσω της γενικής συνέλευσης έχουν τη δυνατότητα να λάβουν μέρος στη διοίκηση της εταιρίας και να γίνουν μέλη της λεγόμενης εταιρικής δημοκρατίας της πλειοψηφίας. Κάθε μετοχή ισοδυναμεί με μια ψήφο, της οποίας το δικαίωμα ο μέτοχος μπορεί να ασκήσει στη διάρκεια της γενικής συνέλευσης. Η κατοχή ενός μικρού μεριδίου μετοχών μπορεί να περιορίζει σημαντικά τη δυνατότητα του μετόχου να επηρεάσει τις εξελίξεις, δεν του αφαιρεί όμως τα δικαιώματα, τα οποία διαθέτουν ισότιμα όλοι οι μικροί ή μεγάλοι μέτοχοι της εταιρίας.

Η ανάγκη παρακολούθησης όλων των εξελίξεων και των γεγονότων που θα μπορούσαν να επηρεάσουν τις τιμές των μετοχών δημιουργούν για τις γενικές συνελεύσεις των εισηγμένων εταιριών στο ΧΑΑ ένα πόλο έλξης για το ευρύτερο επενδυτικό κοινό καθώς η συμμετοχή σε αυτές παρέχει τα εξής σημαντικότερα πλεονεκτήματα (Εκδόσεις Χ.Α.Α 2002):

A. Την άμεση παρακολούθηση των κυριότερων γεγονότων που συνέβησαν την παρελθούσα οικονομική χρήση όπως ανακοινώνονται από τα μέλη της διοίκησης της εταιρίας. Το διοικητικό συμβούλιο είναι υποχρεωμένο να ενημερώσει όλους τους παρευρισκόμενους μετόχους για τα αποτελέσματα της προηγούμενης χρήσης και να προσφέρει τεκμηριωμένη αιτιολόγηση για τις επιδόσεις που πέτυχε ή τις αρνητικές αποκλίσεις που είχε κατά την προηγούμενη χρονιά.

B. Τη δυνατότητα άμεσης επικοινωνίας με τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή και την δυνατότητα δια βήματος δημόσιας έκφρασης των απόψεων του μετόχου στη διάρκεια της γενικής συνέλευσης και την ταυτόχρονη λήψη απαντήσεων από τη διοίκηση της εταιρίας σε τυχόν ερωτήματα από το μέτοχο.

Γ. Την παρουσίαση των προβλέψεων της διοίκησης για τη τρέχουσα οικονομική χρήση, καθώς και την ανακοίνωση των επιδόσεων της εταιρίας κατά το πρώτο τρίμηνο, το εξάμηνο, το εννιάμηνο και το χρόνο. Ιδιαίτερα οι επιχειρήσεις που επιθυμούν να έχουν μια ανοιχτή γραμμή επικοινωνίας με τους μετόχους και την ευρύτερη επενδυτική αγορά υιοθετούν συνήθως μια πολιτική σταθερούς ενημέρωσης με σκοπό τη διασφάλιση της διαφάνειας στη πορεία των οικονομικών μεγεθών και ενδεχομένως στη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής.

Ένα μεγάλο πεδίο έρευνας μπορεί να αποτελέσει το κατά πόσο οι ελληνικές εισηγμένες εταιρίες «σέβονται το μέτοχο τους» με την άμεση και συνεχή πληροφόρηση γύρω από τη πορεία της εταιρίας. Από την προσωπική μας εμπειρία σε ένα χαρτοφυλάκιο που περιελάμβανε δέκα μετοχές, τέσσερις εκ των οποίων ανήκαν στην υψηλή κεφαλαιοποίηση εταιριών, τέσσερις στη μεσαία και δύο στη χαμηλή κεφαλαιοποίηση, δύο ήταν οι εταιρίες που μας αποστέλλουν προσωπικά⁵, τους

⁵ Μέσω προσωπικής ταχυδρομικής επιστολής.

ισολογισμούς και τα αποτελέσματα χρήσεως των τριμήνων με σχόλια του διοικητικού συμβουλίου, ενώ τρεις είναι οι εταιρίες που μας ειδοποίησαν και πάλι προσωπικά μέσω ταχυδρομικής επιστολής, για την ετήσια γενική συνέλευση των μετόχων. Γνώμη μας είναι ότι οι επενδυτές νοιώθουν περισσότερο ασφαλείς όταν αγοράζουν μετοχές μιας εταιρίας που τους παρέχει άμεση ενημέρωση για τα οικονομικά μεγέθη της εταιρίας, έστω και με τη μορφή μιας απλής ταχυδρομικής επιστολής, και πολύ πιθανό να τις περιλαμβάνουν σε συχνότερο βαθμό στα χαρτοφυλάκια τους.

3.3.2 Ο ετήσιος απολογισμός

Στην τακτική γενική συνέλευση των μετόχων, η οποία βάσει της ελληνικής νομοθεσίας πρέπει να λάβει χώρα πριν την πάροδο του πρώτου εξαμήνου που ακολουθεί την ετήσια οικονομική χρήση, παραδίδεται στους μετόχους ο επίσημος απολογισμός της εταιρίας. Το σχετικό έντυπο αποτελεί το βασικότερο και ασφαλώς το πλέον επίσημο μέσο επικοινωνίας και ενημέρωσης της εισηγμένης εταιρίας με τους μετόχους της⁶ σε όλη τη διάρκεια του χρόνου, καθώς συγκεντρώνει μια ιδιαίτερα υψηλή ποσότητα πληροφόρησης και αποτελεί ουσιαστικά την ανασκόπηση μιας ολόκληρης χρονιάς (Εκδόσεις Χ.Α.Α 2002):

Ο ετήσιος απολογισμός περιέχει:

A. Την έκθεση του διοικητικού συμβουλίου.

B. Την παράθεση των επίσημων λογιστικών καταστάσεων, καθώς και του παραρτήματος, για τη χρήση στην αναφέρεται η έκθεση του απολογισμού.

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων, οι οποίες αποτελούν και τη βασική πηγή πληροφόρησης για τα θεμελιώδη μεγέθη των επιχειρήσεων, θα παρουσιάσουμε στη συνέχεια περιληπτικά την έκθεση του διοικητικού συμβουλίου.

3.3.3 Η έκθεση του διοικητικού συμβουλίου

Αποτελεί μία περιγραφική παρουσίαση των πεπραγμένων της παρελθούσας χρήσεως από μέρος της διοίκησης και αποσκοπεί στην ενίσχυση της αμεσότητας της επικοινωνίας με τους μετόχους. Τις περισσότερες φορές η παρουσίαση αρχίζει με την επιστολή του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου⁷ και απευθύνεται προς τους μετόχους κυρίως αλλά και στους επενδυτές, εκθέτοντας τις επιλογές της διοίκησης στη

⁶ Και του κάθε ενδιαφερόμενου

⁷ Στο εξωτερικό, η έκθεση του διοικητικού συμβουλίου αποκαλείται συνήθως “Management’s discussion and analysis” ή αν λάβει μεγαλύτερες διαστάσεις “Report of directors”, με υποενότητες “Financial highlights”, “Chairman’s statement”, “Year in review”.

χρονιά που πέρασε, τις οικονομικής φύσεως εξελίξεις της εταιρίας και τους παράγοντες ή τις συγκυρίες επάνω στις οποίες βασίσθηκαν οι όποιες επιτυχίες ή αποτυχίες της εταιρίας.

Τέλος οι εταιρίες μέσω της έκθεσης του διοικητικού συμβουλίου προβαίνουν, σχεδόν πάντα, στη παρουσίαση των οικονομικών στοιχείων σε πίνακες, τις τυχόν νέες επενδύσεις, τις εξελίξεις του κλάδου και τέλος την στρατηγική που θα ακολουθήσει η εταιρία στο μέλλον (Εκδόσεις Χ.Α.Α 2003).

3.4 Πληροφόρηση από τις εταιρίες -οι λογιστικές καταστάσεις-

Οι ετήσιες, εννιαμηνιαίες, εξαμηνιαίες και τριμηνιαίες λογιστικές καταστάσεις των εταιριών αποτελούν τη σημαντικότερη και τη πλέον επίσημη πηγή πληροφοριών στο επενδυτικό κοινό για τις θεμελιώδεις επιδόσεις των εταιριών και το βασικότερο ίσως τρόπο επικοινωνίας με τους μετόχους. Με τις λογιστικές καταστάσεις παρέχεται η δυνατότητα στην εταιρία να ενημερώσει τους μετόχους της όπως και το ευρύτερο επενδυτικό κοινό για τη χρηματοοικονομική της κατάσταση, κατά τη διάρκεια της αντίστοιχης περιόδου.

Με την ανακοίνωση των «τριμήνων», «εξαμήνων», «εννιαμήνων» και του «έτους» τόσο η διοίκηση της εταιρία όσο και το επενδυτικό κοινό έχει την ευκαιρία να αξιολογήσει τα αποτελέσματα τα οποία πέτυχε η εταιρία αλλά και να εκτιμήσει τη περαιτέρω πορεία.

Οι λογιστικές καταστάσεις των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών δείχνουν πολλές φορές τα οικονομικά στοιχεία της περιόδου που πέρασε όσο και της αμέσως προηγούμενης περιόδου, ώστε να εξασφαλίζεται η μεγαλύτερη δυνατή συγκρισιμότητα των στοιχείων. Για παράδειγμα ο απολογισμός της χρήσης του 2003 παρουσιάζει μέσω των λογιστικών καταστάσεων οικονομικά στοιχεία τόσο για τη χρήση του 2003 όσο και για το έτος 2002.

Κάθε λογιστική κατάσταση περιλαμβάνει (Εκδόσεις Χ.Α.Α 2002):

- ✓ Τον ισολογισμό
- ✓ Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης
- ✓ Πίνακας διάθεσης των αποτελεσμάτων
- ✓ Πίνακας ταμειακής ρευστότητας

✓ Πιστοποιητικό ελέγχου

✓ Προσάρτημα

Από τα στοιχεία αυτά ο επενδυτής ή ο αναλυτής μπορεί να υπολογίσει πολλούς δείκτες, όπως τη λογιστική αξία, τους δείκτες «ξένα προς συνολικά κεφάλαια», γενικής ρευστότητας κτλ. Από αυτούς τους δείκτες όπως θα δούμε σε άλλο κεφάλαιο προκύπτουν μέτρα αξιολόγησης της εταιρίας, τα οποία όμως υπόκεινται σε ποικίλες και πολλαπλές μεταφράσεις και η αξιολόγηση τους μπορεί να διαφέρει ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε εταιρίας.

Οι λογιστικές καταστάσεις φέρουν την υπογραφή των ορκωτών λογιστών, προκειμένου να πιστοποιήσουν την εγκυρότητα των στοιχείων και την εξαγωγή τους βάσει των γενικά αποδεκτών λογιστικών αρχών.

Αν και οι εταιρίες συνηθίζουν να δημιουργούν και ορισμένους άλλους πίνακες οικονομικών στοιχείων στον ετήσιο κυρίως απολογισμό της εταιρίας, στα περιεχόμενα της έκθεσης του διοικητικού συμβουλίου, οι λογιστικές καταστάσεις είναι αναμφίβολα ο κυριότερος χώρος μελέτης για το μέτοχο, τον αναλυτή και το κάθε ενδιαφερόμενο γύρω από τη εταιρία (Εκδόσεις Χ.Α.Α 2002).

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση των τριών στοιχείων που περιλαμβάνουν οι λογιστικές καταστάσεις αναφέρουμε επιγραμματικά δύο θέματα που απασχολούν την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά στις μέρες. Το πρώτο θέμα αφορά την υιοθέτηση από τις ελληνικές εισηγμένες εταιρίες των διεθνών λογιστικών προτύπων και του κατά πόσο η υιοθέτηση των προτύπων αυτών θα αποδυναμώσει τη λογιστική αξία των εταιριών αυτών. Ενώ το δεύτερο θέμα, το οποίο δεν αφορά μόνο τις ελληνικές εισηγμένες εταιρίες, έχει να κάνει με την φημολογία γύρω από την νόμιμη λογιστική απεικόνιση των εταιριών. Κατά το παρελθόν σε πολλές χρηματιστηριακές αγορές του πλανήτη, ακόμα και στις πλέον ανεπτυγμένες, ξέσπασαν οικονομικά σκάνδαλα με γεγονός τη μη πραγματική λογιστική απεικόνιση εταιριών, εξαπατώντας έτσι το επενδυτικό κοινό.

3.4.1 Ο ισολογισμός

Ο ισολογισμός έχει στατικό και όχι δυναμικό χαρακτήρα, καθώς αποτελεί τη φωτογράφιση των οικονομικών επιδόσεων της εταιρίας σε μια δεδομένη χρονική στιγμή⁸. Στην Ελλάδα, όπως και σε πολλές άλλες χώρες, η οικονομική χρήση είναι συνήθως ετήσιας διάρκειας με ημερομηνία λήξης την 31 Δεκεμβρίου.

Ο ισολογισμός περιλαμβάνει οικονομικά στοιχεία του ενεργητικού, δηλαδή των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας, και του παθητικού, των ιδίων δηλαδή κεφαλαίων και των υποχρεώσεων της εταιρίας, τόσο για τη χρήση που αναφέρεται όσο και για την προηγούμενη χρήση. Μέσα από τον ισολογισμό, ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να

⁸ Ανά τρίμηνο, εξάμηνο, εννιάμηνο και φυσικά ανά έτος οι εισηγμένες στο ελληνικό χρηματιστήριο εταιρίες είναι υποχρεωμένες να δημοσιοποιούν μέσα από τις εφημερίδες κτλ ισολογισμούς και αποτελέσματα χρήσεως.

παρατηρήσει την ανάπτυξη της εταιρίας, την πραγματοποίηση των επενδύσεων και το βαθμό χρησιμοποίησης της δανειοληπτικής της ικανότητας για την επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων μέσα από την παραγωγική δραστηριότητα(Εκδόσεις Χ.Α.Α 2002).

Χωρίς να θέλουμε να επεκταθούμε περισσότερο, τονίζουμε ότι οι αξίες που υπολογίζονται στον ισολογισμό μιας εταιρίας εξάγονται βάσει της χρήσης συγκεκριμένων αρχών, εκ των οποίων η κυριότερη είναι η αρχή της συντηρητικότητας. Η εν λόγω αρχή υποδεικνύει ότι η κατάρτιση του ισολογισμού πρέπει να γίνεται με τέτοιο τρόπο, ώστε η πραγματική εικόνα της επιχείρησης να είναι σε σημαντικό βαθμό καλύτερη από αυτή που φαίνεται στις λογιστικές καταστάσεις.

Και στο σημείο αυτό υπεισέρχεται εκτεταμένη φιλολογία σχετικά με τον βαθμό στον οποίο τηρείται η παραπάνω πολιτική από τις διοικήσεις των εισηγμένων. Παράγοντες της αγοράς και αναλυτές έχουν τονίσει την «ωραιοποίηση» των λογαριασμών, λόγω των αναμενόμενων ωφελειών (Εκδόσεις Χ.Α.Α 2002).

3.4.2 Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως

Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως αποτελεί μια πιο δυναμική απεικόνιση σε σχέση με τον ισολογισμό, υπό την έννοια ότι παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα της οικονομικής περιόδου που πέρασε.

Στα αποτελέσματα χρήσης αυτό που καλείται να εξεταστεί διεξοδικά είναι ο βαθμός επίδρασης του κάθε λογαριασμού⁹ στη διαμόρφωση των τελικών αποτελεσμάτων, δηλαδή των καθαρών κερδών, καθώς και η πορεία του αρχικού λογαριασμού, που είναι οι πωλήσεις ή ο κύκλος εργασιών της εταιρίας.

Συνήθως οι πωλήσεις και τα καθαρά κέρδη προ φόρων είναι σημεία τα οποία συγκεντρώνουν μεγάλο ενδιαφέρον στην κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσεως και επηρεάζουν την πορεία της μετοχής της εταιρίας.

Η κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσεως είναι από τις πλέον σημαντικές πηγές γνωστοποίησης για το επενδυτικό κοινό, ένας παράγοντας κλειδί για τη πορεία της μετοχής, χωρίς βέβαια να είναι και ο μόνος (Εκδόσεις Χ.Α.Α 2002).

3.4.3 Πίνακας διάθεσης αποτελεσμάτων

Ο πίνακας αυτός έχει σημασία στο μέτοχο, όταν η εταιρία παρουσιάζει μια κερδοφόρα χρήση και υποχρεώνεται να χαράξει μια συγκεκριμένη πολιτική ως προς τη διάθεση των κερδών της. Ο πίνακας διάθεσης των αποτελεσμάτων εκθέτει τη διαμόρφωση των κερδών προς διάθεση της επιχείρησης μετά την αφαίρεση των φόρων και των άλλων σχετικών κονδυλίων, όπως τα υπόλοιπα προηγούμενων χρήσεων.

⁹ Κόστους πωλήσεων, εξόδων λειτουργίας, χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων, έκτατων εσόδων και εξόδων και αποσβέσεων.

Η διοίκηση οφείλει κάθε έτος να κατανέμει τα προς διάθεση κέρδη σε μερίσματα προς τους μετόχους, στο σχηματισμό αποθεματικών, σε αμοιβές του διοικητικού συμβουλίου κτλ, ανάλογα βέβαια με τις προτεραιότητες που η ίδια θέτει στις διάφορες πολιτικές της (Εκδόσεις Χ.Α.Α 2002).

Μερισματική πολιτική

Η μερισματική πολιτική που ακολουθεί η κάθε εταιρία μπορεί να αποτελέσει πολλές φορές πεδίο αντιπαραθέσεων ανάμεσα στους μετόχους και τη διοίκηση. Έχουν γραφεί και διατυπωθεί πολλές απόψεις γύρω από τη μερισματική πολιτική που δύναται να ακολουθηθεί από τις επιχειρήσεις. Η χορήγηση υψηλών μερισμάτων ισοδυναμεί με λιγότερα αποθεματικά κεφάλαια για την πραγματοποίηση επενδύσεων και επεκτατικών πλάνων. Αυτό με τη σειρά του να συνεπάγεται μικρότερη ανάπτυξη για την εταιρία σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα και με άμεσο επακόλουθο την πιθανή όχι και ιδιαίτερη ευνοϊκή πορεία της μετοχής στο μέλλον. Από την άλλη μεριά μια χαμηλή μερισματική πολιτική μπορεί να προκαλέσει δυσαρέσκεια στους μετόχους και αντίστοιχα αρνητικές επιδράσεις στη πορεία της μετοχής (Καραθανάσης 1999).

Ο πίνακας διάθεσης αποτελεσμάτων παρέχει σημαντικότερες ενδείξεις για την πολιτική που εφαρμόζει μια εταιρία μεταξύ της θέλησης της να αναπτυχθεί μέσω επενδύσεων και της επιθυμίας της να μη δυσαρεστήσει τους μετόχους.

3.4.4 Πίνακας ταμειακής ρευστότητας

Οι αναλυτές αποδίδουν ιδιαίτερη σημασία στη παράθεση των στοιχείων που σχετίζονται με τη ρευστότητα της εταιρίας και τα διαθέσιμα χρηματικά της κεφάλαια. Για την εξαγωγή του πίνακα ταμειακής ρευστότητας προστίθενται στα καθαρά κέρδη της εταιρίας οι μεταβολές των λογαριασμών, τόσο του ισολογισμού όσο και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης, προκειμένου να εξαχθεί η καθαρή ρευστότητα της εταιρίας για την οικονομική περίοδο που πέρασε. Κονδύλια όπως οι αποσβέσεις προστίθενται για να ενισχύσουν τη ρευστότητα της επιχείρησης, ενώ μεταβολές όπως η μείωση των υποχρεώσεων αφαιρούνται για να περιορίσουν το ύψος της ρευστότητας (Εκδόσεις Χ.Α.Α 2002).

3.4.5 Το πιστοποιητικό ελέγχου

Αποτελεί συνήθως μια σύντομη και σχετικά τυποποιημένη λεκτική παράγραφο, που παρατίθεται στο τέλος των λογιστικών καταστάσεων και η οποία διαβάζεται υποχρεωτικά στη διάρκεια των γενικών συνελεύσεων.

Το πιστοποιητικό ελέγχου παρέχει τη διαβεβαίωση προς τρίτους για τον έλεγχο των λογιστικών καταστάσεων και για την ορθή εφαρμογή του γενικού λογιστικού σχεδίου, επισημαίνει τη μεταβολή σε μεθόδους υπολογισμού π.χ των αποσβέσεων ή

των αποθεμάτων, τη δημιουργία υπεραξίας από αναπροσαρμογή παγίων, τις επιδράσεις από ενδεχόμενη συγχώνευση και άλλες χρήσιμες σημειώσεις σχετικά με διάφορους λογαριασμούς. Είναι σημαντικό να διαβάζεται το πιστοποιητικό ελέγχου του ορκωτού λογιστή, ώστε να διασφαλίζεται το γεγονός ότι τα μεγέθη της εταιρίας, εξάχθηκαν με ομαλό τρόπο, απαλλαγμένο από τυχόν εξωγενείς παράγοντες, όπως για παράδειγμα τη διενέργεια χαμηλότερων αποσβέσεων (Εκδόσεις Χ.Α.Α 2002).

3.4.6 Προσάρτημα

Περιλαμβάνει όλες τις χρήσιμες σημειώσεις των ελεγκτών της εταιρίας σχετικά με τις μεθόδους βάσει των οποίων πραγματοποιήθηκαν οι εκτιμήσεις των λογαριασμών, τους λογιστικής φύσεως παράγοντες που επέδρασαν στα αποτελέσματα της εταιρίας, τα συστατικά στοιχεία του κάθε λογαριασμού και τη παράθεση στοιχείων σχετικά με τις θυγατρικές επιχειρήσεις και τα έσοδα από συμμετοχές (Εκδόσεις Χ.Α.Α 2002).

3.5 Συμπεράσματα 3^{ου} κεφαλαίου

Στο κεφάλαιο 2 αναφερθήκαμε στις κυριότερες κατά τη γνώμη μας πηγές πληροφόρησης για τις εισηγμένες εταιρίες, χωρίς να σημαίνει ότι δεν υπάρχουν και άλλες. Περιοριστήκαμε περισσότερο στην ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων που αποτελούν την φωτογράφιση των θεμελιωδών μεγεθών της εταιρίας. Μέσω των λογιστικών καταστάσεων θα μπορέσουμε να κατασκευάσουμε χρηματοοικονομικούς δείκτες που αποτελούν και τις βασικές επεξηγήσεις της μικροοικονομικής, όπως την αποκαλούμε, θεμελιώδους ανάλυσης, που θα είναι και ένα από τα βασικά μας εργαλεία στη μελέτη την οποία κάνουμε.

Αναφερθήκαμε και στα μέσα μαζικής ενημέρωσης (τηλεόραση, τύπος, διαδύκτιο) από όπου οι αναλυτές όπως και οι απλοί επενδυτές μπορούν να ενημερωθούν από ένα πλήθος θεμάτων και ειδήσεων που επηρεάζουν τις επιχειρήσεις και κατεπέκταση τη πορεία τους στο χρηματιστήριο.

Γνώμη μας είναι πως όσο πληρέστερη είναι η πληροφόρηση ενός επενδυτή ανάλογες θα είναι και οι πιθανότητες του για μια κερδοφόρα επένδυση στο χρηματιστήριο. Η πρόσκαιρη και εφήμερη πληροφόρηση, κατά τη γνώμη μας δεν αποτελεί παράγοντα επιτυχούς επένδυσης αλλά μετατρέπει τις χρηματιστηριακές αγορές σε χώρο τυχερών παιγνίων. Σε μεσομακροχρόνιο ορίζοντα αυτά που θα μετρήσουν είναι η πορεία της οικονομίας και του κλάδου σε μακροοικονομικό επίπεδο καθώς και τα χρηματοοικονομικά μεγέθη των εταιριών σε μικροοικονομικό επίπεδο.

Κεφάλαιο 4

Οι κυριότερες επεξηγήσεις της θεμελιώδους ανάλυσης μιας εταιρίας, χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες.

4.1 Εισαγωγή

Στο προηγούμενο κεφάλαιο παρουσιάσαμε κατά κύριο λόγο τις λογιστικές καταστάσεις και πως αυτές αποτελούν την σημαντικότερη πηγή χρηματοοικονομικών πληροφοριών, που μπορεί να έχει στη διάθεση του ο αναλυτής και ο απλός ιδιώτης επενδυτής.

Η χρήση των πιο σημαντικών αριθμοδεικτών συνιστά ένα χρήσιμο εργαλείο για την θεμελιώδη ανάλυση των εταιριών, καθώς αυτοί εκφράζουν σχέσεις που παρουσιάζουν οικονομικό ενδιαφέρον και οδηγούν σε συγκεκριμένα συμπεράσματα.

Οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες παρέχουν ενδείξεις για τη πορεία μιας εταιρίας, καθώς και την αποτελεσματικότητα των πολιτικών που ακολουθούνται από τη διοίκηση της. Οι δείκτες αυτοί οι οποίοι είναι πολλοί σε αριθμό χωρίζονται σε τέσσερις κατηγορίες ανάλογα με την πληροφόρηση την οποία παρέχουν. Έτσι τους χωρίζουμε σε δείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας, αποδοτικότητας και βιωσιμότητας σε σχέση με τη διάρθρωση κεφαλαίων. Στη συνέχεια θα παρουσιάσουμε τους δημοφιλέστερους αριθμοδείκτες με βάση τις λογιστικές καταστάσεις 2002 εταιρίας ΟΠΑΠ που παρατίθενται στο παράρτημα.

4.2 Δείκτης γενικής ρευστότητας (Current Ratio)

Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού / Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (Current assets / Current Liabilities).

$$457979709,9 / 459549242,2 = 0,996585$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το μέτρο ρευστότητας μιας επιχείρησης και το περιθώριο ασφάλειας, ώστε αυτή να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στην πληρωμή των καθημερινών απαιτητών υποχρεώσεων.

Όσο πιο προβλέψιμες είναι οι εισροές μιας επιχείρησης τόσο είναι γενικότερα αποδεκτός ένας πιο χαμηλός δείκτης, αν και αυτό είναι συνάρτηση κυρίως του κλάδου στον οποίο ανήκει.

Ο δείκτης αυτός εκφράζει την ισορροπία μεταξύ "βραχυχρόνιων" στοιχείων που συνθέτουν τον ισολογισμό. Δηλαδή σε τι ποσοστό (%)¹⁰ οι βραχυχρόνιες απαιτήσεις που έχει μία επιχείρηση μπορούν να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της¹¹.

Στη περίπτωση του ΟΠΑΠ για τη χρήση 2002 αγγίζει το 100% γεγονός το οποίο σημαίνει ουσιαστικά ικανότητα να ανταποκρίνεται η εταιρία στις καθημερινές πληρωμές τις οποίες έχει η εν λόγω εταιρία (χαρακτηρίζεται από άριστη ρευστότητα). Λογικό είναι, όσο αυτός ο δείκτης είναι μικρότερος του 100% τόσο μεγαλύτερα προβλήματα ρευστότητας αντιμετωπίζει η εν λόγω εταιρία και το αντίστροφο.

4.3 Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού (Asset turnover ratio)

Κύκλος εργασιών(πωλήσεις) / Γενικό σύνολο ενεργητικού (Turnover / Total Assets).

$$1967695227 / 773563004 = 2,54367804$$

Ο εν λόγω αριθμοδείκτης παρέχει ενδείξεις για το πόσο (σε τι βαθμό) χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιεί πωλήσεις. Από αυτό φαίνεται η σχέση μεταξύ επενδύσεων και πωλήσεων. Ο δείκτης ταχύτητας ενεργητικού επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τη μέθοδο αποσβέσεων που ακολουθεί η διοίκηση της εταιρίας, δηλαδή αν ακολουθεί τη πολιτική αυξανόμενης ή σταθερής απόσβεσης. Γενικότερα όσο ψηλότερος ο συγκεκριμένος δείκτης, τόσο πιο αποτελεσματικά έχουν χρησιμοποιηθεί τα περιουσιακά της στοιχεία. Για την εξαγωγή ορθότερων συμπερασμάτων θα πρέπει να γίνεται σύγκριση αυτού του δείκτη με αυτές του κλάδου.

Στη περίπτωση μας το 2,5, το οποίο εκφράζεται σε φορές, θεωρείται ιδιαίτερα ικανοποιητικό. Ο ΟΠΑΠ για την οικονομική χρήση 2002 πραγματοποίησε πωλήσεις 2,5 φορές το ενεργητικό του.

4.4 Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων (Inventory turnover ration)

Κόστος πωλήσεων / Αποθέματα (Cost of goods sold / Inventory)

$$400667521 / 790868 = 506,616812$$

$$365 / 506,616812 = 0,720466$$

¹⁰ Σε κάποια βιβλιογραφία τον δείκτη αυτό τον συναντήσαμε να εκφράζεται και σε φορές.

¹¹ Για αυτό άλλωστε καλείται και «ρευστότητα».

Ο αριθμοδείκτης αυτός επιτρέπει να δούμε πόσες φορές ανανεώθηκαν τα αποθέματα της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της μέσα στη χρήση. Χρησιμοποιείται για να διαπιστωθεί η ταχύτητα με την οποία τα αποθέματα διατέθηκαν και αντικαταστήθηκαν κατά τη διάρκεια της χρήσης.

Αν διαιρέσουμε το 365, τις ημέρες του χρόνου, με τον αριθμό που βρήκαμε από το παραπάνω πηλίκο, διαπιστώνουμε τον αριθμό που παρέμειναν τα αποθέματα στην επιχείρηση μέχρι να πωληθούν.

Στη περίπτωση του ΟΠΑΠ, που ανήκει στις εταιρίες τυχερών παιχνιδιών, ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας δεν μπορεί να θεωρηθεί ιδιαίτερα σημαντικός, αν αναλογιστούμε ότι η εν λόγω εταιρία προσφέρει υπηρεσίες.

Δείχνει αφενός την «φύση», το είδος της επιχείρησης και αφετέρου την ικανότητα της να μεγιστοποιεί την παραγωγική διαδικασία. Πρώτες ύλες ---> εμπόρευμα ---> αποθήκη --> πώληση.

Όσο μικρότερος είναι ο εν λόγω δείκτης για την εταιρία, τόσο αποτελεσματικότερη είναι η παραγωγής της. Δηλαδή ότι παράγει η εταιρία το πουλάει με ταχύτητα.

4.5 Δείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων (Receivables turnover)

Κύκλος εργασιών / Απαιτήσεις (Turnover / Accounts receivable)

1967695227	/	98068225	=	20,06455
365	/	20,06455	=	18,19128

Ο συγκεκριμένος δείκτης καταδεικνύει αν οι απαιτήσεις μιας επιχείρησης είναι πολύ μεγάλες σε σύγκριση με τις πωλήσεις της. Ανάλογος με την ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων είναι ο χρόνος δέσμευσης των απαιτήσεων . Μεγάλη ταχύτητα στην είσπραξη των απαιτήσεων σημαίνει μικρότερη πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες. Η παρακολούθηση της τάσης είναι διαχρονικά χρήσιμη για την αξιολόγηση της ποιότητας και της ρευστότητας των απαιτήσεων.

Αν και εδώ διαιρέσουμε τις μέρες του έτους με τον αριθμό του παραπάνω πηλίκου βλέπουμε σε πόσες ημέρες κατά μέσο όρο οι απαιτήσεις της επιχείρησης από τους πελάτες της παραμένουν ανείσπρακτες (πίστωση). Αυτό μπορεί να δείχνει και την εικόνα της πολιτικής πιστώσεων που ακολουθεί η επιχείρηση προς τους πελάτες της. Ουσιαστικά και εδώ όσο μικρότερος είναι ο εν λόγω δείκτης (Day's receivables), τόσο μικρότερος είναι και ο χρόνος είσπραξης των απαιτήσεων.

Στη περίπτωση μας οι 18 περίπου μέρες μπορούν να χαρακτηριστούν ως ιδιαίτερα ικανοποιητικός χρόνος. Φυσικά για την εξαγωγή πληρέστερων συμπερασμάτων και εδώ θεωρείται επιβεβλημένη η σύγκριση του εν λόγω δείκτη με τον δείκτη των εταιριών του κλάδου (των τυχερών παιχνιδιών στη περίπτωση μας).

4.6 Δείκτης κάλυψης τόκων (Interest coverage)

Κέρδη προ τόκων και φόρων / Σύνολο χρεωστικών τόκων (Earnings before interest and taxes EBIT / Interest)

$$344267876 / 4832265 = 71,243583$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός φανερώνει τη σχέση μεταξύ καθαρών κερδών μιας επιχείρησης και των τόκων με τους οποίους αυτή επιβαρύνεται μέσα στη χρήση για τα ξένα κεφάλαια. Αποτελεί δηλαδή ένα μέτρο της δανειακής της κατάστασης σε σχέση με τη δυναμικότητα της να επιτυγχάνει κέρδη, καθώς εμφανίζει την ικανότητα να εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της.

Για τη χρήση 2002 ο ΟΠΑΠ με τα κέρδη προ φόρων και τόκων καλύπτει 71 φορές τους τόκους των ξένων κεφαλαίων. Το γεγονός αυτό μας δείχνει το πόσο μικρή είναι η επιβάρυνση των τόκων στα αποτελέσματα του ΟΠΑΠ (EBIT).

4.7 Δείκτης οικονομικής μόχλευσης (Financial leverage ratio)

Γενικό σύνολο ενεργητικού / Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (Total assets / total shareholders' funds)

$$773563004 / 137240429 = 5,6365533$$

Με τον εν λόγω δείκτη παρατηρούμε την επίδραση που ασκεί η χρησιμοποίηση των δανειακών κεφαλαίων στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας. Ανάλογα με το επίπεδο του δείκτη, μεγαλύτερος, ίσος ή μικρότερος της μονάδας, η επίδραση από τη χρήση ξένων κεφαλαίων στα κέρδη της επιχείρησης είναι αντίστοιχα θετική και επωφελής, μηδενική ή αρνητική.

Στη περίπτωση μας η επίδραση των δανειακών κεφαλαίων της εταιρίας ΟΠΑΠ στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της μπορεί να χαρακτηριστεί ως εξαιρετική.

4.8 Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (Return on equity ROE)

Καθαρά κέρδη χρήσεως (προ φόρων) / Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (Net income / total shareholders' funds)

$$318593359 / 137240429 = 2,321424$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει τη κερδοφόρα δυναμικότητα μιας εταιρίας και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων του μετόχου. Με άλλα λόγια μετρά την αποτελεσματικότητα, με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτή. Αποτελεί ένα από τους βασικούς δείκτες, τον οποίο προβάλλει η διοίκηση μιας εταιρίας σε περίπτωση θετικού αποτελέσματος.

Δείχνει σε % τον βαθμό αξιοποίησης των ιδίων κεφαλαίων, την ικανότητα δηλαδή του επιχειρηματία ή της διοίκησης στη περίπτωση μας, να αξιοποιεί τα ίδια κεφάλαια (των «συνεταίρων») και να παράγει από αυτά καθαρά κέρδη.

Συγκρίνεται με το κόστος ευκαιρίας (πχ επιτόκιο καταθέσεων και μία προσαύξηση λόγω επιχειρηματικού ρίσκου) και συνεκτιμάται με την φύση της επιχείρησης (παγιοποίηση του ενεργητικού) κ.λ.π. Όσο φυσικά είναι μεγαλύτερο το ποσοστό του εν λόγω δείκτη τόσο πιο ικανοποιημένος θα είναι ο μέτοχος.

Ο παραπάνω δείκτης εκφράζεται σε ποσοστό και στη περίπτωση του ΟΠΑΠ, αυτό το 232% περίπου μπορεί να κριθεί ως εξαιρετικό για τους μετόχους.

4.9 Δείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού (Return on assets ROA)

Καθαρά κέρδη χρήσεως (προ φόρων) / Σύνολο ενεργητικού (Net income / Total assets)

$$318593359 / 773563003 = 0,411852$$

Ο συγκεκριμένος δείκτης μετράει την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης και επιτρέπει την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας της. Ο δείκτης φανερώνει την ικανότητα της επιχείρησης να επιζήσει οικονομικά και να προσελκύσει κεφάλαια που προσφέρονται για επένδυση, «ανταμείβοντας» τα ανάλογα.

Και αυτός ο δείκτης εκφράζεται σε ποσοστό, με το 41% στη περίπτωση του ΟΠΑΠ να χαρακτηρίζεται για άλλη μια φορά ως εξαιρετικό, αφού σε μια χρήση «απέδωσε» σχεδόν το μισό του ενεργητικού της επιχείρησης.

4.10 Δείκτης μικτού κέρδους (Gross Profit Margin)

Μικτά κέρδη εκμετάλλευσης / Κύκλος εργασιών (Gross Profit / Turnover)

$$443914176 / 1967695227 = 0,225601$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός, γνωστός και ως μικτό περιθώριο κέρδους, θεωρείται ιδιαίτερα σημαντικός, διότι παρέχει ένα μέτρο αξιολόγησης της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων. Δείχνει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης και την πολιτική των τιμών αυτής.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης αυτός, τόσο καλύτερη από άποψης κερδών είναι η θέση της επιχείρησης, διότι μπορεί να αντιμετωπίσει, χωρίς δυσκολία μια ενδεχόμενη αύξηση του κόστους των πωλούμενων προϊόντων ή υπηρεσιών της. Ένας υψηλός δείκτης μικτού κέρδους δείχνει την ικανότητα της διοίκησης μιας επιχείρησης να επιτυγχάνει φθηνές αγορές και να πωλεί σε ικανοποιητικό επίπεδο κέρδους. Σε κάποιο βαθμό καταδεικνύει και έμμεσα την ένταση του ανταγωνισμού στην "αγορά" του προϊόντος.

Στη περίπτωση του ΟΠΑΠ θα πρέπει να είμαστε ιδιαίτερα προσεκτικοί εξαιτίας της ιδιομορφίας της υπηρεσίας την οποία παρέχει. Ενώ το κόστος πωληθέντων αντιστοιχεί μόλις στο 20% των πωλήσεων του ΟΠΑΠ, στη κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσεως υπάρχει ο λογαριασμός «αποδόσεις σε νικητές παιγνίων» που αντιστοιχεί στο 57% του κύκλου εργασιών. Παρόλα αυτά το 22% του μικτού περιθωρίου χρήσης μπορεί να κριθεί ως ικανοποιητικό, αν αναλογιστούμε ότι ο ΟΠΑΠ θεωρείται μονοπώλιο στις υπηρεσίες που προσφέρει και αντίστοιχα ανελαστική η ζήτηση για τις υπηρεσίες που προσφέρει.

4.11 Δείκτης καθαρού κέρδους (Net profit margin)

Καθαρά κέρδη χρήσεως (προ φόρων) / Κύκλος εργασιών (Net income / Turnover)

$$318593359 / 1967695227 = 0,161911$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός, γνωστός και ως καθαρό περιθώριο κέρδους, προσδιορίζει το κέρδος από τις λειτουργικές δραστηριότητες, δηλαδή το ποσοστό κέρδους που μένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τις καθαρές πωλήσεις του κόστους πωληθέντων και των λοιπών εξόδων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση.

Δείχνει σε % το καθαρό περιθώριο κέρδους, με το οποίο πωλεί η επιχείρηση το παραγόμενο προϊόν (άρα δείχνει την καλή και συνετή διαχείριση και οργάνωση της επιχείρησης). Καταδεικνύει (ιδιαίτερα) και την ένταση του ανταγωνισμού στην αγορά του προϊόντος. Στη περίπτωση του ΟΠΑΠ το 16% μπορεί να κριθεί ως ικανοποιητικό.

Πέρα των δέκα αριθμοδεικτών που παραθέσαμε αναλυτικά, αναφέρουμε πως η θεμελιώδης ανάλυση κάνει χρήση και άλλων πολλών και ποικίλων αριθμοδεικτών στην προσπάθεια της να ερευνήσει όσο το δυνατό περισσότερο την οικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων.

4.12 Συμπεράσματα 4^ο κεφαλαίου

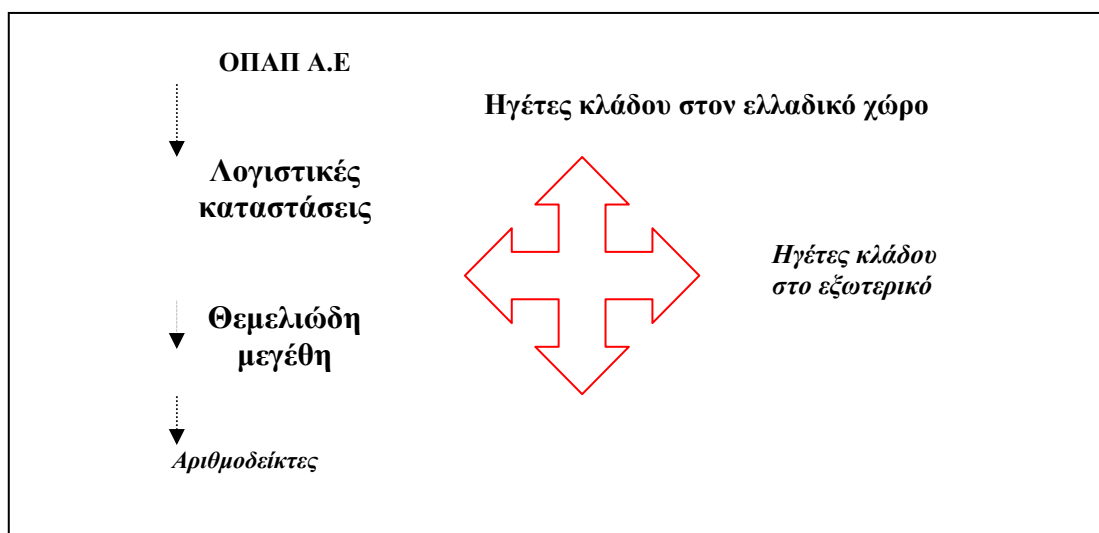
Στο παρόν κεφάλαιο αναλύσαμε δέκα από τους σημαντικότερους και δημοφιλέστερους αριθμοδείκτες. Είδαμε πως η θεμελιώδης, σε μικροοικονομικό επίπεδο, ανάλυση μπορεί να εξάγει νευραλγικής σημασίας συμπεράσματα γύρω από την χρηματοοικονομική «φωτογράφιση» των εταιριών.

Τόσο στη βιβλιογραφία, όσο και στα μέσα μαζικής ενημέρωσης, με κυριότερη αυτή του οικονομικού τύπου και του διαδικτύου, εντοπίσαμε τους δέκα περισσότερο δημοφιλείς αριθμοδείκτες, χωρίς βέβαια να σημαίνει ότι δεν υπάρχουν εξίσου ή και περισσότερο σημαντικοί αριθμοδείκτες, από την άποψη ότι αυτοί εξάγουν πληροφορίες που να «καθρεπτίζουν» τις λογιστικές καταστάσεις με ακόμη πληρέστερο τρόπο.

Η ανάλυση που έγινε παρουσίασε σε μεγάλο βαθμό τη σημασία που έχει ο τρόπος της λογιστικής απεικόνισης των χρηματοοικονομικών μεγεθών της εταιρίας. Για άλλη μια φορά θα τονίσουμε το θέμα, το οποίο αποτελεί άλλωστε και μέγα ζήτημα για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, υιοθέτησης των διεθνών λογιστικών προτύπων από τις ελληνικές εισηγμένες και κατά πόσο θα παρουσιαστούν διαφοροποιημένες οι λογιστικές καταστάσεις, τα χρηματοοικονομικά στοιχεία.

Η κατάρτιση των δεικτών με τρόπο ενιαίο, ώστε να είναι δυνατή η σύγκρισή τους με τους αντίστοιχους δείκτες ομοειδών οικονομικών μονάδων ενδυναμώνει κατά πολύ τη συμπερασματολογία στην οποία αποβλέπει η γραμμή σκέψης της θεμελιώδους ανάλυσης. Η συγκριμότητα αυτή των δεικτών δημιουργεί μια πιο ολοκληρωμένη άποψη για την εικόνα της εταιρίας. Ενώ κάποιοι δείκτες από μόνοι τους μπορεί να παρουσιάζουν μια εξαιρετική εικόνα για τα χρηματοοικονομικά στοιχεία της εταιρίας, η σύγκρισή τους με αντίστοιχους δείκτες κάποιων άλλων ομοειδών εταιριών της ίδιας χώρας ή του εξωτερικού μπορεί να οδηγήσουν σε τελείως διαφορετικά συμπεράσματα. Στο σχήμα που ακολουθεί παραθέτουμε αυτό το «τρόπο σκέψης».

Σχήμα 1



Μέσα από την ανάλυση των παραπάνω αριθμοδεικτών είδαμε:

- A. Οι αριθμοδείκτες είναι σχέσεις μεταξύ μεγεθών, λογιστικής ή στατιστικής προελεύσεως, που καταρτίζονται με σκοπό τον προσδιορισμό της πραγματικής θέσεως ή της αποδοτικότητας των διάφορων τμημάτων ή ολόκληρων τομέων της οικονομικής μονάδας και, σε τελική ανάλυση, της πραγματικής καταστάσεως ολόκληρης της οικονομικής μονάδας ή και γενικότερα του κλάδου στον οποίο ανήκει η μονάδα αυτή.
- B. Με τους αριθμοδείκτες προσδιορίζεται η σχέση μεταξύ βασικών επιχειρηματικών μεγεθών, διευκολύνεται η επιχειρηματική δράση και επεξηγούνται τα αποτελέσματα που προκύπτουν απ' αυτή. Με το σύστημα των αριθμοδεικτών προσδιορίζεται, επίσης, ο βαθμός αποδόσεως των διάφορων δραστηριοτήτων της οικονομικής μονάδας, με σκοπό την ορθολογικότερη εκμετάλλευση των μέσων δράσεώς της.

Τα όσα αναφέρονται παραπάνω αποτελούν κατά τη γνώμη μας τη καρδιά της θεμελιώδους μικροοικονομικής, όπως θέλουμε να την αποκαλούμε, ανάλυσης. Αφού προσδιοριστεί και μελετηθεί σε βάθος η οικονομική κατάσταση της εταιρίας επόμενο βήμα θα αποτελέσει η ανάλυση διαφόρων χρηματιστηριακών στοιχείων και δεικτών για να δούμε του κατά πόσο τα θετικά ή αρνητικά χρηματοοικονομικά στοιχεία και αποτελέσματα αντικατοπτρίζονται στη πορεία της τιμής της μετοχής της υπό εξέταση εταιρίας.

Κλείνοντας, θα θέλαμε να τονίσουμε την σημασία που έχει η εμπειρία του αναλυτή ή και του απλού ιδιώτη επενδυτή, για την ορθή και πλήρη εξαγωγή συμπερασμάτων γύρω από τα θεμελιώδη μεγέθη των εταιριών και την ερμηνεία των διαφόρων αριθμοδεικτών, εμπειρία η οποία αποκτάται με την πολύχρονη ενασχόληση και ενημέρωση γύρω από τον κόσμο των επιχειρήσεων.

Κεφάλαιο 5

Οι κυριότερες επεξηγήσεις της θεμελιώδους ανάλυσης μιας εταιρίας, χρηματιστηριακοί δείκτες.

5.1 Εισαγωγή

Στο παρόν κεφάλαιο θα αναλύσουμε τους σημαντικότερους χρηματιστηριακούς δείκτες ολοκληρώνοντας με αυτό το τρόπο την ανάλυση μας γύρω από τα βασικότερα εργαλεία, επεξηγήσεις, της μικροοικονομικής θεμελιώδους ανάλυσης.

Ο συνδυασμός αυτών των δύο εργαλείων, δηλαδή της ανάλυσης των θεμελιωδών μεγεθών της εταιρίας και των βασικών χρηματιστηριακών δεικτών, θα μας βοηθήσει στη σύγκριση μεταξύ της πορείας των τιμών των μετοχών με την διαχρονική πορεία των χρηματοοικονομικών μεγεθών των εταιριών, όπως αποτυπώνονται αυτά μέσα από τις λογιστικές καταστάσεις.

Συγκρίνοντας τα δύο αυτά στοιχεία, θεμελιώδη μεγέθη εταιρίας με την πορεία αντίστοιχα της μετοχής της ο αναλυτής μπορεί να διαπιστώσει:

- A. Ανοδική πορεία θεμελιωδών μεγεθών, πτωτική πορεία μετοχής.
- B. Ανοδική πορεία θεμελιωδών μεγεθών, ανοδική πορεία μετοχής.
- Γ. Πτωτική πορεία θεμελιωδών μεγεθών, ανοδική πορεία μετοχής.
- Δ. Πτωτική πορεία θεμελιωδών μεγεθών, πτωτική πορεία μετοχής.

Σε κάθε μία από αυτές τις περιπτώσεις ο αναλυτής καλείται να ερευνήσει του κατά πόσο αυτή η ισορροπία ή ανισορροπία μεταξύ θεμελιωδών μεγεθών και πορεία της τιμής της μετοχής μπορεί να αποτελεί μια επενδυτική ευκαιρία από την άποψη του να είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη η μετοχή με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη της.

Ορισμένοι από τους χρηματιστηριακούς δείκτες¹² όπως θα δούμε συνδυάζουν θεμελιώδη μεγέθη με καθαρά χρηματιστηριακά στοιχεία και οι οποίοι παρόλο που απατώνται πολλές φορές ως στατικοί, παρουσιάζουν ένα τελείως δυναμικό χαρακτήρα, αφού ουσιαστικά αναπροσαρμόζονται με το κλείσιμο κάθε συνεδρίασης.

Ορισμένοι από τους χρηματιστηριακούς δείκτες ενώ παρουσιάζονται ιδιαίτερα εύκολοι ως προς τη κατασκευή τους, αντιμετωπίζουν αρκετή δυσκολία στην ερμηνεία τους για την εξαγωγή συμπερασμάτων για το αν ή όχι η μετοχή είναι υπερτιμημένη ή

¹² Σε αρκετή από τη βιβλιογραφία τους συναντήσαμε και ως επενδυτικούς δείκτες.

υποτιμημένη. Η ανάλυση μας θα εστιάσει κατά κύριο λόγο στην επεξήγηση και ερμηνεία αυτών των δεικτών.

5.2 Πολλαπλασιαστής Κερδών (Price earnings ratio P/E)

Ο δείκτης P/E είναι ένα χρήσιμο εργαλείο προκειμένου οι επενδυτές να καθορίσουν τις τιμές των μετοχών. Είναι ένα μέτρο που χρησιμοποιείται για να καθορίσει αν μια μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο υπολογισμός του εν λόγω δείκτη είναι κάτι σχετικά εύκολο, σε αντίθεση με την ερμηνεία του αποτελέσματος που προκύπτει, η οποία έγκειται σε δυσκολίες όπως θα δούμε και είναι ιδιαίτερα ευμετάβλητη.

Για τον υπολογισμό 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 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 μετοχών της. Τα συγκεκριμένα μεγέθη είναι διαθέσιμα στις ετήσιες, εξαμηνιαίες ή τριμηνιαίες λογιστικές καταστάσεις της επιχείρησης. Παρακάτω παραθέτουμε ένα παράδειγμα υπολογισμού του P/E.

Στις 26 Φεβρουαρίου του 2004 η εταιρία TITAN ανακοινώνει στον ετήσιο απολογισμό του έτους 2003 καθαρό κέρδος¹³ 125 εκ. €. Η τιμή της μετοχής έκλεισε την ίδια μέρα στα 17,13 €. Ο αριθμός των υπό διαπραγμάτευση μετοχών ανέρχεται στα 76363864 κοινές και 7568960 προνομιούχες. Το σύνολο των υπό διαπραγμάτευση μετοχών είναι 83932824.

Αρχικά υπολογίζουμε τα κέρδη ανά μετοχή (KAM), διαιρώντας τα κέρδη με τον αριθμό των μετοχών. Έτσι έχουμε $125000000 \text{ €} / 83932824 \text{ μετοχές} = 1,49 \text{ €} / \text{μετοχή}$.

Στη συνέχεια για να υπολογίσουμε το P/E διαιρούμε την τιμή της μετοχής 17,13 € με τα κέρδη ανά μετοχή. Έτσι έχουμε $17,13 \text{ €} / 1,49 \text{ €} = 11,5$. Άρα το P/E της 26 Φεβρουαρίου του 2004 για τη μετοχή της εταιρίας TITAN ήταν 11,5.

Από το παραπάνω διαπιστώνουμε πως 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 την εξαγωγή ορθότερων συμπερασμάτων, ο υπολογισμός του P/E πρέπει να υπολογίζεται λαμβάνοντας υπόψη τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία. Η χρήση μη ενημερωμένων στοιχείων P/E οδηγεί σε λανθασμένα συμπεράσματα.

Η λογική της χρησιμότητας του P/E έγκειται στο γεγονός ότι η τιμή της μετοχής μιας εταιρίας πρέπει να αντανakλά την κερδοφορία της. Ακολουθώντας αυτή τη λογική, μια εταιρία που έχει υψηλά κέρδη ανά μετοχή πρέπει επίσης να έχει και μεγάλη

¹³ Μετά την αφαίρεση φόρων και δικαιωμάτων μειοψηφίας.

χρηματιστηριακή αξία. Κατά αυτή την έννοια μια εταιρία με χαμηλά κέρδη ή ζημιές πρέπει να έχει μικρή χρηματιστηριακή αξία (Καραθανάσης 1999).

Ένας χαμηλός δείκτης P/E, σε συνδυασμό με μια χαμηλή τιμή μετοχής και μεγάλα κέρδη, αποτελεί ένδειξη ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη και αντίστροφα ένα υψηλό P/E με υψηλή τιμή μετοχής με χαμηλή κερδοφορία μπορεί να αποτελεί ένδειξη ότι η μετοχή είναι υπερτιμημένη (Καραθανάσης 1999).

Κατά τη γνώμη μας η χρήση του παραπάνω δείκτη από μόνο του δεν μπορεί να αποδώσει χρήσιμα συμπεράσματα για το αν μια μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη. Γενικά ο δείκτης αυτός είναι ιδιαίτερα χρήσιμος σαν ένα εργαλείο σύγκρισης. Συνήθως οι συγκρίσεις οι οποίες γίνονται είναι οι εξής:

- A. Ανάμεσα στο P/E μιας συγκεκριμένης μετοχής και το μέσο P/E όλων των μετοχών που διαπραγματεύονται στο συγκεκριμένο χρηματιστήριο. Δηλαδή στη περίπτωση της εταιρίας TITAN, σύγκριση του P/E της με το μέσο P/E των εταιριών που διαπραγματεύονται στο ΧΑΑ.
- B. Ανάμεσα στο P/E μιας συγκεκριμένης μετοχής και το μέσο P/E των άλλων εταιριών που συμμετέχουν στο ίδιο κλάδο. Στη περίπτωση μας σύγκριση του P/E της TITAN με το μέσο P/E του κλάδου μη μεταλλικά ορυκτά, τσιμέντα.
- Γ. Ανάμεσα στο P/E μιας συγκεκριμένης μετοχής και το μέσο P/E των άλλων εταιριών που συμμετέχουν στο ίδιο κλάδο σε αγορές του εξωτερικού.

Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι σε κάποια από την ξένη βιβλιογραφία συναντάμε και το δείκτη αποτίμησης που συνδυάζει το λόγο P/E με τους διαχρονικούς ρυθμούς ανάπτυξης διαφόρων μεγεθών της εταιρίας (δείκτης PEG).

5.3 Ο δείκτης κεφαλαιοποίησης προς πωλήσεις (Price/sales ratio PSR)

Ο εν λόγω δείκτης προσδιορίζεται από τα δύο θεμελιώδη μεγέθη της εταιρίας στην οποία αναφέρεται:

- A. Την κεφαλαιοποίηση η οποία εκφράζεται με το γινόμενο συνολικός αριθμός μετοχών της εταιρίας επί την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής.
- B. Τις πωλήσεις (κύκλο εργασιών) της εξεταζόμενης εταιρίας.

Ο εν λόγω δείκτης αν και δεν εντοπίζεται τόσο στην ελληνική βιβλιογραφία και δεν είναι τόσο διαδεδομένος στην ελληνική επενδυτική κοινότητα, μας δίνει χρήσιμες πληροφορίες γύρω από το βαθμό που υπερβαίνει ή υπολείπεται η χρηματιστηριακή αξία των πωλήσεων της κάθε εταιρίας.

Γενικά όσο πιο χαμηλός παρουσιάζεται ο εν λόγω δείκτης, τόσο πιο ευνοϊκά είναι τα εξαγόμενα συμπεράσματα για την εταιρία. Και εδώ τονίζουμε την σημασία που έχει η σύγκριση του εν λόγω δείκτη με αντίστοιχους δείκτες ομοειδών εταιριών ή του μέσου δείκτη του κλάδου (Schwager 1995).

5.4 Τιμή μετοχής προς λογιστική αξία (Price to book value P/B)

Ο δείκτης αυτός εκφράζει κατά πολλούς αναλυτές το πόσο υπερτιμημένη η υποτιμημένη είναι μια μετοχή. Η λογιστική αξία εκφράζεται ως ο λόγος των ιδίων κεφαλαίων (ή η διαφορά ενεργητικού με παθητικό) προς τον αριθμό των μετοχών. Στη συνέχεια διαιρούμε τη λογιστική αξία με την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία της μετοχής. Ουσιαστικά λοιπόν συγκρίνεται η τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία με την λογιστική αξία όπως αυτή αποτυπώνεται στις λογιστικές καταστάσεις (Καραθανάσης 1999). Για παράδειγμα αν μία εταιρία έχει 25 εκ. € ίδια κεφάλαια και 10 εκ. μετοχές τότε η κάθε μετοχή αντιπροσωπεύει μία λογιστική αξία 2,5 €. Εάν η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή είναι 5 € τότε το P/B ισούται με 2 (5/2,5).

Ουσιαστικά όταν αγοράζουμε μετοχές μιας εταιρίας, αγοράζουμε δύο στοιχεία το ένα αφορά ένα «κομμάτι της εταιρίας» (ενεργητικό και υποχρεώσεις) και το δεύτερο αφορά ποσό της αξίας των άυλων στοιχείων, όπως φήμη πελατεία κτλ. Όταν η τιμή του δείκτη είναι μικρότερη ή ίση της μονάδας ο αγοραστής πληρώνει τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας σε τιμή χαμηλότερη από την κτήση τους. Κύκλοι της αγοράς αναφέρουν ότι ο δείκτης βρίσκεται σε κανονικά επίπεδα όταν η τιμή του βρίσκεται μεταξύ 2 – 3.

Ο συγκεκριμένος δείκτης θέλει ιδιαίτερη προσοχή ως προς την εξαγωγή συμπερασμάτων και τονίζουμε ότι τείνει να είναι ιδιαίτερα διαφορετικός από κλάδο σε κλάδο. Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι ο εν λόγω δείκτης επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών (Καραθανάσης 1999).

5.5 Μέση εμπορευσιμότητα μετοχής

Η ετήσια μέση εμπορευσιμότητα δίνεται από το λόγο των συνολικών συναλλαγών σε τεμάχια προς τον αριθμό των συνεδριάσεων. Ο εν λόγω δείκτης μας φανερώνει το πόσο η συγκεκριμένη εταιρία προτιμάται από το επενδυτικό κοινό. Στην διάρθρωση χαρτοφυλακίων ο συγκεκριμένος παράγοντας είναι ιδιαίτερα σημαντικός όσον αφορά την άμεση ή όχι ρευστοποίηση της μετοχής.

5.6 Μερισματική απόδοση

Αρχικά υπολογίζουμε το μέρισμα ανά μετοχή (MAM), που δεν είναι τίποτα άλλο από το λόγο του μερίσματος χρήσεως της εταιρίας προς τον αριθμό των μετοχών. Στη συνέχεια για να υπολογίσουμε την μερισματική απόδοση διαιρούμε το μέρισμα ανά μετοχή με την τρέχουσα τιμή της μετοχής. Η αξία της μετοχής εκφράζεται από το μέρισμα (dividend) και την υπεραξία (capital gain / loss), τη διαφορά δηλαδή μεταξύ τιμής πώλησης της μετοχής και τιμής αγοράς της μετοχής. Σε εποχές τις οποίες η χρηματιστηριακή αγορά δεν προσφέρει σημαντικές αποδόσεις η μερισματική απόδοση λαμβάνεται ιδιαίτερα υπόψη από τους επενδυτές ως ένα εκ των κριτηρίων για την επιλογή των μετοχών. Η μερισματική απόδοση όπως είναι εύλογο κρίνεται πέρα της κερδοφορίας της εταιρίας στη χρήση που πέρασε και από την μερισματική πολιτική που ακολουθεί η εταιρία.

5.7 Απόδοση μετοχής, γενικού και κλαδικού δείκτη

Η ετήσια απόδοση της μετοχής εκφράζεται με την διαφορά της τιμής κλεισίματος της μετοχής κατά την τελευταία συνεδρίαση του τρέχοντος έτους (π.χ 31/12) με την τιμή κλεισίματος της μετοχής κατά την τελευταία συνεδρίαση του προηγούμενου έτους, προς τη τιμή κλεισίματος της τελευταίας συνεδρίασης του προηγούμενου έτους.

Η απόδοση του γενικού δείκτη υπολογίζεται όπως και παραπάνω με τη διαφορά ότι αναφερόμαστε στις τιμές κλεισίματος του γενικού δείκτη.

Και η απόδοση του κλαδικού δείκτη¹⁴, υπολογίζεται όπως και παραπάνω. Η απόδοση τόσο του γενικού δείκτη όσο και του κλαδικού απαιτείται για την πραγματοποίηση συγκρίσεων. Αν για παράδειγμα για το έτος 2003 ο γενικός δείκτης

¹⁴ Το κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρία που εξετάζουμε

είχε άνοδο 15 %, ο κλαδικός 20 % και η μετοχή που μας ενδιαφέρει 3%, θα πρέπει να εξετάσουμε γιατί συνέβη αυτό.

5.8 Σωρευτική απόδοση

Είναι η απόδοση της μετοχής από τη πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης της στο χρηματιστήριο έως σήμερα σε αναπροσαρμοζόμενες τιμές από τυχόν έκδοση νέων μετοχών με αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, δωρεάν μετοχές και «διάσπαση» (split). Ισούται με τη διαφορά της τιμής της τελευταίας συνεδρίασης με τη τιμή της πρώτης ιστορικά συνεδρίασης προς τη τιμή της πρώτης ιστορικά συνεδρίασης.

5.9 Συμπεράσματα 5^{ου} κεφαλαίου

Στο παρόν κεφάλαιο αναλύσαμε κάποιους ιδιαίτερα δημοφιλής χρηματιστηριακούς δείκτες. Η εξαγωγή συμπερασμάτων για το αν η μετοχή μιας εταιρίας είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη με μεμονωμένο εργαλείο τους παραπάνω χρηματιστηριακούς δείκτες θα είναι παραπλανητική.

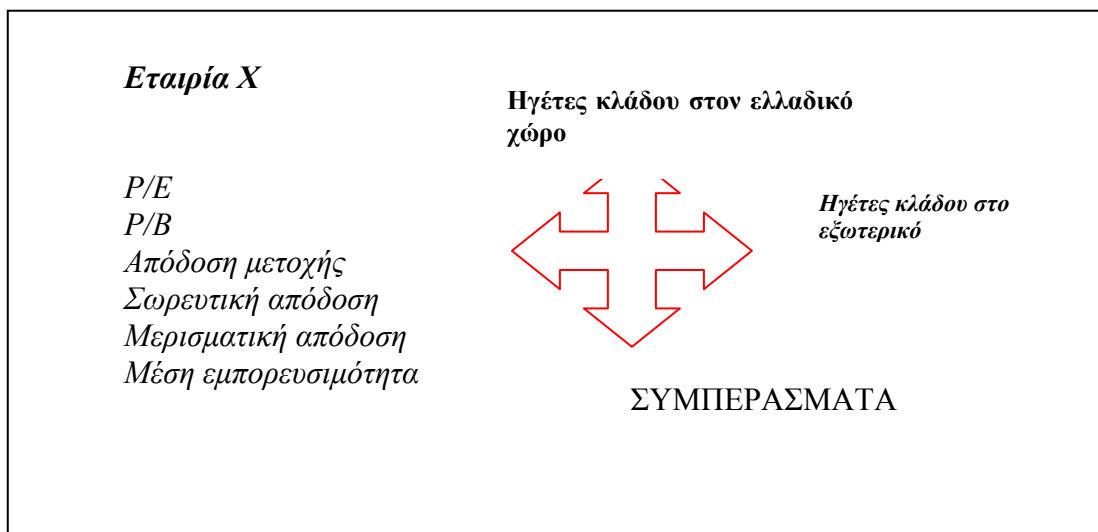
Οι δείκτες τους οποίους αναλύσαμε, έχουν σημαντικά μειονεκτήματα. Μερικά ίσως από τα σημαντικότερα μειονεκτήματα είναι τα ακόλουθα (Καραθανάσης 1999):

- A. Αγνοείται ο κίνδυνος των αναμενόμενων κερδών των υπό εξέταση μετοχών.
- B. Είναι στατικοί, αφού ο υπολογισμός τους βασίζεται σε ιστορικά στοιχεία.
- Γ. Υπάρχει μεγάλη δυσκολία για την κατηγοριοποίηση των εταιριών σε ομοειδείς εταιρίες.
- Δ. Βασίζονται σε λογιστικά ιστορικά στοιχεία τα οποία δεν αντανακλούν την τρέχουσα τιμή.
- E. Οι διαφορετικές λογιστικές πρακτικές για τον προσδιορισμό των καθαρών κερδών μετά από φόρους, καθιστούν τα κέρδη ανά μετοχή ομοίων εταιριών μη συγκρίσιμα.
- Z. Δε λαμβάνουν υπόψη τις προοπτικές της εταιρίας.

Η χρηματιστηριακοί δείκτες που αναλύσαμε μας δίνουν μία πολύ γενική εικόνα της μετοχής της εταιρίας.

Επίσης οι δείκτες αυτοί ουσιαστικά μεταβάλλονται με το κλείσιμο κάθε συνεδρίασης, επομένως η ανατροφοδότηση των δεικτών αυτών θεωρείται επιβεβλημένη. Κατά τη γνώμη μας και στη περίπτωση των χρηματιστηριακών δεικτών όπως και στη περίπτωση των αριθμοδεικτών οι συγκρίσεις είναι επιβεβλημένες για μία πληρέστερη εικόνα της πορείας της μετοχής της εταιρίας που θέλουμε να εξετάσουμε. Τη γραμμή σκέψης την αποτυπώνουμε στο παρακάτω σχήμα.

Σχήμα 2.



Κεφάλαιο 6

Συμπεράσματα Α μέρους

6.1 Ανακεφαλαίωση, συμπεράσματα

Στο πρώτο μέρος της έρευνας μας εξετάσαμε τη φιλοσοφία, τις πηγές πληροφόρησης και τις βασικές επεξηγήσεις της θεμελιώδους ανάλυσης. Είδαμε συνοπτικά τη γραμμή σκέψης που ακολουθεί η εν λόγω μέθοδος ανάλυσης ουτοσώστε να μπορέσει αν όχι να προβλέψει τη μελλοντική πορεία της αγοράς, να κάνει όσο το δυνατόν αποτελεσματικότερες εκτιμήσεις γύρω από τις μελλοντικές εξελίξεις της αγοράς.

Σε καμία περίπτωση η ανάλυση μας δεν ήταν εξαντλητική και πως θα μπορούσε να είναι άλλωστε όταν η εν λόγω μέθοδος και τα εργαλεία τα οποία χρησιμοποιεί είναι «αναρίθμητα» και εντοπίζονται σε ένα φάσμα το οποίο καλύπτει αν μη τι άλλο το σύνολο της οικονομίας και της κοινωνίας, όπως και οι ίδιες οι χρηματιστηριακές αγορές άλλωστε.

Οι βάσεις της εν λόγω ανάλυσης χαρακτηρίζονται κατά την άποψη μας στην καθαρή επιστημονική έρευνα πεδίων, των οποίων εμπλέκονται ένα σύνολο όχι μόνο καθαρά οικονομικών επιστημών αλλά και ενός μεγάλου αριθμού γνωστικών αντικειμένων.

Ο θεμελιώδης αναλυτής, με την ευρεία του όρου έννοια αν μπορεί να υπάρξει, αναζητά «σημάδια» όπως είδαμε για την πορεία της οικονομίας αρχικά, του κλάδου, της εταιρίας που εξετάζει και τέλος προσπαθεί να εκτιμήσει την πορεία της μετοχής. Η ανάλυση του δεν αφορά μόνο τις άμεσες συσχετίσεις οι οποίες μπορεί να υπάρχουν για παράδειγμα μεταξύ των επιτοκίων ή του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ και την πορεία των χρηματιστηρίων. Δεν στέκεται μόνο στους ισολογισμούς των εταιριών, στους αριθμοδείκτες που εξάγονται από αυτούς, αλλά προσπαθεί να αναζητήσει και να εκτιμήσει τη πορεία όλων εκείνων των παραγόντων και πως αυτοί θα επιδράσουν στην ίδια την εταιρία με άμεσο επακόλουθο την πορεία της μετοχής της.

Πέραν αυτών αναλογιζόμενοι το γεγονός ότι την πορεία των χρηματιστηριακών αγορών την επηρεάζουν και ένα πλήθος εξωτερικών παραγόντων μπορούμε με ευκολία να διαπιστώσουμε ότι πεδίο έρευνας του θεμελιώδους αναλυτή ξεφεύγει και αποκτά ένα ακόμα πιο πολυδιάστατο χαρακτήρα. Άποψη μας είναι ότι ο βασικότερος από τους εξωγενείς παράγοντες, ο οποίος μπορεί να εκτιμηθεί βάσιμα είναι ο πολιτικός. Ως γνωστόν οι κυβερνήσεις είναι αυτές που κατά κύριο λόγο επηρεάζουν και καθορίζουν τόσο το θεσμικό πλαίσιο στο οποίο κινείται η οικονομία στο σύνολο της, όσο και τις βασικές παραμέτρους των μακροοικονομικών παραγόντων. Ο θεμελιώδης αναλυτής

την μεταβλητή αυτή δεν δύναται να την παραλείψει στο πρώτο «βήμα» της φιλοσοφίας της προσέγγισης «από πάνω προς τα κάτω» (top down approach) στην προσπάθεια του να εκτιμήσει την πορεία των αγορών.

Στο δεύτερο βήμα της γραμμής σκέψης της θεμελιώδους ανάλυσης απαντάμε όπως είδαμε τον κλάδο στον οποίο ανήκει η υπό εξέταση εταιρία. Εκεί ορισμένα από τα πεδία έρευνας είναι :

- ✓ Ολοκληρωμένα κλαδικά στοιχεία και δείκτες. Χρονικά ενημερωμένα στοιχεία ρυθμών ανάπτυξης κλάδου και επιμέρους αγορών. Ανταγωνισμός και μερίδια της αγοράς τόσο σε εγχώριο επίπεδο όσο και στο εξωτερικό.
- ✓ Παράθεση επενδυτικών κινδύνων και προοπτικών του κλάδου. Τάσεις και την ίδια εμπειρία από το διεθνές περιβάλλον.

Και εδώ τα πεδία και οι διαστάσεις της έρευνας παρουσιάζονται ως ιδιαίτερα απαιτητικά για τον αναλυτή. Αφού και εδώ, πλέον της άρτιας επιστημονικής κατάρτισης που θα πρέπει να διέπει τον αναλυτή, ευδιάκριτη παρουσιάζεται η ανάγκη της συνεχούς ενημέρωσης και πληροφόρησης.

Τέλος ορισμένα από τα βασικά πεδία έρευνας της μικροοικονομικής θεμελιώδους ανάλυσης είναι :

- ✓ Οι λογιστικές καταστάσεις
- ✓ Μετοχική σύνθεση
- ✓ Στρατηγικός προσανατολισμός
- ✓ Εμπειρία των διοικητικών στελεχών
- ✓ Προϊόντα, υπηρεσίες και επενδύσεις

Ανακεφαλαιώνοντας διαπιστώνουμε την ανάγκη των εξής στοιχείων στη θεμελιώδη προσέγγιση έρευνας:

- ✓ Την παροχή μεγάλου όγκου πληροφοριών
- ✓ Τη συνεχή ενημέρωση
- ✓ Την εμπειρία
- ✓ Την υψηλού επιπέδου επιστημονικής κατάρτισης
- ✓ Την προσέλκυση επιστημονικής κριτικής από τους αναλυτές

6.2 Οι αδυναμίες της θεμελιώδους ανάλυσης

Έχοντας παρουσιάσει σε αυτό το πρώτο μέρος της ερευνητικής μας προσπάθειας την φιλοσοφία και τη μεθοδολογία της θεμελιώδους ανάλυσης εντοπίσαμε ορισμένα βασικά μειονεκτήματα στην εν λόγω μέθοδο. Στη συνέχεια θα αναφερθούμε σε αυτά τα «αδύναμα» σημεία της εν λόγω προσέγγισης. Σκοπός μας θα είναι το εάν και κατά πόσο τα μειονεκτήματα της θεμελιώδους ανάλυσης καλύπτονται από την άλλη μέθοδο που θα παρουσιάσουμε στο δεύτερο κομμάτι της έρευνας μας, η οποία δεν είναι άλλη από την τεχνική ανάλυση.

6.2.1 Η ανάγκη του μεγάλου όγκου πληροφοριών και το μεγάλο εύρος των γνωστικών αντικειμένων

Αυτό που αρχικά παρατηρήσαμε στην ανάλυση μας γύρω από την θεμελιώδη μέθοδο είναι το γεγονός ότι απαιτείται ένας πολύ μεγάλος όγκος πληροφοριών σε ένα αρκετά μεγάλο πεδίο γνωστικών αντικειμένων με αποτέλεσμα να φαντάζει ιδιαίτερα δύσκολο για τον αναλυτή να είναι το ίδιο αποτελεσματικός σε όλο το φάσμα το οποίο καλύπτει η εν λόγω ανάλυση.

Άμεση συνέπεια αυτού είναι ότι ο θεμελιώδης αναλυτής, λόγω τόσο του μεγάλου όγκου των πληροφοριών όσο και του ευρύτατου γνωστικού πεδίου που καλείται να αντιμετωπίσει, εξειδικεύεται σε συγκεκριμένες αγορές. Οι επικριτές βέβαια της θεμελιώδους ανάλυσης θεωρούν ότι τα δύο αυτά στοιχεία δημιουργούν μία βραδύτητα σε σχέση με την λήψη των αποφάσεων, σε μία αγορά της οποίας τα δεδομένα αλλάζουν με μεγάλη ταχύτητα.

6.2.2 Οι περισσότερες πληροφορίες της θεμελιώδους ανάλυσης αφορούν το παρελθόν

Τόσο οι ισολογισμοί όσο και τα αποτελέσματα χρήσεως αφορούν λογιστικά μεγέθη του παρελθόντος. Οι χρηματιστηριακές αγορές είναι προεξοφλητικές αγορές. Για παράδειγμα η δημοσίευση των ετήσιων αποτελεσμάτων μιας εταιρίας έχει κατά πάσα πιθανότητα προεξοφληθεί από τη χρηματιστηριακή αγορά και έχει ήδη ενσωματωθεί στη τιμή της μετοχής. Είναι γεγονός ότι η θεμελιώδης ανάλυση ιδιαίτερα σε μικροοικονομικό επίπεδο, δηλαδή σε επίπεδο επιχειρήσεων παρουσιάζεται ιδιαίτερα στατική. Τόσο οι ισολογισμοί όσο και τα αποτελέσματα δεν είναι σε θέση να προδιαγράψουν το μέλλον της εταιρίας. Ακόμα και οι εκτιμήσεις οι οποίες γίνονται για τις μελλοντικές εξελίξεις βασίζονται σε στοιχεία του παρελθόντος και αυτό που συμβαίνει στις εκτιμήσεις αυτές, είναι να αλλάζουν συνεχώς με την εισροή νέων πληροφοριών και ειδήσεων.

6.2.3 Η χρονική τοποθέτηση της επένδυσης (timing) με βάση τη θεμελιώδη ανάλυση

Αναφορικά με τη χρονική τοποθέτηση της επένδυσης σε μια χρηματιστηριακή αγορά, η θεμελιώδης ανάλυση παρουσιάζεται ως ιδιαίτερα αναποτελεσματική από τους επικριτές της.

Όπως είδαμε, η θεμελιώδης ανάλυση λαμβάνει υπόψη της όλες τις οικονομικές μεταβλητές που καθοδηγούν τους επενδυτές στις αποφάσεις τους και κάνει εκτιμήσεις μόνο με βάση τις πραγματικές «δυνατότητες» κάθε εταιρίας, κάθε κλάδου με βάση και τη πορεία της οικονομίας αλλά αδυνατεί ουσιαστικά να απαντήσει στο πότε να πραγματοποιηθεί η επένδυση.

6.2.4 Η θεμελιώδης ανάλυση αγνοεί τον παράγοντα «προσδοκία»

Το σημαντικότερο μειονέκτημα της θεμελιώδους ανάλυσης εντοπίζεται από τους επικριτές της, στο γεγονός ότι η εν λόγω μέθοδος δεν είναι δυνατόν να ενσωματώσει σε οποιοδήποτε μοντέλο αποτίμησης την μεταβλητή «προσδοκία» (expectation).

Όπως έχουμε τονίσει ήδη οι χρηματιστηριακές αγορές κινούνται αν μη τι άλλο βάσει προσδοκιών, για την οικονομία, τους κλάδους τις επιχειρήσεις, παρά τα ήδη καταγεγραμμένα θεμελιώδη μεγέθη. Μην ξεχνάμε άλλωστε ότι τόσο στη δική μας χρηματιστηριακή αγορά όσο και του εξωτερικού, επιχειρήσεις οι οποίες υπήρξαν πρωταγωνιστές στους κλάδους τους, με υγιέστατα θεμελιώδη μεγέθη, σήμερα έχουν πάψει καν να υπάρχουν. Αλλά και ολόκληροι βιομηχανικοί κλάδοι οι οποίοι υπήρξαν στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος του επενδυτικού κοινού στις μέρες μας να είναι ουραγοί της οικονομίας. Η μελέτη της οικονομικής και χρηματιστηριακής ιστορίας αν μη τι άλλο αποδεικνύει με περίτρανο τρόπο τα παραπάνω.

Έχοντας προσεγγίσει την φιλοσοφία της θεμελιώδους ανάλυσης και τα βασικά μειονεκτήματα της εν λόγω μεθόδου, επόμενο μας βήμα είναι η εξέταση μίας τελείως διαφορετικής επενδυτικής μεθόδου εκτίμησης της πορείας των μετοχών αλλά εξίσου δημοφιλούς στις μέρες μας, την ευρέως γνωστή ως τεχνική ανάλυση.

Στη συνέχεια λοιπόν αφού εξετάσουμε τα βασικά εργαλεία της τεχνικής ανάλυσης θα προσπαθήσουμε να δούμε το κατά πόσο η μία μέθοδος μπορεί να καλύψει τα μειονεκτήματα της άλλης μεθόδου.

Κεφάλαιο 7

Η έννοια και τα βασικά μέσα της τεχνικής ανάλυσης

7.1 Ορισμός τεχνικής ανάλυσης

Η Ελληνική Κοινότητά Τεχνικής Ανάλυσης (ΕΚΤΑ) ορίζει τη τεχνική ανάλυση ως τη μελέτη της συμπεριφοράς μιας χρηματιστηριακής αγοράς ή ενός από τα συστατικά της, με σκοπό την πρόβλεψη μελλοντικών τάσεων της τιμής της. Ο όρος «συμπεριφορά της αγοράς» εμπεριέχει τις δύο βασικές πηγές πληροφόρησης διαθέσιμες στον αναλυτή, τις τιμές και τον όγκο των συναλλαγών.

Ο τεχνικός αναλυτής προσπαθεί να προβλέψει μελλοντικές τάσεις τιμών ή να αναγνωρίσει τάσεις τιμών στα πρώιμα στάδια τους και να τα εκμεταλλευθεί. (Ιστοσελίδα ΕΚΤΑ).

Αντίστοιχα ο Steven B. Achelis ορίζει την τεχνική ανάλυση ως τη συστηματική μελέτη και επεξεργασία διαγραμμάτων, με στόχο την όσο το δυνατόν ασφαλέστερη και ακριβέστερη πρόβλεψη των τιμών μετοχών.

Στο σημείο αυτό σημαντικό είναι να αναφερθεί το γεγονός, ότι η τεχνική ανάλυση μπορεί και χρησιμοποιείται όχι μόνο σε τιμές μετοχών και χρηματιστηριακών δεικτών αλλά σε σχεδόν οποιοδήποτε οικονομικό μέγεθος¹⁵.

7.2 Φιλοσοφία τεχνικής ανάλυσης

Σε αντίθεση με τους οπαδούς της θεωρίας της τυχαίας έλευσης των τιμών (random walk theory), της θεωρίας που υποστηρίζει ότι οι διακυμάνσεις που παρατηρούμε καθημερινά στις τιμές των μετοχών οφείλονται σε καθαρά τυχαίους παράγοντες, με αποτέλεσμα να είναι αδύνατη οποιαδήποτε πρόβλεψη, οι περισσότεροι επενδυτές και οικονομικοί αναλυτές στο κόσμο πιστεύουν πως οι διακυμάνσεις των τιμών δεν είναι απολύτως τυχαίες, αλλά οφείλονται σε συστηματικούς παράγοντες και για το λόγο αυτό είναι αναγκαία η χρήση ενός συστηματικού εργαλείου μελέτης των τιμών, ; ένα τέτοιο εργαλείο προσφέρει η τεχνική ανάλυση (Pring, Martin J.1991).

Τρεις είναι οι αρχές πάνω στις οποίες βασίζεται η τεχνική προσέγγιση:

¹⁵ Η τεχνική ανάλυση χρησιμοποιείται κατά κόρον σε ναυλοδείκτες, σε τιμές μετάλλων, πρώτων υλών όπως το πετρέλαιο κτλ.

- A. Η συμπεριφορά της αγοράς προεξοφλεί τα πάντα.
- B. Οι τιμές κινούνται με τάσεις.
- Γ. Η ιστορία επαναλαμβάνεται. (Ιστοσελίδα ΕΚΤΑ)

7.2.1 Η συμπεριφορά της αγοράς προεξοφλεί τα πάντα

Η αρχή αυτή αποτελεί την καρδιά της τεχνικής ανάλυσης. Η θεωρία της τεχνικής ανάλυσης πρεσβεύει ότι, οτιδήποτε μπορεί να επηρεάσει τις τιμές, οικονομικά και πολιτικά γεγονότα, η ψυχολογία των επενδυτών κλπ. βρίσκεται ανά πάσα στιγμή στην ίδια την τιμή και αντικατοπτρίζεται σε αυτήν.

Η τιμή της μετοχής καθορίζεται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης. Εάν η ζήτηση υπερσχύσει της προσφοράς, η τιμή ανεβαίνει και αντίθετα εάν η προσφορά υπερσχύσει της ζήτησης, η τιμή της πέφτει. Η τεχνική ανάλυση δε μελετάει τις αιτίες που προκαλούν την μεταβολή στη προσφορά και τη ζήτηση¹⁶ (Ιστοσελίδα ΕΚΤΑ).

7.2.2 Οι τιμές κινούνται με τάσεις

Η σύλληψη της έννοιας της τάσης είναι απολύτως ουσιαστική στη τεχνική προσέγγιση. Όλη η θεωρία της τεχνικής ανάλυσης βασίζεται πάνω στην ύπαρξη τάσεων στις χρηματιστηριακές αγορές (Ιστοσελίδα ΕΚΤΑ).

Οι τιμές πολύ συχνά και για μεγάλα ή μικρά χρονικά διαστήματα ακολουθούν κάποια τάση, δηλαδή κάποια συγκεκριμένη κατεύθυνση. Εκμεταλλεύόμενος κάποιος την τάση αυτή μπορεί να αποκομίσει κέρδη (Appel Gerald 1979).

7.2.3 Η ιστορία επαναλαμβάνεται

Η θεωρία της τεχνικής ανάλυσης άπτεται σε σημαντικό βαθμό με τη μελέτη της ανθρώπινης ψυχολογίας. Τα τελευταία 250 χρόνια, διάφοροι σχηματισμοί που εμφανίζονται στη χρήση διαγραμμάτων για την απεικόνιση της πορείας διαφόρων οικονομικών μεγεθών και τιμών, έχουν αναγνωριστεί και κατηγοριοποιηθεί, απεικονίζοντας την ψυχολογία των επενδυτών σε διάφορες δεδομένες χρονικές στιγμές. Οι σχηματισμοί αυτοί έδωσαν εντυπωσιακά αποτελέσματα γύρω από την επενδυτική συμπεριφορά, με βάση την ανθρώπινη ψυχολογία (Ιστοσελίδα ΕΚΤΑ). Τόσο σε περιόδους οικονομικής άνθησης όσο και σε περιόδους δυσπραγίας η επενδυτική συμπεριφορά υπήρξε διαχρονικά η ίδια¹⁷.

¹⁶ Η θεμελιώδης ανάλυση εξηγεί σε κάποιο βαθμό τις αιτίες των μεταβολών στη προσφορά και τη ζήτηση.

¹⁷ «Το μέλλον δεν είναι παρά το παρελθόν ξανά, εισερχόμενο από άλλη είσοδο» Sir Arthur Wing Pinero, 1893.

Η τεχνική ανάλυση μπορεί να χαρακτηριστεί ως η διαδικασία που αναλύει συστηματικά τις ιστορικές τιμές, σε μια προσπάθεια να καθορίσει τις πιθανές μελλοντικές τιμές. Αυτό γίνεται με τη σύγκριση της δράσης τρεχουσών τιμών (δηλ., τρέχουσες προσδοκίες) με τη συγκρίσιμη ιστορική δράση τιμών για να προβλεφθεί μια λογική έκβαση. Ο έμπειρος και ικανός τεχνικός αναλυτής καθορίζει αυτήν την διαδικασία με γνώμονα το γεγονός ότι η ιστορία επαναλαμβάνεται (Steven B. Achelis 1995).

7.3 Η ιστορία της τεχνικής ανάλυσης

Οι ρίζες της σύγχρονης τεχνικής ανάλυσης προέρχονται από τη θεωρία του Charles Dow, η οποία αναπτύχθηκε περίπου το 1900. Προερχόμενες είτε άμεσα είτε έμμεσα από τη θεωρία του Dow, οι ρίζες αυτές περιλαμβάνουν αρχές όπως την τάση των τιμών, τιμές που απορρίπτουν όλες τις γνωστές πληροφορίες, την επιβεβαίωση και την απόκλιση, τους όγκους που αντανακλούν τις αλλαγές στις τιμές και την θεωρία της στήριξης και αντίστασης των τιμών.

Ο ευρέως γνωστός βιομηχανικός μέσος όρος Dow Jones είναι άμεσος απόγονος της θεωρίας του Dow. Η συμβολή του Charles Dow στην τεχνική ανάλυση δεν μπορεί να παραβλεφθεί. Η εστίασή του στις βασικές αρχές της κίνησης τιμών των μετοχών προκάλεσε μια απολύτως νέα μέθοδο ανάλυσης των αγορών (Ιστοσελίδα [dowjones](http://dowjones.com)).

7.4 Τα κυριότερα διαγράμματα της τεχνικής ανάλυσης

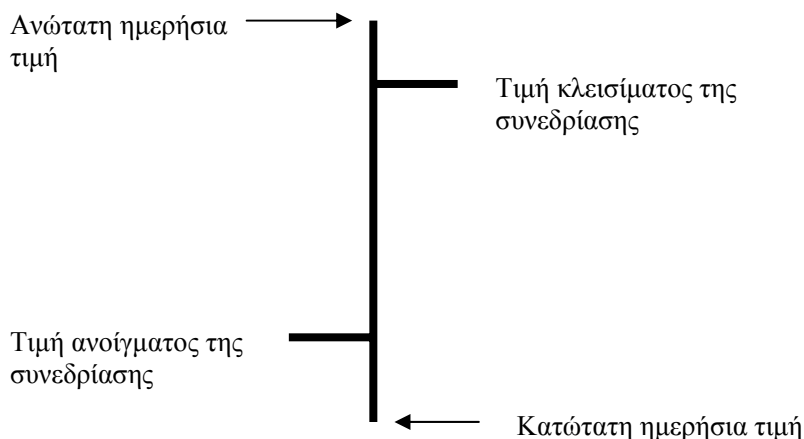
7.4.1 Το ακιδωτό διάγραμμα (bar chart)

Η δημοφιλέστερη μορφή διαγράμματος που χρησιμοποιείται ως βάση για την τεχνική ανάλυση των τιμών των μετοχών και άλλων τίτλων ή συμβολαίων είναι το ακιδωτό διάγραμμα. (bar chart). Το ακιδωτό διάγραμμα χρησιμοποιείται για την απεικόνιση της πορείας της τιμής μιας μετοχής. Ο αναλυτής μπορεί να λάβει μια γενική εικόνα για την συμπεριφορά της μετοχής, δηλαδή εάν αυτή κινείται ανοδικά, καθοδικά ή πλευρικά. Η εικόνα που μας δίνει το ακιδωτό διάγραμμα για τη συνολική πορεία της μετοχής βοηθάει στο να εστιάσουμε την ανάλυση μας στα σημεία που έχουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον.

Κάθε μία ημέρα αναπαρίσταται από μία κάθετη γραμμή η οποία έχει μήκος τέτοιο, ώστε το ελάχιστο σημείο της να ταυτίζεται με την κατώτατη τιμή της μετοχής κατά την ημερήσια συνεδρίαση και αντιστοίχως το άνω άκρο της να μας δίνει την

ανώτατη τιμή της ημέρας. Η τιμή ανοίγματος της ημερήσιας συνεδρίασης δίνεται από την αριστερή οριζόντια προεξοχή (protusion) που διασχίζει τη μπάρα της ημέρας και η τιμή κλεισίματος δίνεται από τη δεξιά οριζόντια προεξοχή, όπως παρουσιάζεται στο σχήμα 1.

Σχήμα 1



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα X.A.A

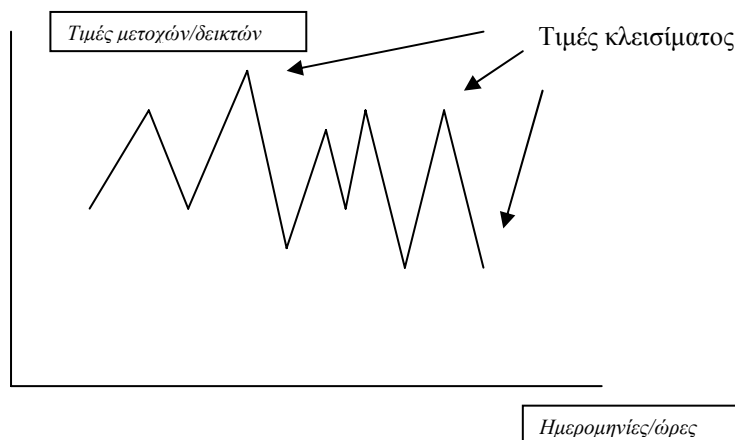
Παρατηρώντας κανείς το ακιδωτό διάγραμμα μίας μετοχής, όπως αυτό παρουσιάστηκε στο σχήμα 1, μπορεί να αντλήσει πληροφορίες όχι μόνο για τις τιμές κλεισίματος και ανοίγματος, αλλά και για την διακύμανση της τιμής της μετοχής μέσα στην ημερήσια συνεδρίαση (intraday).

Εκτός από τα ακιδωτά διαγράμματα ημερήσιων τιμών, χρησιμοποιούνται και διαγράμματα με πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα, όπως τα εβδομαδιαία και τα μηνιαία ακιδωτά διαγράμματα. Στις περιπτώσεις αυτές, κάθε μεμονωμένη κάθετη ακίδα αντιπροσωπεύει μια συγκεκριμένη εβδομάδα ή μήνα. Το μήκος της ακίδας αυτής ισούται με τη μέγιστη διακύμανση της τιμής της μετοχής κατά την διάρκεια μιας χρονικής περιόδου (εβδομάδας ή μήνα), η τιμή ανοίγματος αντιστοιχεί στη τιμή ανοίγματος της πρώτης μέρας της εν λόγω περιόδου και η τιμή κλεισίματός στην τιμή κλεισίματος της τελευταίας μέρας της χρονικής περιόδου.

7.4.2 Το διάγραμμα γραμμών

Το διάγραμμα γραμμών είναι ο απλούστερος τύπος διαγράμματος απεικόνισης της πορείας μίας μετοχής και χρησιμοποιείται ευρέως. Όπως φαίνεται στο σχήμα 2, η ενιαία γραμμή αντιπροσωπεύει την τιμή κλεισίματος της μετοχής κάθε ημέρα. Οι ημερομηνίες επιδεικνύονται κατά μήκος του οριζόντιου άξονα και οι τιμές στο κάθετο άξονα.

Σχήμα 2



Πηγή δεδομένων ενημερωτικό δελτίο Χ.Α.Α

Το βασικό πλεονέκτημα του διαγράμματος γραμμών έγκειται στην απλότητα του, χωρίς όμως να παρέχει οποιαδήποτε άλλη πληροφορία πέρα της διαχρονικής παρουσίασης των τιμών κλεισίματος των μετοχών καθώς και της απόλυτης μεταβολής των τιμών από μέρα σε μέρα ή από ώρα σε ώρα¹⁸.

7.5 Διαγράμματα όγκου συναλλαγών

Με τον όρο «όγκο συναλλαγών» εννοείται ο αριθμός των μετοχών που «άλλαξαν χέρια» όπως συνηθίζεται να λέγεται στις χρηματιστηριακές αγορές.

Ο όγκος των συναλλαγών (volume) απεικονίζεται συνήθως με το να προστίθενται στο κάτω μέρος των ακιδωτών ή διαγραμμάτων γραμμών, μία σειρά από κάθετες μπάρες ύψους αναλόγου του όγκου των συναλλαγών κάθε μέρας (ή ώρας). Ο κάθετος άξονας του διαγράμματος χωρίζεται σε δύο μέρη. Το κάτω μέρος περιλαμβάνει τη μέτρηση του όγκου, σε αριθμό κομματιών (τεμαχίων) και το πάνω μέρος έχει την κλίμακα των τιμών της μετοχής.

Ο όγκος των συναλλαγών δεν θα πρέπει να συγχέεται με την αξία των συναλλαγών. Η αξία των συναλλαγών είναι το γινόμενο των τεμαχίων που «αλλάξανε χέρια» επί την τιμή της κάθε πράξης. Για παράδειγμα αν η μετοχή έκανε πράξεις στο 1 € για 100 κομμάτια και στο 1,2 για 200 κομμάτια, η αξία των συναλλαγών είναι 340 €

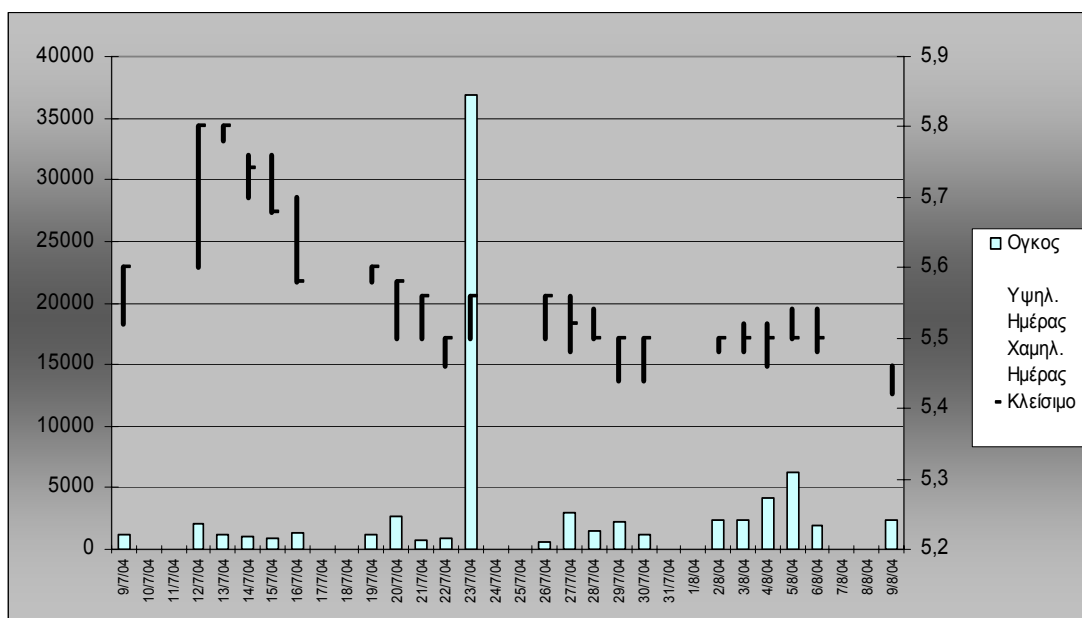
¹⁸ Στο επίσημο ημερήσιο δελτίο τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών γίνεται χρήση του διαγράμματος γραμμών όπου στον οριζόντιο άξονα απεικονίζονται οι ώρες, με τιμές κλεισίματος (πράξεων) ανά 17 λεπτά.

και ο όγκος 300 κομμάτια. Η απεικόνιση της αξίας των συναλλαγών μπορεί να απεικονιστεί με τον ίδιο τρόπο όπως του όγκου.

7.6 Πρακτική εφαρμογή 1

Στο διάγραμμα 1 απεικονίζονται οι τιμές κλεισίματος, , υψηλό, χαμηλό ημέρας και όγκου συναλλαγών για την μετοχή της Γενικής Τροφίμων (ΚΟ)¹⁹ για την περίοδο από της 9/7/04 έως 9/8/04.

Διάγραμμα 1



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

Από το διάγραμμα 1 μπορούμε να εξάγουμε χρήσιμες πληροφορίες γύρω από την συμπεριφορά της μετοχής της Γενικής Τροφίμων. Αρχικά παρατηρούμε τους ιδιαίτερα χαμηλούς όγκους συναλλαγών, με εξαίρεση της 23/7/04 που πιθανότατα πραγματοποιήθηκε προκαθορισμένη πράξη μεταβίβασης μετοχών (μεταβίβαση πακέτου). Το γεγονός ότι η συγκεκριμένη μετοχή παρουσιάζει χαμηλούς όγκους συναλλαγών, σημαίνει δυσκολία ρευστοποίησης της μετοχής. Η δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης ή όχι μίας μετοχής αποτελεί, για το μεγαλύτερο μέρος του επενδυτικού κοινού, από τους πρωταρχικής σημασίας παράγοντες τοποθέτησης κεφαλαίων στη μετοχή. Ένα δεύτερο σημείο στο οποίο μπορούμε να εστιάσουμε την ανάλυση μας,

¹⁹ Η επιλογή της συγκεκριμένης μετοχής, όπως και η εξεταζόμενη χρονική περίοδος έγινε τυχαία.

εντοπίζεται στην χαμηλή ημερήσια διακύμανση της μετοχής. Στις 13/07/04, που παρατηρείται και η μεγαλύτερη ημερήσια διακύμανση της μετοχής για την υπό εξέταση περίοδο, η διακύμανση δεν ξεπέρασε το 3,5 %. Η μετοχή της Γενικής τροφίμων μπορεί κάλλιστα να χαρακτηριστεί ως μετοχή χαμηλού κινδύνου²⁰ και να αποτελέσει επιλογή «αμυντικού²¹» χαρτοφυλακίου.

7.7 Συμπεράσματα 7^{ου} κεφαλαίου

Στο παρόν κεφάλαιο, που ουσιαστικά αποτελεί την εισαγωγή στη τεχνική ανάλυση, διαπιστώσαμε πόσο χρήσιμα και απαραίτητα είναι τα ακιδωτά διαγράμματα τόσο για τον τεχνικό αναλυτή όσο και για τον απλό ιδιώτη επενδυτή.

Μια γρήγορη ματιά στο ακιδωτό διάγραμμα της μετοχής ή του δείκτη μας δίνει μία πρόχειρη εικόνα για την έως σήμερα πορεία, ώστε να εστιάσουμε στα στοιχεία που θα μελετήσουμε στη συνέχεια.

Τονίζουμε τη διαφορετική σημασία που έχει το ακιδωτό διάγραμμα σε εβδομαδιαία, μηνιαία ή ετήσια συχνότητα δεδομένων από το ημερήσιο, για την εξαγωγή οποιουδήποτε συμπεράσματος.

Τέλος οι πληροφορίες που παίρνουμε για τους όγκους των συναλλαγών, πέρα των συμπερασμάτων που μας δίνουν αναφορικά με την δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης της μετοχής, μας βοηθούν σε σημαντικό βαθμό στην ερμηνεία και στην προσπάθεια πρόβλεψης της συμπεριφοράς των τιμών.

²⁰ Είναι γνωστό από την χρηματοοικονομική επιστήμη ότι η διακύμανση της τιμής ενός χρεογράφου αποτελεί μέτρο του επενδυτικού κινδύνου.

²¹ Χαμηλού κινδύνου (ρίσκου).

Κεφάλαιο 8

Η τάση των τιμών

8.1 Εισαγωγή

Παρατηρώντας κανείς διαγράμματα δεικτών και τιμών αντιλαμβάνεται πολλές φορές ότι τα μεγέθη αυτά ακολουθούν μία συγκεκριμένη κατεύθυνση. Η επιστήμη της τεχνικής ανάλυσης επιδιώκει να εντοπίζει έγκαιρα την όποια τάση επικρατεί. Υπάρχουν χρονικές περίοδοι που η κατεύθυνση των μεγεθών είναι ανοδική, τότε αναφερόμαστε ότι τα μεγέθη αυτά ακολουθούν ανοδική τάση και χρονικές περίοδοι που η κατεύθυνση τους είναι καθοδική, αναφερόμενοι ότι ακολουθούν καθοδική τάση.

Τέλος υπάρχει και άλλη μία κατεύθυνση που μπορούν να πάρουν οι διάφοροι δείκτες ή τιμές και αυτή είναι η πλευρική κατεύθυνση, δηλαδή η οριζόντια κυματοειδής κίνηση.

Στο παρόν κεφάλαιο θα ασχοληθούμε με τις ανοδικές και καθοδικές τάσεις τιμών των μετοχών, όπου και θα επικεντρώσουμε την ανάλυση μας.

8.2 Βασικές έννοιες της τάσης των τιμών

Αρχικά για να διαπιστώσουμε εάν η μετοχή ή ο δείκτης που μας ενδιαφέρει βρίσκεται σε πορεία που υποδεικνύει κάποια τάση, ανοδική ή καθοδική, χρειαζόμαστε μεσομακροχρόνια δεδομένα. Με την έννοια μεσομακροπρόθεσμα αναφερόμαστε σε βάθος χρόνου μεγαλύτερο του τριμήνου. Ανάλογα βέβαια με την χρονική περίοδο που θέλουμε να εξετάσουμε, έχουμε τριμηνιαίες, εξαμηνιαίες ετήσιες κτλ τάσεις τιμών των μετοχών.

Για την παρουσίαση των τάσεων αυτών σε ένα ακιδωτό διάγραμμα²² θα πρέπει να σχεδιάσουμε κάποια ευθεία που να υποδεικνύει την ισχύουσα τάση, η οποία και ονομάζεται ευθεία τάσης. Η ευθεία τάσης χρειάζεται επειδή οι τιμές παρουσιάζουν διακυμάνσεις (Murphy 1999).

Η τεχνική ανάλυση προκειμένου να μελετήσει τις γραμμές τάσεις ορίζει τα «υψηλά» και τα «χαμηλά»²³ των τιμών. Θα ασχοληθούμε αρχικά με την «υψηλή» τιμή.

²² Όπως παρουσιάστηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο.

²³ Σε κάποια βιβλιογραφία απαντώνται και ως «σχετικά υψηλά», «σχετικά χαμηλά» της τιμής.

Με τον όρο αυτό εννοείται η ανώτατη εκείνη ημερήσια τιμή, η οποία είναι μεγαλύτερη από όλες τις άλλες αντίστοιχες τιμές των προηγούμενων N ημερών και των επόμενων N ημερών. Τις N ημέρες τις ορίζουμε εμείς με υποκειμενικά κριτήρια (Achelis Steven 1995).

Για παράδειγμα αν ορίζαμε για $N=5$, τότε η «υψηλή» τιμή θα ήταν η ανώτατη ημερήσια τιμή που ξεπερνάει τις αντίστοιχες ανώτατες τιμές των 5 προηγούμενων ημερών καθώς και των 5 επόμενων. Ανάλογος ορισμός της «υψηλής» τιμής δίνεται και για διαφορετικές χρονικές περιόδους.

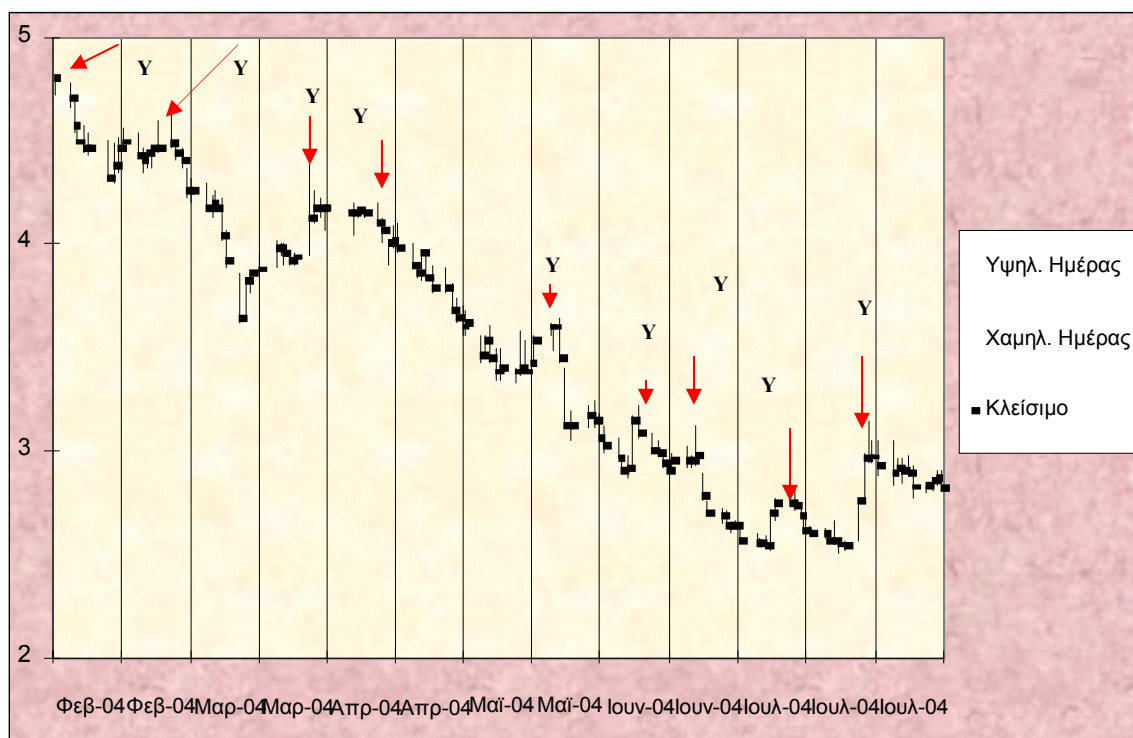
Αντίστοιχα η «χαμηλή» τιμή είναι εκείνη η ημερήσια τιμή που βρίσκεται χαμηλότερα από όλες τις κατώτατες ημερήσιες τιμές των προηγούμενων N καθώς και των επόμενων N ημερών.

Τις «υψηλές» και τις «χαμηλές» τις εντοπίζουμε για να θέσουμε κάποια ευδιάκριτα σημάδια που να μάς βοηθήσουν στη κατανόηση της συμπεριφοράς των τιμών.

Η παραπάνω θεωρητική ανάλυση θα γίνει ευκολότερα κατανοητή με τη πρακτική εφαρμογή που ακολουθεί.

8.3 Πρακτική εφαρμογή 2

Διάγραμμα 1



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

Στο διάγραμμα 2 απεικονίζεται η πορεία της μετοχής Inform Λύκος (ΚΟ²⁴) για την χρονική περίοδο 13/02/04 – 12/08/04. Ορίσαμε το $N=7$ και εντοπίσαμε 9 «υψηλά». Όπως παρατηρούμε στο διάγραμμα 2, τα «υψηλά» παρουσιάζονται ως οι κορυφές των μπαρών εκείνων που υπερβαίνουν τις κορυφές των 7 προηγούμενων και των 7 επόμενων ημερών, ικανοποιώντας τα όσα αναφέραμε στη θεωρητική προσέγγιση. Είναι φανερό από το παραπάνω ακιδωτό διάγραμμα ότι στη περίπτωση που ορίζαμε το $N>7$ θα είχαμε και διαφορετικά «υψηλά». Ανάλογα δουλεύουμε για τον εντοπισμό των «χαμηλών».

Ο αναλυτής βέβαια δεν σημειώνει όλα τα «υψηλά» και «χαμηλά» τα οποία εντοπίζει, παρά μόνο εκείνα που δίνουν έμφαση στην ανάλυση του.

Όπως θα δούμε στη συνέχεια τα «υψηλά» και τα «χαμηλά» των τιμών θα μας βοηθήσουν στη κατασκευή της γραμμής τάσης.

8.4 Γραμμή Τάσης

Η γραμμή τάσης της τιμής μιας μετοχής ή ενός δείκτη, χρησιμοποιείται από τον τεχνικό αναλυτή στο να παρακολουθεί τη γενική κατεύθυνση που έχει ακολουθήσει η μετοχή ή ο δείκτης που εξετάζει από το παρελθόν μέχρι σήμερα²⁵. Η μακροχρόνια τάση της τιμής μιας μετοχής συναντάται συχνά και αποτελεί βασικό συστατικό στη τεχνική ανάλυση.

Πρόκειται για μια πολύ σχετική έννοια. Στη πράξη διαφορετικοί αναλυτές ενδέχεται να έχουν διαφορετική αντίληψη της διάρκειας και της γενικότερης τάσης της τιμής μιας μετοχής ή του δείκτη.

Ορίζοντας αρχικά την ανοδική τάση μπορούμε να πούμε ότι είναι μία συνεχώς υψηλότερη διαμόρφωση νέων «υψηλών» των τιμών. Στο παραπάνω ορισμό προσθέτουμε ότι στην ανοδική τάση, θα πρέπει κάθε νέο «χαμηλό» να είναι υψηλότερο από το χαμηλό της προηγούμενης χρονικής περιόδου, που έχουμε θέσει. Διαγραμματικά αυτό παρουσιάζεται με τις μπάρες να κινούνται ανοδικά, σχηματίζοντας «ανοδικά σκαλοπάτια» (Pring Martin 1991).

8.4.1 Πρακτική εφαρμογή 3

Στο ακιδωτό διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η πορεία της τιμής της μετοχής Γερμανός (ΚΟ)²⁶ για την περίοδο 18/08/03 – 12/8/04. Ορίσαμε το $N = 10$

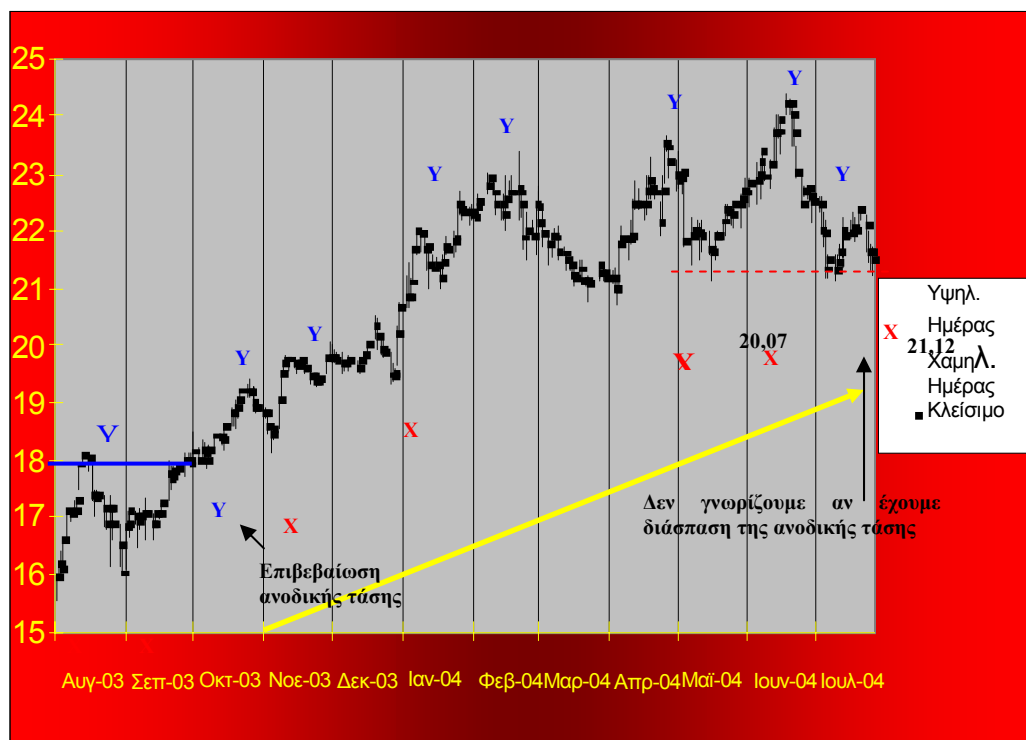
²⁴ Η επιλογή της μετοχής έγινε τυχαία.

²⁵ Την ιστορική συμπεριφορά δηλαδή των τιμών.

²⁶ Η επιλογή της μετοχής έγινε τυχαία.

ημέρες και εντοπίσαμε στην εν λόγω περίοδο 8 «υψηλά» και 7 «χαμηλά». Από τον Αύγουστο του 2003 έως τα τέλη Ιουνίου του 2004 η ανοδική τάση επιβεβαιώνεται σύμφωνα με τον ορισμό τον οποίο δώσαμε. Τόσο τα «υψηλά» όσο και τα «χαμηλά» διασπóνται σε ανοδική κίνηση σχηματίζοντας «ανοδικό σκαλοπάτι». Το πρώτο σημάδι ανοδικής τάσης της τιμής της μετοχής Γερμανός (ΚΟ), είναι ότι το X (χαμηλό) που παρατηρούμε το Σεπτέμβριο του 2003 είναι υψηλότερο από το X του Αυγούστου του 03. Το Y (υψηλό) όμως του Σεπτεμβρίου 03 είναι χαμηλότερο του Y του Αυγούστου, το γεγονός αυτό μας κάνει να μην μπορούμε να εξάγουμε ακόμα το συμπέρασμα για ανοδική τάση στη τιμή της μετοχής. Τον Οκτώβριο επιβεβαιώνεται η ανοδική τάση μέχρι και τα τέλη Ιουνίου, όπως αναφέραμε, αφού το Y του Αυγούστου διασπάται ανοδικά κατά τις αρχές Οκτωβρίου. Στις αρχές Απριλίου βέβαια παρατηρούμε X για τη μετοχή της εταιρίας Γερμανός το οποίο δεν είχε προσεγγίσει η τιμή της μετοχής για περίπου τρεις μήνες («χαμηλό» τριμήνου για τη περίοδο αρχές Ιανουαρίου 2004- αρχές Απριλίου 2004) παρόλα αυτά δεν διασπά το X που εντοπίσαμε στα τέλη Δεκεμβρίου. Η ανοδική τάση λοιπόν παρουσιάζεται επιβεβαιωμένη μέχρι και το Y στα τέλη Ιουνίου. Από το σημείο εκείνο η τιμή της μετοχής που εξετάζουμε διορθώνει απότομα μέχρι τα μέσα Ιουλίου με X το οποίο δεν διασπά το προηγούμενο X που εντοπίσαμε, αλλά με το Y στις αρχές Αυγούστου να είναι σε χαμηλότερο επίπεδο από αυτό στα τέλη Ιουνίου. Στη περίπτωση αυτή δεν μπορούμε να συμπεράνουμε αντιστροφή της τάσης. Σύμφωνα με τα όσα περιγράψαμε για να έχουμε επιβεβαίωση αντιστροφής της ανοδικής τάσης της τιμής της μετοχής που εξετάζουμε θα πρέπει να υπάρξει διάσπαση της τιμής των 20,07 €.

Διάγραμμα 2



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής.

8.4.2 Η κατασκευή της γραμμής τάσης

Αφού προσδιορίσαμε την τάση των τιμών, επόμενο μας βήμα είναι να σχεδιάσουμε αυτή τη τάση στο ακιδωτό διάγραμμα με μία γραμμή, γνωστή στη τεχνική ανάλυση ως γραμμή τάσης (trend line).

Ορίζοντας αρχικά την ανοδική γραμμή τάσης (up trend line), μπορούμε να πούμε ότι είναι μια ευθεία γραμμή που συνδέει μία σειρά από όλο και υψηλότερες κατώτατες ημερήσιες τιμές²⁷. Ο τρόπος που δουλεύουμε για να κατασκευάσουμε την ανοδική γραμμή τάσης αφορά τον εντοπισμό X που εξέχουν αισθητά χαμηλότερα από τα υπόλοιπα κάτω άκρα κατά μήκος μίας σειράς αυξητικών μπαρών (Abraham Andrew 1998). Ο λόγος που επιλέγουμε τα X και όχι τα Y είναι γιατί μας βοηθάει στο να διαπιστώσουμε με καλύτερο τρόπο το σημείο εκείνο της πτώσης των τιμών που θα παραβιάσει αισθητά τη πορεία της τάσης (Appel Gearald 2000).

Στη καθοδική ευθεία τάσης (downtrend line), η ευθεία γραμμή τάσης συνδέει μία σειρά από όλο και χαμηλότερες κορυφές μπαρών. Εδώ εντοπίζουμε κάποια Y που εξέχουν αισθητά υψηλότερα από τα υπόλοιπα πάνω άκρα κατά μήκος μίας σειράς καθοδικών μπαρών και ανάλογα σχεδιάζουμε την καθοδική γραμμή τάσης, ενώνοντας κάποιες εξέχουσες κορυφές (Appel Gearald 2000).

8.4.3 Πρακτική εφαρμογή 4

Στο διάγραμμα 3 απεικονίζεται η πορεία της μετοχής του ΟΠΑΠ (ΚΟ) για την περίοδο 9/9/03 – 6/9/04²⁸. Αρχικά εντοπίσαμε, για $N=10$, 7 Y και 7 X αντίστοιχα, στα οποία εστιάζουμε την ανάλυση μας, χωρίς να σημαίνει ότι δεν εντοπίζονται και άλλα. Για την κατασκευή της γραμμής τάσης ορίσαμε δύο σημεία, το A και B. Ο λόγος που επιλέξαμε τα σημεία A και B έγκειται στο γεγονός ότι παρουσιάζει την τάση με τον πλέον πληρέστερο και σύμφωνο τρόπο με τη θεωρία. Τα σημεία A και B ενώνουν X τα οποία παρουσιάζουν ανοδική τάση, αντίστοιχα αυξητικές παρατηρούνται να είναι και οι κορυφές των Y που στο διάστημα που εξετάζουμε (A-B).

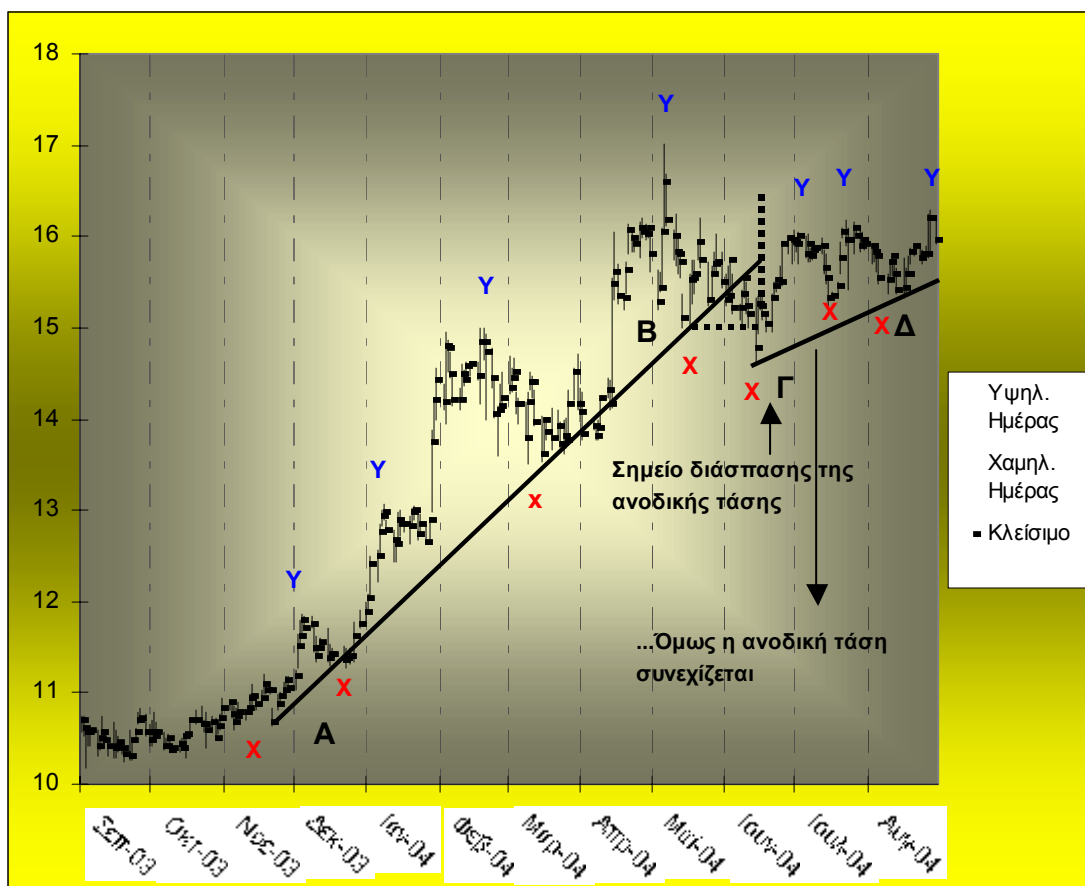
Ένα άλλο σημαντικό σημείο στο διάγραμμα είναι το σημείο διάσπασης της ανοδικής τάσης. Στο σημείο εκείνο παρατηρούμε X μήνα το οποίο βρίσκεται χαμηλότερα από το X του προηγούμενου μήνα. Με αντίστοιχα όλο και χαμηλότερες κορυφές. Όμως η αντιστροφή της ανοδικής τάσης δεν φαίνεται να επαληθεύεται αφού το X του μήνα Ιουλίου βρίσκεται σε επίπεδο υψηλότερο από το X του μήνα Ιουνίου όσο και αντίστοιχα το Y του Ιουλίου βρέθηκε και αυτό σε υψηλότερα επίπεδα. Όπως το ίδιο συνέβη με το X και Y στις αρχές Σεπτεμβρίου. Γι αυτό το σκοπό σχεδιάσαμε μία δεύτερη γραμμή τάσης την ΓΔ, όπου και παρουσιάζονται τα X και Y που αναφέραμε.

²⁷ Τα λεγόμενα «χαμηλά» (X) που ορίσαμε σε προηγούμενο κομμάτι.

²⁸ Τόσο η επιλογή της μετοχής όσο και η εξεταζόμενη χρονική περίοδος επιλέχθηκαν τυχαία.

Βλέπουμε λοιπόν το πόσο ρευστή έννοια είναι η γραμμή ή οι γραμμές τάσεις για την εξαγωγή συμπερασμάτων γύρω από την κατεύθυνση των τιμών. Επίσης το γεγονός ότι τόσο το N όσο και τα σημεία που ορίσαμε A, B, Γ, Δ είναι υποκειμενικά είναι λόγος για τον οποίο η σημασία της γραμμής τάσης δεν θα πρέπει να υπερεκτιμάται. Η επιστήμη της τεχνικής ανάλυσης λύνει τα προβλήματα που παρουσιάζονται με τους τεχνικούς δείκτες τάσης κυριότεροι των οποίων είναι οι κινητοί μέσοι τους οποίους και θα παρουσιάσουμε στη συνέχεια.

Διάγραμμα 3



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορική.

8.5 Οι βασικοί τεχνικοί δείκτες τάσης

8.5.1 Εισαγωγή

Η τεχνική ανάλυση επιδιώκει να εντοπίζει έγκαιρα την έναρξη της τάσης των τιμών και να εκμεταλλεύεται την τάση αυτή για την επίτευξη κέρδους.

Ιστορικά έχει αποδειχθεί ότι οι πλέον κερδοφόρες αγοραπωλησίες έχουν πραγματοποιηθεί μέσα στη τάση, διότι η κατεύθυνση της τιμής παρουσιάζεται συγκεκριμένη και αρκετά προβλέψιμη όπως υποστηρίζει η τεχνική ανάλυση. Για αυτό το λόγο έχουν αναπτυχθεί ειδικοί δείκτες τάσης που δείχνουν:

- A. Το ξεκίνημα μίας νέας τάσης τιμών
- B. Εάν η τάση πρόκειται να τερματιστεί

Η τεχνική ανάλυση υποστηρίζει ότι μπορούν να καθοριστούν σε αρκετό βαθμό οι παραπάνω δύο παράγοντες και έτσι ουσιαστικά οι διάφορες μετοχές να αγοραστούν «φθηνά» και να πουληθούν υψηλότερα ουτοσώστε να υπάρξει κέρδος (Murphy 1999).

Οι τεχνικοί δείκτες που μετρούν τους δύο παραπάνω παράγοντες και μας δίνουν μια ολοκληρωμένη εικόνα της τάσης των τιμών, ονομάζονται δείκτες τάσης (Trend following indicators). Δηλαδή οι δείκτες αυτή ακολουθούν την τάση και η τεχνική ανάλυση θεωρεί ότι δεν λειτουργούν με το καλύτερο τρόπο όταν η πορεία των τιμών δεν παρουσιάζει κάποια συγκεκριμένη τάση (William F 1998). Στην ανάλυση μας θα παρουσιαστούν οι δύο σημαντικότερη δείκτες τάσης, ο κινητός μέσος και τον ταλαντωτή των τιμών. Οι δύο αυτοί δείκτες θα αποτελέσουν βασικό εργαλείο στην ανάλυση μας στη συμπεριφορά του Ομίλου Τιτάν στο τρίτο μέρος της εργασίας μας.

Η ανάλυση του κινητού μέσου θα πραγματοποιηθεί τόσο σε θεωρητικό επίπεδο όσο και πρακτικό ενώ ο ταλαντωτής των τιμών θα αναλυθεί στο παρόν μέρος σε θεωρητική μόνο βάση ενώ θα τον δούμε εκτεταμένα στο τρίτο μέρος ως το βασικό εργαλείο σήματος αγορών και πωλήσεων της μετοχής Τιτάν (ΚΟ)

8.5.2 Ο κινητός μέσος

Ο δημοφιλέστερος δείκτης τάσης τιμών σύμφωνα με τους αναλυτές, είναι ο κινητός μέσος. Με το κινητό μέσο καταφέρνουμε να απαλείψουμε τις έντονες καθημερινές διακυμάνσεις της τιμής της μετοχής και παράλληλα να μην μας παρουσιάζονται τα προβλήματα που προκύπτουν από την κατασκευή των γραμμών τάσης.

Ο κινητός μέσος, είναι ο μέσος όρος της τιμής των προηγούμενων χ ημερών, όπου χ τον επιλέγουμε υποκειμενικά. Η τιμή που επιλέγουμε μπορεί να είναι η τιμή ανοίγματος, κλεισίματος, υψηλότερη ημέρας ή χαμηλότερη. Τις περισσότερες φορές χρησιμοποιείται η τιμή κλεισίματος της μετοχής που ουσιαστικά μας δείχνει που ισορρόπησε η αγορά στο τέλος κάθε συνεδρίασης (Appel Gearald 2000).

Για παράδειγμα ο κινητός μέσος των 30 ημερών είναι ένα κλάσμα που έχει για αριθμητή το άθροισμα των τιμών κλεισίματος των τελευταίων 30 ημερών και για παρονομαστή το πλήθος των δεδομένων μας.

Ο κινητός μέσος είναι ένας δείκτης με μεγάλη χρονική υστέρηση στις τιμές του (time lag). Αυτό οφείλεται ότι χρησιμοποιεί, όπως υποδηλώνει και ο τύπος του, τιμές

από το παρελθόν. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των ημερών στο ΚΜ, τόσο πιο μεγάλη η χρονική υστέρηση, σε σχέση με την κίνηση της τιμής.

Ο κινητός μέσος μπορεί να είναι χαμηλότερος, ίσος ή υψηλότερος από τη τιμή κλεισίματος της μετοχής, ανάλογα με την κατεύθυνση της τάσης της τιμής. Όταν η τιμή έχει ανοδική τάση ο ΚΜ πραγματοποιεί ανάλογη άνοδο ακολουθώντας τη τάση και αντίστροφα. Όταν η τάση παρουσιάζεται να είναι ακαθόριστη ο ΚΜ παρουσιάζεται μια ευθεία παράλληλη με τον άξονα των x .

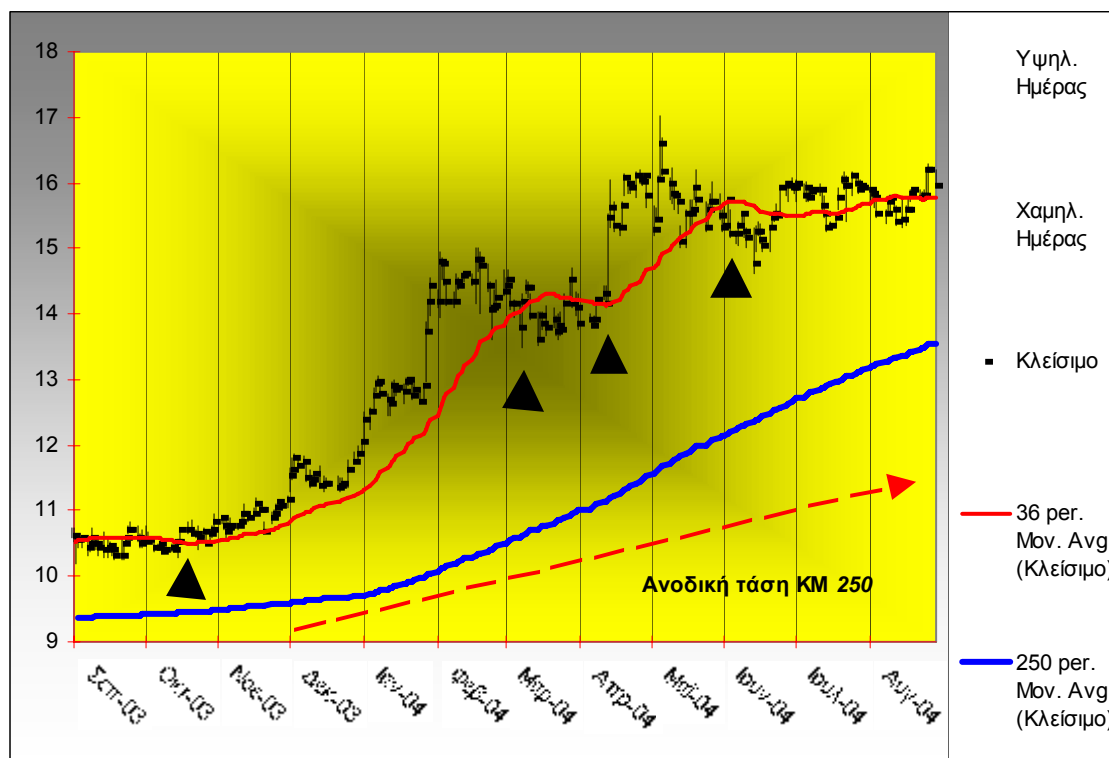
Στην ανοδική τάση, ο ΚΜ κάθε μέρας είναι χαμηλότερος από την αντίστοιχη τιμή κλεισίματος, καθώς το ειδικό βάρος των περασμένων τιμών κλεισίματος είναι μεγάλο στον υπολογισμό του και αυτές οι τιμές είναι μικρότερες από τη σημερινή. Στην καθοδική τάση της τιμής της μετοχής, ο ΚΜ είναι πτωτικός και μεγαλύτερος από την τιμή κλεισίματος της εκάστοτε ημέρας. Επομένως όταν η πτωτική τάση της τιμής αντιστραφεί σε ανοδική, η τιμή θα βρεθεί πάνω από τον ΚΜ. Δηλαδή η τιμή κλεισίματος θα διασπάσει τον ΚΜ ανοδικά και θα τον ξεπεράσει στο ξεκίνημα μιας ανοδικής τάσης και το αντίθετο συμβαίνει από αντιστροφή της τάσης από ανοδική σε πτωτική (Appel Gearald 2000).

Από τα όσα αναφέραμε διαπιστώνουμε τα εξής:

- A. Η ανοδική διάσπαση του ΚΜ από την τιμή κλεισίματος σηματοδοτεί έναρξη ανοδικής τάσης. Στην περίπτωση ανοδικής τάσης, ο ΚΜ παρέχει στήριξη στην τιμή όταν αυτή επιχειρεί να κάνει διορθωτικές πτώσεις.
- B. Η πτωτική διάσπαση του ΚΜ από την τιμή κλεισίματος σηματοδοτεί έναρξη πτωτικής τάσης. Στη πτωτική τάση, ο ΚΜ παρέχει το επίπεδο αντίστασης της τιμής, σε κάθε περίπτωση ανοδικής αντίδρασης της.
- Γ. Η μεταβολή της κλίσης του ΚΜ επιβεβαιώνει την αναστροφή της τάσης. Δηλαδή, όταν ένας ανοδικός ΚΜ αντιστρέφεται και αποκτά αρνητική κλίση, επιβεβαιώνει το γεγονός πως η προϋπάρχουσα ανοδική τάση έχει αντιστραφεί σε πτωτική.
- Δ. Ο ΚΜ δεν προβλέπει την τάση, απλά την ακολουθεί. Πρόκειται για ένα είδος «κινητής» γραμμής τάσης.
- E. Όσο μεγαλύτερος ο αριθμός των ημερών στο ΚΜ, τόσο πιο μακροχρόνια είναι η τάση που αναλύει και τόσο πιο αξιόπιστα είναι τα σήματα αγοραπωλησιών που δίνει.

8.5.3 Πρακτική εφαρμογή 5

Διάγραμμα 4



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορική.

Στο διάγραμμα 4 απεικονίζεται ο κινητός μέσος 36 ημερών (κόκκινη γραμμή) και ο κινητός μέσος 250 ημερών (μπλε γραμμή) της πορείας της μετοχής του ΟΠΑΠ (ΚΟ) για την περίοδο 9/9/03 – 6/9/04. Τόσο οι 36 ημέρες όσο και οι 250 ημέρες είναι αριθμοί που οι αναλυτές χρησιμοποιούν συχνά ως μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο διάστημα ανάλυσης.

Οι δείκτες υπολογίστηκαν με βάση τις τιμές κλεισίματος και απεικονίζουν την μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη τάση. Η τιμή της μετοχής σημείωσε μεγάλη άνοδο, έχοντας έντονα ανοδική τάση από τα μέσα Οκτωβρίου του 2003. Στο πρώτο μαύρο τρίγωνο που έχουμε σημειώσει στο ακιδωτό διάγραμμα ο ΚΜ 36 ημερών διασπάστηκε ανοδικά από την τιμή κλεισίματος από τα μέσα Οκτωβρίου, υποδηλώνοντας πως μια νέα έντονα ανοδική τάση είχε ξεκινήσει. Στη συνέχεια και για ένα χρονικό διάστημα περίπου τεσσάρων μηνών οι τιμές διατηρήθηκαν σταθερά πάνω από τον ΚΜ₃₆ και η κλίση του εν λόγω δείκτη ήταν διαρκώς θετική. Το σήμα τερματισμού της τάσης αυτής ήρθε περί των αρχών Μαρτίου όπου ο ΚΜ₃₆ διασπάστηκε πτωτικά (δεύτερο τρίγωνο) με τις τιμές να παραμένουν κάτω από τον εν λόγω δείκτη για περίπου ένα μήνα. Το σημάδι αυτό για αντιστροφή της τάσης δεν επιβεβαιώθηκε, αφού και πάλι οι τιμές

διέσπασαν ανοδικά τον ΚΜ₃₆ στα μέσα Απριλίου (τρίτο τρίγωνο). Η ανοδική τάση συνεχίστηκε για περίπου 1½ μήνα όπου και τερματίστηκε. Τονίζουμε «τερματίστηκε» και όχι αντιστράφηκε. Από το σημείο εκείνο και έπειτα ο ΚΜ₃₆ βρίσκεται ουσιαστικά σε παράλληλη πορεία με τον άξονα των χ.

Ο κινητός μέσος των 250 ημερών φαίνεται σταθερά ανοδικός από τις αρχές μέχρι τις μέρες μας. Από τον Ιανουάριο του 2004 παρουσιάζεται μάλιστα με έντονη κλίση προς τα πάνω, γεγονός που επιβεβαιώνει τις μεγάλες υπεραξίες που απέδωσε στους μετόχους της η εταιρία ΟΠΑΠ.

8.5.4 Ο ταλαντωτής των τιμών

Ο ταλαντωτής των τιμών (Price Oscillator) αποτελείται από την ποσοστιαία διαφορά ενός απλού βραχυχρόνιου κινητού μέσου και ενός απλού μεσοπρόθεσμου κινητού μέσου. Ο βραχυπρόθεσμος κινητός μέσος μπορεί να πάρει τιμές μεταξύ 5 και 21 ημερών και ο μεσοπρόθεσμος από 60 – 90 ημέρες. Όμως η διαφορά των δύο κινητών μέσων δεν χρησιμοποιείται από μόνη της αλλά σε συνδυασμό με τον απλό κινητό της μέσο που παίρνει τιμές από 45 έως και 60 ημέρες (Chande Tushar 1994).

Από τον εν λόγω δείκτη μπορούμε να έχουμε δύο βασικά σήματα αγοράς και πώλησης μετοχών:

- A. Μόλις ο ταλαντωτής των τιμών διασπάσει ανοδικά το κινητό του μέσο έχουμε σήμα αγοράς της μετοχής.
- B. Όταν ο ταλαντωτής διασπάσει καθοδικά τον κινητό του μέσο μας δίνει σήμα πώλησης της μετοχής

Στη πράξη όπως και στη βιβλιογραφία της τεχνικής ανάλυσης έχει καθιερωθεί να χρησιμοποιείται για το βραχυχρόνιο κινητό μέσο ο αριθμός των 5 ημερών, ενώ για το μεσοπρόθεσμο 60 ημέρες και τέλος για τον κινητό του μέσο οι 45 ημέρες. Ο εν λόγω ταλαντωτής τιμών υπολογίζεται με βάση τον ακόλουθο τύπο:

$$Pr.Osc.5-60=(KM5-KM60/KM60)*100.$$

Ο ταλαντωτής Pr.Osc.5-60 εκφράζεται ως ποσοστό επί της εκατό και ουσιαστικά κινείται γύρω από το επίπεδο του μηδενός. Ο ταλαντωτής τιμών έχει σταθερό χρονικό ορίζοντα και θεωρείται πιο μακροχρόνιος και λιγότερο ευαίσθητος από τους άλλους δείκτες, ως προς τις απότομες μεταβολές των τιμών. Εμπειρικές μελέτες γύρω από τον εν λόγω δείκτη έχουν δείξει ότι δίνει λίγα αλλά ακριβή σήματα αγοραπωλησίας μετοχών αλλά όπως νωρίτερα αναφέραμε λειτουργούν πιο αξιόπιστα σε περίοδο τάσης των τιμών παρά σε ατασικές ή πλευρικές κινήσεις αυτών (Chande Tushar 1994, Achelis Steven 1995, Murphy 1999).

Τα σήματα που δίνει ο ταλαντωτής των τιμών δεν θα πρέπει να αποτελεί πανάκια για τον αναλυτή αγοράς ή πώλησης μετοχών αφού αυτό θα καθοριστεί κατά κύριο λόγο από την επενδυτική του φιλοσοφία και στρατηγική.

8.6 Συμπεράσματα 8^{ου} κεφαλαίου

Στο παρόν κεφάλαιο ορίσαμε και εξετάσαμε τη τάση των τιμών, σχεδιάσαμε τη γραμμή τάσης της τιμής της μετοχής του ΟΠΑΠ (ΚΟ) καθώς επίσης κάναμε χρήση των κινητών μέσων. Τέλος είδαμε σε καθαρά θεωρητικό επίπεδο τον ταλαντωτή των τιμών, ο οποίος στο τρίτο μέρος της παρούσης εργασίας θα αποτελέσει ένα από τα βασικά εργαλεία μας.

Το πρώτο συμπέρασμα το οποίο βγάζουμε είναι η σημασία της επιλογής της χρονικής περιόδου που εξετάζουμε. Έγινε σαφές ότι διαφορετική χρονική περίοδος οδηγεί σε διαφορετική πιθανότητα τάση και αντίστοιχα σε κατασκευή διαφορετικής γραμμής τάσης. Το ίδιο άλλωστε ισχύει και για τους τεχνικούς δείκτες. Ενώ οι βραχυχρόνιοι κινητοί μέσοι μπορεί να παρουσιάζουν πτωτική τάση, οι μακροχρόνιοι να παρουσιάζουν την τάση ανοδική.

Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο αφορά στον ορισμό της περιόδου N μέσω του οποίου εντοπίζουμε τα X και Y στο ακιδωτό διάγραμμα. Στην ανάλυση μας στο κομμάτι της γραμμής τάσης ακολουθήσαμε την μέθοδο ορισμού του N για τον εντοπισμό των X και Y όπως αυτά ορίζονται στη θεωρία της τεχνικής ανάλυσης. Παρόλα αυτά, σε μερική από τη βιβλιογραφία τα X και Y προσδιορίζονται στα X και Y του κάθε μήνα. Με αυτό το τρόπο μπορεί να εντοπίζεται το X ενός μήνα στις αρχές αυτού και το X του επόμενου μήνα στο τέλος του, χωρίς να διατηρείται το N σταθερό. Το γεγονός αυτό δεν σημαίνει ότι η προσέγγιση είναι λανθασμένη αφού η ίδια η φύση της επιστήμης της τεχνικής ανάλυσης επιτρέπει την υποκειμενική προσέγγιση. Έχοντας ερευνήσει βιβλιογραφικά το θέμα της τάσης των τιμών και τη κατασκευή της γραμμής τάσης παρατηρήσαμε ότι διάφοροι τεχνικοί αναλυτές (Achelis B. Steven, Appel Gerald, Eng F. William κτλ) τονίζουν το υποκειμενικό στοιχείο.

Στη κατασκευή της τελικής ευθείας τάσης των τιμών σε ακιδωτό διάγραμμα της ίδιας χρονικής περιόδου είναι πιθανό να οριστούν περισσότερες της μίας γραμμής τάσης (διαφορετικής κλίσης) χωρίς να καταστρατηγείται η θεωρία. Και εδώ τονίζουμε την υποκειμενική κρίση του αναλυτή.

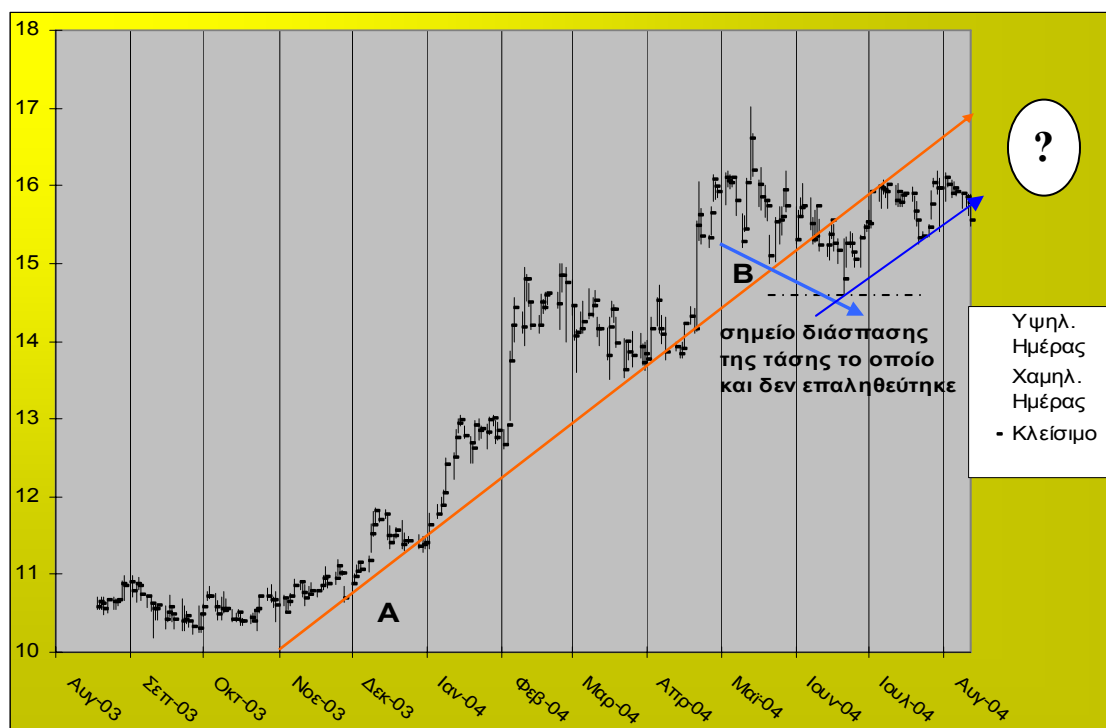
Ένα τρίτο σημείο στο οποίο στεκόμαστε αφορά το γεγονός ότι η τάση της τιμής μιας μετοχής είναι δυνατό να αλλάξει, όπως και η γραμμή στην οποία απεικονίζεται αυτή, με τη πρόσθεση νέων δεδομένων που θα προστίθενται στο ακιδωτό μας διάγραμμα²⁹. Πιο συγκεκριμένα καθώς μία μετοχή με ανοδική ή καθοδική τάση επεκτείνεται με νέα δεδομένα (νέες ημερήσιες μπάρες), η γραμμή τάσης που είχαμε σχεδιάσει στην αρχή πιθανότατα να χρειάζεται να επανασχεδιαστεί, ώστε να προσαρμοστεί στα νέα δεδομένα.

²⁹ Με το κλείσιμο κάθε συνεδρίασης.

Από την ανάλυση της μετοχής του ΟΠΑΠ (ΚΟ) είδαμε ότι ενώ η διάσπαση (penetration) μίας γραμμής τάσης της μετοχής μπορεί και μας δίνει ένα πρώτο σημάδι για τον τερματισμό ή την ανατροπή της τάσης, ενδέχεται η εξέλιξη αυτή της τιμής να απαιτεί απλώς τον επανασχεδιασμό της γραμμής τάσης. Διάσπαση της γραμμής τάσης δε σημαίνει αναγκαστικά και την ανατροπή της τάσης, αλλά μπορεί να σημαίνει και συνέχιση της τάσης. Βέβαια συνέχιση της τάσης νοείται με κάποια αλλαγή της γωνίας κλίσης της, αλλά ταυτόχρονα διατήρηση της γενικής κατεύθυνσης των τιμών, ανοδικής ή καθοδικής.

Μία πολύ σημαντική παρατήρηση αναφορικά με τη τάση των τιμών και του τρόπου που αυτές απεικονίζονται, είναι ότι δεν αποτελεί ασφαλές μέσο πρόβλεψης για το μέλλον. Εξαιτίας αυτού τονίζουμε και πάλι πως οι γραμμές τάσεις μας δείχνουν την κατεύθυνση που ακολούθησαν οι τιμές μέχρι σήμερα, την ιστορική πορεία της μετοχής που μελετάμε, και όχι μια πρόβλεψη για το μέλλον. Αυτό απεικονίζουμε και στο διάγραμμα 4³⁰.

Διάγραμμα 5



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορική

Στην εισαγωγή του τμήματος των τεχνικών δεικτών τάσης παρουσιάσαμε τον πλέον σημαντικό δείκτη, τον κινητό μέσο, τονίσαμε πως ο δείκτης αυτός στην ουσία ακολουθεί τη τάση και δεν μπορεί να αποτελέσει βασικό προβλεπτικό εργαλείο. Η τεχνική ανάλυση θεωρεί τον εν λόγω δείκτη ως πρωταρχικής σημασίας, στις αρχές του οποίου στηρίζονται οι περισσότεροι εάν όχι όλοι οι τεχνικοί δείκτες τάσης. Όπως

³⁰ Το διάγραμμα 4 είναι ουσιαστικά το διάγραμμα 3 με κάποιες προσθήκες.

είδαμε ο κινητός μέσος είναι ο αριθμητικός μέσος των τιμών και χρησιμοποιείται από την τεχνική ανάλυση ως ένα εργαλείο που δίνει κατά την γνώμη των τεχνικών αναλυτών έγκαιρα «σημάδια» έναρξης και λήξης της τάσης των τιμών. Είδαμε ότι σύμφωνα πάντα με τη θεωρία της τεχνικής ανάλυσης η ανοδική διάσπαση του ΚΜ από τη τιμή κλεισίματος σηματοδοτεί έναρξη ανοδικής τάσης και το αντίθετο συμβαίνει κατά την καθοδική του διάσπαση. Στην προσπάθεια μας να αναλύσουμε και να εξετάσουμε τη φιλοσοφία γύρω από τα «σήματα», τα οποία σύμφωνα πάντα με τη θεωρία της τεχνικής ανάλυσης παρέχουν οι διασπάσεις του κινητού μέσου, αυτό που παρατηρήσαμε στην εξέταση της μετοχής του ΟΠΑΠ είναι ότι πράγματι ο ΚΜ36 έδωσε έγκαιρα και έγκυρα σημάδια στην αρχή της ανοδικής τάσης της μετοχής. Όταν και ο κινητός μέσος των 250 ημερών είχε αλλάξει κλίση, η τάση είχε επιβεβαιωθεί. Αντίστοιχα τα σημάδια του κινητού μέσου σε περίοδο πλάγιων κινήσεων της μετοχής δείχνουν ανεπάρκεια στην όποια περαιτέρω πορεία της μετοχής.

Τα όσα αναφέραμε προηγουμένως μας οδηγούν στη διαπίστωση του γεγονότος ότι η έννοια της τάσης είναι ιδιαίτερα ρευστή και εξαρτάται κατά πολύ από τη κρίση και την εμπειρία του αναλυτή. Το υποκειμενικό στοιχείο στη τεχνική ανάλυση είναι κυρίαρχο, εξαιτίας του γεγονότος αυτού η εν λόγω μέθοδος ανάλυσης έχει δριμύτητα επικριθεί από πολλούς ακαδημαϊκούς.

Άποψη μας είναι παρόλα αυτά ότι ο εντοπισμός των X και Y, η γραμμή τάσης και οι κινητοί μέσοι αποτελούν πολύ χρήσιμα εργαλεία στην επεξεργασία των τιμών των μετοχών. Τα σημάδια τα οποία παρέχουν οι κινητοί μέσοι ιδιαίτερα σε περιόδους που η τάση της πορείας των τιμών παρουσιάζεται ιδιαίτερα έντονη δεν θα πρέπει να παραβλέπονται αλλά ούτε και να αποτελούν «πανάκια» για τον αναλυτή.

Κλείνοντας τονίζουμε για άλλη μια φορά πως τόσο ο κινητός μέσος όσο και ο ταλαντωτής των τιμών παρουσιάζει ιδιαίτερα προβλήματα όταν οι τιμές των μετοχών παρουσιάζονται να ακολουθούν πλευρικές κινήσεις.

Κεφάλαιο 9

Ζώνη συναλλαγών, επίπεδα στήριξης και αντίστασης

9.1 Η ζώνη των συναλλαγών, ορισμός και έννοια.

Στο προηγούμενο κεφάλαιο αναλύσαμε τη περίπτωση εκείνη που οι τιμές των μετοχών ακολουθούν μία συγκεκριμένη κατεύθυνση . Πολλές μετοχές όμως και για εύλογα χρονικά διαστήματα, ακολουθούν μία πλάγια κατεύθυνση κίνησης που ονομάζεται ζώνη συναλλαγών (trading range).

Η ζώνη συναλλαγών έχει τη μορφή οριζόντιου «διαδρόμου» εντός του οποίου γίνονται πλάγιες διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών. Οι διακυμάνσεις αυτές εννοείται ότι δεν ξεφεύγουν από τα όρια του «διαδρόμου» (Appel Gearald 2000).

Η σημασία της ζώνης συναλλαγών έγκειται στο γεγονός ότι οι τιμές δεν έχουν τάση, παρουσιάζονται να είναι «εγκλωβισμένες μέσα στα όρια του διαδρόμου» με τους αγοραστές και πωλητές να βρίσκονται σε μια περίοδο ισορροπίας.

9.1.1 Πρακτική εφαρμογή 5

Στο διάγραμμα 5 παρουσιάζεται η πορεία της τιμής της μετοχής του ΟΤΕ (ΚΟ) για τη χρονική περίοδο από 1/9/99 – 13/8/04, με την χρήση εβδομαδιαίων μαπαρών.

Από την τρίτη ουσιαστικά εβδομάδα του Σεπτεμβρίου του 2002 μέχρι τη δεύτερη εβδομάδα του Αυγούστου του 2004 η μετοχή του ΟΤΕ (ΚΟ) κινήθηκε σε ένα εύρος τιμών μεταξύ 8,32 € X και 12,84 Y, οι οποίες για την εν λόγω περίοδο δεν επαναλήφθηκαν.

Για την απεικόνιση της ζώνης συναλλαγών που αναφέραμε έχουμε προσθέσει στο διάγραμμα 5 δύο οριζόντιες γραμμές που δείχνουν καθαρά τα όρια της ζώνης. Την άνω ευθεία γραμμή τη σχεδιάσαμε με βάση το Y της περιόδου από τα τέλη Σεπτεμβρίου του 2002 μέχρι τα μέσα Αυγούστου του 2004. Αντίστοιχα την κάτω ευθεία γραμμή τη σχεδιάσαμε με βάση το X της εν λόγω περιόδου. Μέσα στο διάδρομο που οριοθετήσαμε από τις δύο οριζόντιες γραμμές που σχεδιάσαμε, η τιμή της μετοχής του ΟΤΕ (ΚΟ) πραγματοποιεί διακυμάνσεις που τείνουν να πλησιάζουν τα τοιχώματα του διαδρόμου, με τη γενική κατεύθυνση να είναι απλώς οριζόντια³¹. Μέσα στη ζώνη των συναλλαγών δεν μπορούμε να διακρίνουμε μία ξεκάθαρη τάση στη τιμή της

³¹ Η πλευρική όπως αποκαλείται από μέρος της βιβλιογραφίας.

μετοχής. Εάν βρίσκουμε τάση στη τιμή, ανοδική ή καθοδική, θα καταργούσαμε αυτομάτως τη ζώνη των συναλλαγών.

Το εντυπωσιακό συμπέρασμα της παραπάνω ανάλυσης είναι ότι επειδή η ζώνη συναλλαγών της μετοχής του ΟΤΕ (ΚΟ) έχει μία περίοδο κοντά στα δύο χρόνια, με την τιμή της μετοχής να μην διασπά κάποια «πλευρά του διαδρόμου», με την συντριπτική μάλιστα συχνότητα των τιμών να κυμαίνεται μεταξύ 9-11,5 €, να θεωρήσουμε, σύμφωνα με τις αρχές της τεχνικής ανάλυσης, το άνω σύνορο του διαδρόμου ως ένα ψυχολογικό επίπεδο αντίστασης της τιμής και ανάλογα το κάτω μέρος ως ένα ψυχολογικό επίπεδο στήριξης της τιμής.

Διάγραμμα 5



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

9.2 Η διάσπαση της ζώνης των συναλλαγών

Η διάσπασή της ζώνης των συναλλαγών μίας μετοχής αποτελεί συχνό φαινόμενο, γεγονός το οποίο απαιτεί ιδιαίτερη προσοχή από τον αναλυτή στο να προσδιορίσει εάν η διάσπαση είναι πραγματική ή αποτελεί μια μεμονωμένη ακραία συμπεριφορά της τιμής, μετά από την οποία η τιμή επιστρέφει και πάλι μέσα στα όρια της ζώνης (Pring Martin 1991). Υπάρχουν ορισμένοι παράγοντες που ενισχύουν τη σημασία και την αξιοπιστία μίας διάσπασης, οι οποίοι παρουσιάζονται ευθύς αμέσως.

Ο πρώτος παράγοντας αναφέρεται στο χρονικό ορίζοντα. Όσο πιο μακροχρόνια είναι η ζώνη των συναλλαγών τόσο πιο αξιόπιστη είναι η διάσπαση της. Αυτό συμβαίνει διότι όσο περνάει ο χρόνος η ζώνη των συναλλαγών παγιώνεται και τα επίπεδα στήριξης και αντίστασης γίνονται πιο αξιόπιστα (Murphy 1999). Στη πρακτική εφαρμογή 5 είδαμε τη πορεία της μετοχής του ΟΤΕ (ΚΟ) και μία ζώνη συναλλαγών η οποία κρατά περίπου δύο χρόνια. Το επίπεδο 8,32 στήριξης μπορεί να χαρακτηριστεί αξιόπιστο και μία διάσπαση του να σηματοδοτήσει μία πιθανολογούμενη πτωτική τάση. Το γεγονός ότι η τιμή είναι ακραία και μάλιστα δεν προσεγγίστηκε στο διάστημα των δύο ετών, ισχυροποιεί τη διαπίστωση ότι διάσπαση αυτού του επιπέδου μπορεί να σηματοδοτήσει μία επικείμενη πτωτική τάση. Τα αντίστροφα ισχύουν στο επίπεδο αντίστασης των 12,84.

Ο δεύτερος παράγοντας αφορά στη «στενότητα» της ζώνης συναλλαγών. Δηλαδή του εύρους τιμών που έχει δώσει ο αναλυτής. Όσο πιο «στενή» είναι η ζώνη των συναλλαγών, τόσο πιο αξιόπιστο σήμα μας δίνει η διάσπαση της (Achelis Steven 1995). Στην ανάλυση μας στη πρακτική εφαρμογή 5 δώσαμε ένα εύρος τιμών της τάξης των 4,52 €. Στο σημείο αυτό τονίζουμε την αντίστροφη σχέση αξιοπιστίας που υπάρχει μεταξύ εύρους τιμών και χρονικού ορίζοντα συναλλαγών.

Τρίτον και σημαντικότερον, για να είναι αξιόπιστη η διάσπαση θα πρέπει να επιβεβαιωθεί με κάποια κριτήρια τα οποία θέτει ο αναλυτής (Achelis Steven 1995). Την ημέρα που η μπάρα θα διασπά κάποιο από τα όρια των συναλλαγών που έχει θέσει, δεν θα πρέπει να βιαστεί στη εξαγωγή του συμπεράσματος ότι η ζώνη τιμών τερματίστηκε, έστω και εάν αυτή είναι μακροχρόνια και στενού εύρους. Συνηθίζεται οι αναλυτές να ορίζουν κάποιες προαπαιτούμενες συνθήκες επιβεβαίωσης όπως:

- Η διάσπαση του ορίου ζώνης να ξεπερνά κάποιο ελάχιστο ποσοστό. Για παράδειγμα στη πρακτική εφαρμογή 5 η τιμή κλεισίματος να είναι υψηλότερη του άνω ορίου της ζώνης κατά 10 % και του κάτω ορίου χαμηλότερο κατά 5 %. Τα ποσοστά αυτά είναι υποκειμενικά. Ο λόγος που θέσαμε μικρότερο ποσοστό στο κάτω άκρος αφορά αφενός το γεγονός ότι είχαμε συγκριτικά πολύ μεγαλύτερη συχνότητα τιμών που προσέγγιζαν το επίπεδο αντίστασης σε σχέση με το επίπεδο στήριξης και αφετέρου τα απογοητευτικά αποτελέσματα του ΟΤΕ (ΚΟ) κατά το πρώτο εξάμηνο του 2004, που η επικείμενη συνέχιση τους είναι πιθανό να οδηγήσει σε πίεση των τιμών³².
- Η διάσπαση να διαρκέσει ορισμένες μέρες προτού επιβεβαιωθεί η εγκυρότητα της.

Όπως καταλαβαίνουμε ο προσδιορισμός όλων αυτών των συνθηκών είναι τελειώς υποκειμενικός και καθορίζεται κατά κύριο λόγο από τον αναλυτή.

³² Στο σημείο αυτό αναφέρουμε το πόσο σημαντικό εργαλείο μπορεί να γίνει για τον αναλυτή ο συνδυασμός Θεμελιώδους και Τεχνικής ανάλυσης στην εξαγωγή συμπερασμάτων.

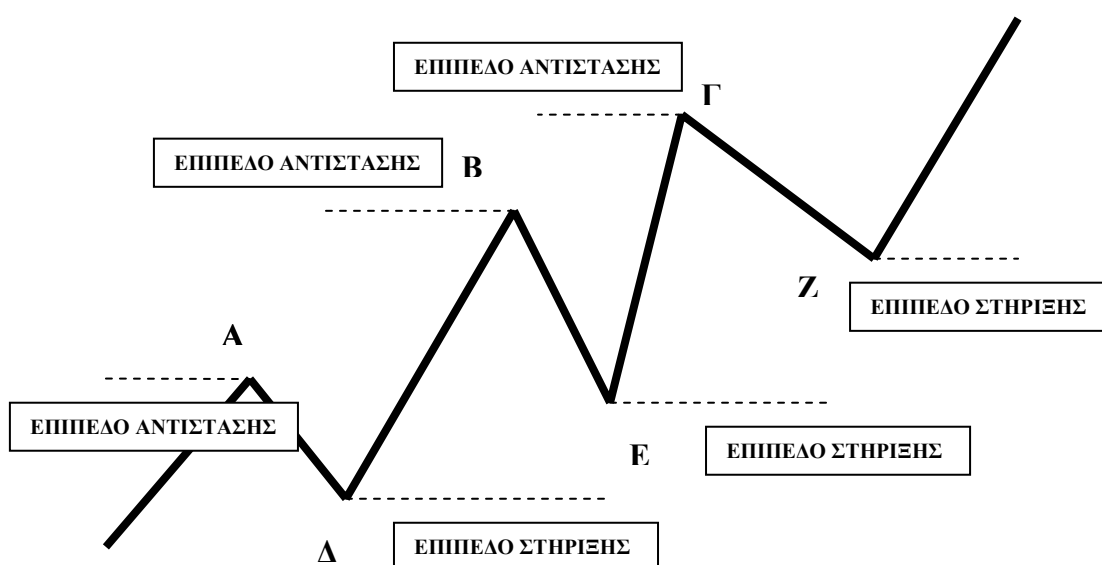
9.3 Όρια ζώνης, επίπεδα στήριξης και αντίστασης μέσα στη τάση.

Εφόσον παρατηρηθεί μία πραγματική διάσπαση της ζώνης συναλλαγών, δηλαδή η τιμή δεν επιστρέφει μέσα στα όρια της ζώνης, οι ρόλοι των άνω και κάτω ορίων της παρελθούσας πλέον ζώνης δεν καταργούνται, αλλά συνεχίζουν να έχουν σημασία με τη μόνη διαφορά ότι οι ρόλοι αυτοί αντιστρέφονται (Murphy 1999).

Επίπεδα στήριξης, αντίστασης και ζώνης συναλλαγών μπορούμε να εντοπίσουμε και μέσα στη τάση (ανοδική ή καθοδική) της τιμής της μετοχής.

Τα όσα αναφέρουμε γίνονται καλύτερα αντιληπτά στο σχήμα 2 που ακολουθεί.

Σχήμα 3



Πηγή δεδομένων Technical Analysis From A-Z Achelis Steven B.

Παρατηρώντας το σχήμα 2, στο οποίο έχουμε μία ανοδική τάση, η χαμηλότερη κορυφή Α διαδέχεται την υψηλότερη κορυφή Β και έπεται μία ακόμα υψηλότερη κορυφή Γ. Τα αντίστοιχα ισχύουν και στις κοιλάδες Δ, Ε, Ζ. Βλέπουμε ότι κάθε κορυφή ορίζει μία περιοχή αντίστασης των τιμών και κάθε κοιλάδα μία περιοχή στήριξης.

Ορίζοντας αρχικά το επίπεδο το στήριξης, μπορούμε να πούμε ότι είναι μία περιοχή στην οποία το αγοραστικό ενδιαφέρον είναι σαφώς μεγαλύτερο από την πίεση των ρευστοποιήσεων από πωλήσεις και έτσι η τιμή παρουσιάζει επιστροφή προς τα πάνω.

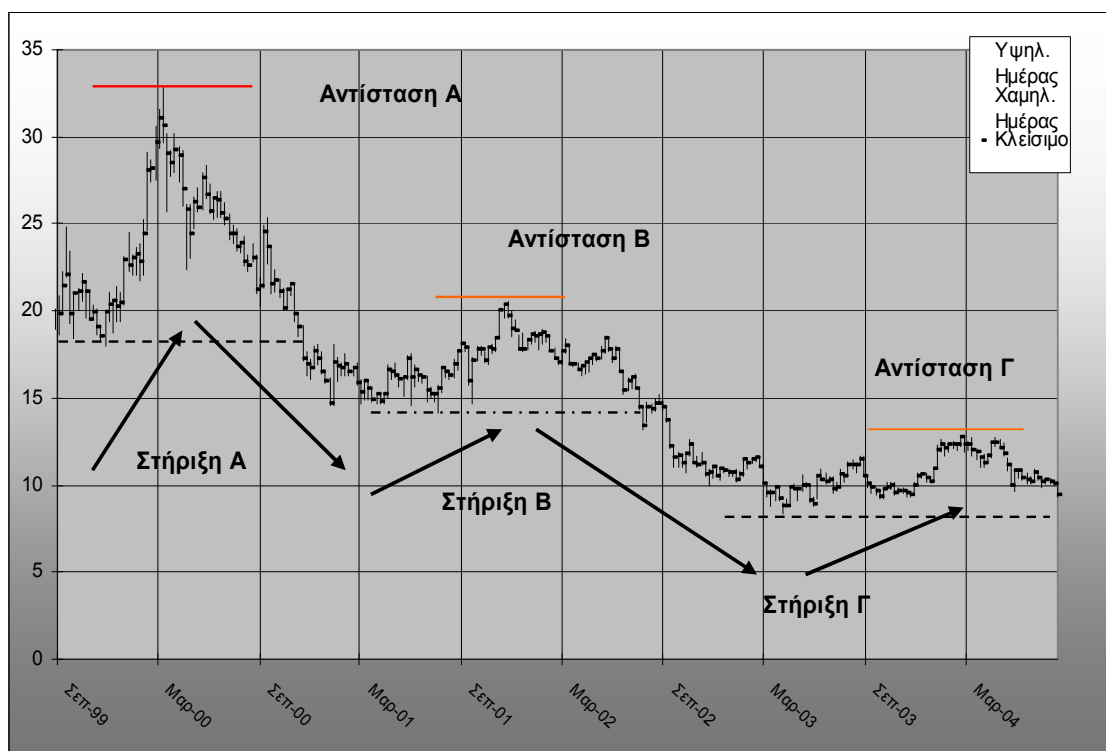
Στο επίπεδο αντίστασης η προσφορά είναι τόσο μεγάλη που υπερिσχύει έναντι του αγοραστικού ενδιαφέροντος και η τιμή επιστρέφει προς τα κάτω (Murphy 1999).

Από το σχήμα 2 βλέπουμε επίσης ότι μπορούμε να ορίσουμε τόσες ζώνες συναλλαγών όσες και τα ζεύγη των επιπέδων αντίστασης και στήριξης. Στην ανοδική τάση αυτές οι ζώνες συναλλαγών δημιουργούν ένα «ανοδικό σκαλοπάτι» και αντίστοιχα στη καθοδική τάση δημιουργείται ένα «καθοδικό σκαλοπάτι». Αυτό το φαινόμενο είναι η αποκαλούμενη στην επιστήμη της τεχνικής ανάλυσης, ζώνη συναλλαγών μέσα στη τάση.

Στη πρακτική εφαρμογή 6, θα δούμε πως λειτουργούν τα όσα αναφέραμε στη πράξη.

9.4 Πρακτική εφαρμογή 6

Διάγραμμα 7



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

Στο διάγραμμα 7 παρατηρούμε τη πορεία της τιμής της μετοχής του ΟΤΕ (ΚΟ) για τη περίοδο 1/9/99 – 13/8/04 (περίπου 5 έτη). Στη περίοδο αυτή, εντοπίσαμε 3 μακροχρόνια επίπεδα αντίστασης και 3 μακροχρόνια επίπεδα στήριξης.

Η πρώτη παρατήρηση που μπορούμε να κάνουμε αφορά το γεγονός ότι τα επίπεδα στήριξης και αντίστασης χαμηλώνουν σταδιακά ακολουθώντας την κεντρική

αρνητική κατεύθυνση της τάσης. Ουσιαστικά δημιουργείται το σχήμα 2 που σχεδιάσαμε νωρίτερα αλλά σε αρνητική τάση.

Ένα δεύτερο σημείο στο οποίο στρέφουμε την ανάλυση μας, αφορά τη χρονική διάρκεια αντοχής των επιπέδων στήριξης. Αρχικά το επίπεδο στήριξης Α (17,96 €), το οποίο αποτελεί ουσιαστικά Χ για 1 1/2 χρόνο, διασπάται στις 17/11/00. Για αυτή τη χρονική περίοδο, τόσο η ανοδική όσο και η καθοδική τάση παρουσιάζεται με έντονο τρόπο. Το καινούριο σημείο στήριξης Β (14,14 €) θα αντέξει και αυτό για 1 1/2 χρόνο. Η διάσπαση του πραγματοποιείται στις 26/7/2002. Το τελευταίο σημείο στήριξης Γ του διαγράμματος, το οποίο αποτελεί και το Χ (8,32 €) της πενταετίας, δεν έχει διασπαστεί μέχρι τις μέρες μας.

Μία ακόμη σημαντική διαπίστωση, αφορά την αλλαγή των ρόλων των επιπέδων στήριξης και αντίστασης μέσα στη τάση (καθοδική στη περίπτωση μας. Από το διάγραμμα 7 βλέπουμε καθαρά ότι όσο η καθοδική τάση συνεχίστηκε, οι διάφορες διαδοχικές κοιλότητες και κορυφές των τιμών της μετοχής ανατρέπουν τους ρόλους τους. Αυτό συνέβη, με μικρή απόκλιση, στο επίπεδο στήριξης Β όπου και μετατράπηκε στη συνέχεια σε επίπεδο στήριξης. Επομένως οι ρόλοι των δύο αυτών κοιλοτήτων θα πρέπει να ληφθούν σοβαρά υπόψη κατά την εξέλιξη της μακροχρόνιας τάσης της μετοχής του ΟΤΕ (ΚΟ).

Συμπερασματικά κατά τη διάρκεια της εν λόγω πενταετίας εντοπίσαμε τρεις περιόδους έντονης τάσης ενώ κατά τη γνώμη μας η μακροχρόνια τάση κρίνεται ως πτωτική. Η πρώτη περίοδος εντοπίζεται το εξάμηνο Σεπτεμβρίου 99 – Μάρτιο 2000, με τη τάση να χαρακτηρίζεται έντονα ανοδική. Η τιμή της μετοχής βρέθηκε από τα 17,96 € στα 32,81 €. Στη συνέχεια, δεύτερη περίοδος Μάρτιος 2000 - Ιανουάριος 2001, με τη τάση έντονα πτωτική η τιμή της μετοχής υποχώρησε στα 14,64 €. Τέλος η τρίτη χρονική περίοδος έντονης καθοδικής τάσης εντοπίζεται από το Υ 18,38 € στις 17/05/2002 μέχρι το Χ 8,32 € στις 4/4/03.

Πριν κλείσουμε την ανάλυση μας θα θέλαμε να αναφερθούμε σε μία παρατήρηση την οποία κάνει η επιστήμη της τεχνικής ανάλυσης αναφορικά με την αποτυχία διάσπαση ενός επιπέδου αντίστασης όταν η τάση είναι ανοδική. Έτσι λοιπόν στη πράξη, η αποτυχία της τιμής να διασπάσει ένα επίπεδο αντίστασης της κατά τη διάρκεια μιας ανοδικής τάσης μπορεί να σημαίνει ένα πρώτο σήμα ανατροπής της τάσης. Αντίστροφα εάν η τιμή αποτύχει να διασπάσει προς τα κάτω το ισχύον επίπεδο στήριξης σε μία καθοδική τάση, θα πρέπει να προετοιμαστούμε για το ενδεχόμενο ανατροπής της τάσης αυτής. Εξετάζοντας κανείς το διάγραμμα της μετοχής του ΟΤΕ (ΚΟ) θα δει ότι η παραπάνω διαπίστωση επαληθεύτηκε αρκετές φορές

Κλείνοντας την ανάλυση μας θεωρούμε σημαντικό να τονίσουμε για ακόμη μία φορά την υποκειμενικότητα της μεθοδολογίας που ακολουθήσαμε. Μέσα στις ζώνες συναλλαγών που ορίσαμε σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, με τα επίπεδα στήριξης και αντίστασης, μπορούν να οριστούν μικρότερες σε εύρος αλλά και σε χρονική διάρκεια ζώνες συναλλαγών. Παρόλα αυτά είδαμε καθαρά την χρησιμότητα της θεωρίας της ζώνης των συναλλαγών που αναπτύσσει η τεχνική ανάλυση.

9.5 Συμπεράσματα 9^{ου} κεφαλαίου

Στο παρόν κεφάλαιο αναλύσαμε την ύπαρξη και σημασία της ζώνης των συναλλαγών. Καθώς η τιμή σχηματίζει κοιλότητες και κορυφές μέσα στον οριζόντιο «διάδρομο» της ζώνης συναλλαγών, διακρίνουμε το κάτω επίπεδο στήριξης και το άνω επίπεδο αντίστασης της τιμής που είναι τόσο σημαντικά, όσο πιο μακροχρόνια και στενότερη είναι η ζώνη.

Επίπεδα στήριξης ορίζουν και οι κοιλότητες μέσα στη τάση, ενώ επίπεδα αντίστασης αποτελούν όλες οι κορυφές στη τάση. Όπως είδαμε, κατά τη διάρκεια μιας καθοδικής τάσης, οι διαδοχικά χαμηλότερες κοιλότητες των τιμών αποτέλεσαν παροδικές «παύσεις» της πτωτικής πορείας και ως παροδικά ψυχολογικά επίπεδα στήριξης των τιμών. Μέσα στις κοιλότητες εκείνες υπερέχουν οι δυνάμεις της ζήτησης και συκρατούν για λίγο τις τιμές..

Παρατηρήσαμε ακόμα πως τα επίπεδα στήριξης και αντίστασης διασπóνται κατά την εξέλιξη της τάσης και οι ρόλοι τους αντιστρέφονται. Γενικότερα η έννοια των επιπέδων στήριξης και αντίστασης των τιμών έχει περισσότερο ψυχολογικό χαρακτήρα.

Παρόλα αυτά η κατανόηση των εννοιών αυτών μας προσδίδει ένα ακόμα βασικό εργαλείο στη μελέτη της συμπεριφοράς των τιμών. Το εργαλείο αυτό θα πρέπει να χρησιμοποιηθεί με συνέπεια και να υπακούει σε κάποιες συνθήκες αξιοπιστίας που εμείς έχουμε θέσει προσεκτικά και ύστερα και από συνεκτίμηση άλλων παραγόντων.

Όλα τα διαγραμματικά εργαλεία τάσης στα οποία εστιάσαμε την ανάλυση μας, συμπεριλαμβανομένης και της τάσης των συναλλαγών μας βοηθούν να εντοπίσουμε με σχετική ακρίβεια περιοχές τιμών που παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον. Τα εργαλεία αυτά, όπως και κάθε είδος τεχνικής ανάλυσης της τάσης των τιμών, δεν μπορεί να προσφέρει προβλέψεις της μελλοντικής τάσης των τιμών από μόνο του και θα πρέπει να χρησιμοποιείται μόνο για την ιστορική αποτύπωση των τιμών.

Συνοψίζοντας, αναφέρουμε τη σημασία της ζώνης των συναλλαγών, με τα επίπεδα στήριξης και αντίστασης, στο να γνωρίζουμε σε ποια φάση της πορείας των τιμών βρισκόμαστε και εάν κάποια σημαντική δραστηριότητα έχει ξεκινήσει προς συγκεκριμένη κατεύθυνση.

Κεφάλαιο 10

Όγκος συναλλαγών

10.1 Εισαγωγή

Το παρόν κεφάλαιο αποτελεί το τελευταίο κομμάτι αναφοράς μας στη θεωρία της τεχνικής ανάλυσης. Αφού ασχοληθήκαμε σε εισαγωγικό πάντα επίπεδο με τη μελέτη της συμπεριφοράς της κίνησης των τιμών των μετοχών, της σημαντικότερης χρηματιστηριακής μεταβλητής, επόμενο και τελευταίο βήμα μας στη τεχνική ανάλυση είναι η παρουσίαση της δεύτερης καθοριστικής μεταβλητής, αυτής του όγκου των συναλλαγών.

Η παρακολούθηση μόνο της τιμής της μετοχής καθιστά αδύνατο στο να αναγνωρίσουμε τις πραγματικές δυνάμεις της αγοράς που οδηγούν τη κάθε μετοχή υψηλότερα ή χαμηλότερα. Η αύξηση της τιμής μιας μετοχής μπορεί να οφείλεται σε μαζική είσοδο επενδυτών ή απλώς «άλλαξαν χέρια» λίγα τεμάχια. Έστω και αν η ποσοστιαία αύξηση της τιμής είναι η ίδια και στις δύο περιπτώσεις τα συμπεράσματα τα οποία εξάγονται είναι διαφορετικά, αν αναλογιστούμε ότι ο όγκος δηλώνει το διαφορετικό ενδιαφέρον που υπάρχει μεταξύ αγοραστών και πωλητών (Appel Gearald 2000).

Η επιστήμη της τεχνικής ανάλυσης εφαρμόζει αντίστοιχες τεχνικές με αυτές των τιμών και στους όγκους των συναλλαγών, με αυτούς να παρουσιάζουν ανοδικά και καθοδικά κύματα που μπορεί να αξιολογηθούν ως ένα είδος τάσης.

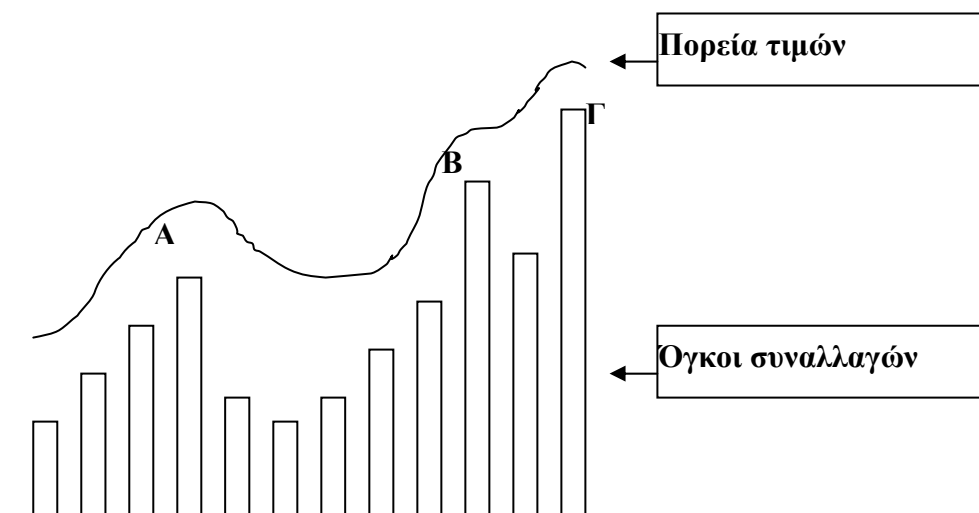
Η ανάλυση των ακιδωτών διαγραμμάτων θα πρέπει να συνδυάζεται με την ανάλυση του διαγράμματος του όγκου συναλλαγών για να δίνει μία ολοκληρωμένη εικόνα.

10.2 Η σχέση της τάσης των τιμών και του όγκου των συναλλαγών.

Η τεχνική ανάλυση θέτει ως βασικό κανόνα ότι μία τάση στις τιμές επιβεβαιώνεται από τον όγκο των συναλλαγών, δηλαδή κάθε ανοδικό κύμα συναλλαγών επιβεβαιώνεται από ένα αντίστοιχο ανοδικό κύμα του όγκου των συναλλαγών και αντίστροφα. Εννοείται το παραπάνω δεν ισχύει σε προκαθορισμένα πακέτα συναλλαγών, τα οποία παρουσιάζονται να αυξάνουν σε έντονο βαθμό τους

ημερήσιους όγκους των συναλλαγών μιας μετοχής³³. Όταν ο όγκος των συναλλαγών επιβεβαιώνει τις τιμές, δε θα πρέπει να περιμένουμε κάποια αντιστροφή της κύριας τάσης. Τα όσα περιγράψαμε θα πρέπει να απεικονίζονται στο ακιδωτό διάγραμμα με την μορφή του παρακάτω σχήματος.

Σχήμα 4



Πηγή δεδομένων Technical Analysis From A-Z Achelis Steven B.

Από το σχήμα 3 παρατηρούμε ότι σε κάθε ανοδικό κύμα της τιμής, ο όγκος αυξάνεται ενώ σε κάθε διόρθωση μειώνεται. Επίσης σε κάθε νέα κορυφή της τιμής που σχηματίζεται, ο όγκος δημιουργεί νέα υψηλότερη κορυφή. Έτσι λοιπόν η κορυφή Α του όγκου των συναλλαγών διαδέχεται μία ψηλότερη κορυφή Β. Οι πυθμένες του όγκου των συναλλαγών, παρατηρούνται στα σημεία εκείνα τα οποία η τιμή διορθώνει. Συνεπώς παρατηρείται πως σε μία φυσιολογική τάση, οι πυθμένες του όγκου των συναλλαγών και των τιμών αποκλίνουν μεταξύ τους, ενώ οι κορυφές του όγκου ακολουθούν παράλληλα τις κορυφές των τιμών (Murphy 1999).

Κατά περιόδους έχει παρατηρηθεί το φαινόμενο κατά το οποίο η τιμή μιας μετοχής και οι όγκοι των συναλλαγών να αυξάνονται με ιδιαίτερα έντονο ρυθμό. Όταν παρατηρείται μία γραφική σχέση μεταξύ όγκου και τιμής εκθετικής μορφής, οι επενδυτές θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικοί στις τοποθετήσεις τους. Έχει παρατηρηθεί ότι όσο πιο μεγάλος είναι ο ρυθμός εκθετικής ανόδου της τιμής και του όγκου, πιθανή είναι και μία αντίστοιχη «βίαιη» διόρθωση στη περίπτωση μάλιστα ενός «γυρίσματος» της υπό εξέταση αγοράς (Murphy 1999).

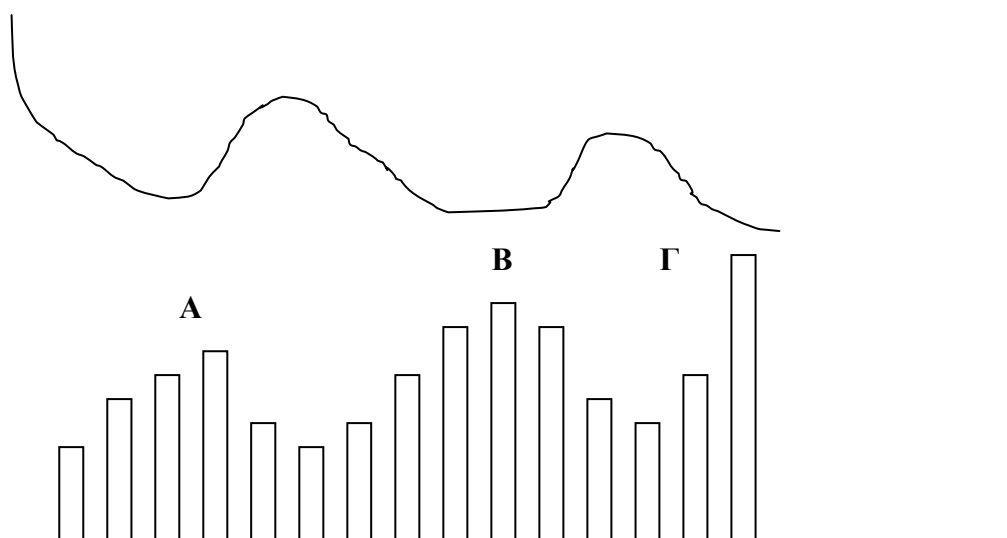
³³ Κάτι τέτοιο παρουσιάσαμε στο πρώτο κεφάλαιο της τεχνικής ανάλυσης στο ακιδωτό διάγραμμα της Γενικής Τροφίμων.

Η σχέση που επικρατεί μεταξύ καθοδικής τάσης και όγκου συναλλαγών παρουσιάζεται να είναι αρκετά διαφορετική. Σε κάθε καθοδικό κύμα της τιμής ο όγκος αυξάνεται. Εάν η τιμή διορθώσει ανοδικά, ο όγκος μειώνεται. Μπορεί να παρατηρηθεί το φαινόμενο όπου στο σημείο που η τιμή κάνει νέο «χαμηλό», να αντιστοιχεί και μια νέα υψηλότερη κορυφή του όγκου συναλλαγών.

Όπως θα παρατηρήσουμε στο σχήμα 4 , με την τάση των τιμών να είναι καθοδική, η κορυφή A του όγκου ακολουθεί μία υψηλότερη κορυφή B και διαδέχεται μία ακόμη υψηλότερη κορυφή η Γ, στα σημεία εκείνα που παρουσιάζονται όλο και χαμηλότερες κοιλότητες.

Τονίζουμε στο σημείο αυτό πως η έννοια του ανοδικού κύματος του όγκου δε σημαίνει πως πρέπει να είναι ανοδικός κάθε μέρα. Θα υπάρχουν αυξομειώσεις μέσα στο κύμα αυτό. Αυτό ισχύει τόσο στην ανοδική όσο και στη καθοδική τάση.

Σχήμα 5



Πηγή δεδομένων Πηγή δεδομένων Technical Analysis From A-Z Achelis Steven B.

Μία ακόμη παρατήρηση που θέλουμε να κάνουμε για την αποφυγή τυχόν παρερμηνειών αφορά το γεγονός ότι τα επίπεδα των όγκου των συναλλαγών επηρεάζονται κατά κύριο λόγο από το εν γένει επενδυτικό κλίμα. Δηλαδή αν κοιτάξει κανείς τη πορεία της τιμής μίας μετοχής η οποία παρουσιάζεται να έχει μία μακροχρόνια καθοδική τάση, δεν σημαίνει ότι οι όγκοι των συναλλαγών θα ακολουθούν ένα συνεχώς αυξανόμενο κύμα. Αν συνέβαινε αυτό στη διάρκεια του χρόνου, οι όγκοι των συναλλαγών θα έτειναν στο άπειρο!

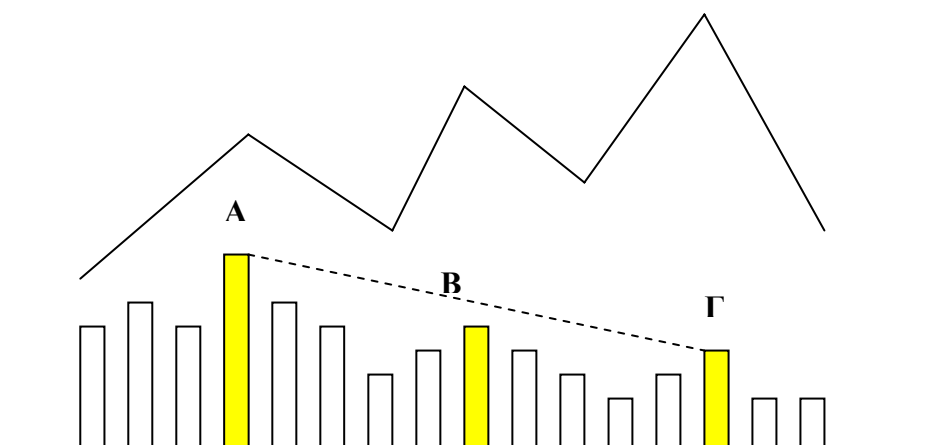
Πέρα των παραπάνω γενικών κανόνων που θέτει η τεχνική ανάλυση γύρω από τους όγκους των συναλλαγών, στις περισσότερες περιπτώσεις η συμπεριφορά του όγκου των συναλλαγών σε σχέση πάντα με την τάση παρουσιάζει κάποιες αποκλίσεις από τα όσα παρουσιάστηκαν νωρίτερα. Η επιστήμη της τεχνικής ανάλυσης θεωρεί ότι οι αποκλίσεις αυτές του όγκου των συναλλαγών σε σχέση με τη κατεύθυνση των τιμών παρέχει στον αναλυτή σημάδια συνέχισης ή αναστροφής της τάσης, με αυτές τις αποκλίσεις θα ασχοληθούμε στη συνέχεια .

10.3 Αποκλίσεις τιμών, όγκου

10.3.1 Περίπτωση 1

Όταν οι κορυφές του όγκου συναλλαγών αποκλίνουν αρνητικά από τις κορυφές των τιμών μέσα σε μια ανοδική τάση, το γεγονός αυτό αποτελεί σημάδι αναστροφής της τάσης (Achelis Steven 1995). Στο ακιδωτό μας διάγραμμα, η συμπεριφορά αυτή θα εμφανίζεται όπως στο σχήμα 5.

Σχήμα 6



Πηγή δεδομένων Technical Analysis From A-Z Achelis Steven B.

Από το σχήμα 5 βλέπουμε τρεις κορυφές όγκου συναλλαγών Α,Β,Γ οι οποίες βαίνουν μειούμενες καθώς η τιμή έχει ανοδική τάση.

Καθώς η τιμή της μετοχής αυξάνεται όλο και λιγότεροι αγοραστές δείχνουν ενδιαφέρον, με τους πωλητές όμως να μην είναι διαθετημένοι να πουλήσουν παρά μόνο σε υψηλότερα επίπεδα. Μετά από κάποιο σημείο το επενδυτικό κλίμα αντιστρέφεται με τη προσφορά και ζήτηση να συναντώνται σε χαμηλότερα επίπεδα.

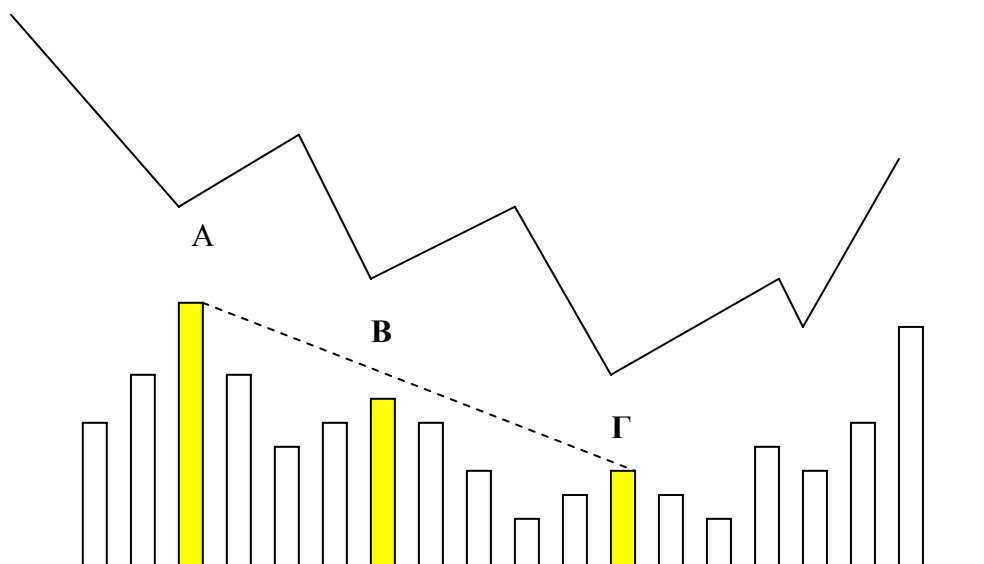
10.3.2 Περίπτωση 2

Όταν η τάση είναι καθοδική κάθε νέο χαμηλότερο της τιμής συνοδεύεται από ένα και όλο μειούμενο όγκο συναλλαγών. Το γεγονός αυτό μπορεί να σηματοδοτεί μία αντίστροφη της καθοδικής τάσης.

Στη περίπτωση αυτή, παρόλο που οι πωλητές υπερτερούν των αγοραστών και έτσι έχουμε πτώση της τιμής, οι πωλητές δείχνουν ολοένα και μικρότερη διάθεση να πουλήσουν, μέχρι τα επίπεδα των τιμών εκείνα που θεωρηθούν ελκυστικά από τους αγοραστές και έτσι η ζήτηση υπερνικήσει τη προσφορά με αποτέλεσμα την αύξηση της τιμής (Appel Gearald 2000).

Τα όσα αναφέραμε, παρουσιάζονται στο ακιδωτό διάγραμμα με τη μορφή του σχήματος 6.

Σχήμα 7



Πηγή δεδομένων Technical Analysis From A-Z Achelis Steven B.

Πριν κλείσουμε την ανάλυση μας γύρω από τη σχέση που διέπει τους όγκους των συναλλαγών και τη τάση των τιμών, τονίζουμε τη δυσκολία που υπάρχει με τους όγκους των συναλλαγών, να μην εμφανίζουν ευδιάκριτη εικόνα τάσης μέσα στα ακιδωτά διαγράμματα των τιμών των μετοχών.

Η τεχνική ανάλυση έχει αναπτύξει διάφορους τεχνικούς δείκτες όγκου συναλλαγών³⁴ στη προσπάθεια της να εμφανίζει πιο ευδιάκριτα κάποια φαινόμενα αποκλίσεων από τις τιμές. Στην ανάλυση μας θα κάνουμε χρήση τέτοιων δεικτών στη προσπάθεια μας να διαπιστώσουμε το κατά πόσο μπορούμε να έχουμε έγκαιρα και έγκυρα σημάδια αγοραπωλησίας μετοχών. Στη συνέχεια θα παρουσιάσουμε το δείκτη μέτρησης της ορμής του όγκου και τους κινητούς μέσους αυτού.

10.4 Ο δείκτης μέτρησης της ορμής του όγκου ROCv (Volume Rate Of Change)

Παρατηρώντας κανείς ένα ακιδωτό διάγραμμα, θα διαπιστώσει ότι με τους όγκους των συναλλαγών υπάρχει το πρόβλημα ότι συνήθως δεν εμφανίζουν ευδιάκριτη εικόνα τάσης, ανοδικών ή καθοδικών κυμάτων προκειμένου να βοηθήσουν στην αξιολόγηση της κυρίας τάσης των τιμών. Για το λόγο αυτό έχουν αναπτυχθεί τεχνικοί δείκτες όγκου συναλλαγών, οι οποίοι εμφανίζουν πιο ευδιάκριτα κάποια φαινόμενα αποκλίσεων από τις τιμές.

Ουσιαστικά η έννοια ορμή αναφέρεται στο ρυθμό με τον οποίο μεταβάλλονται τα δύο μεγέθη, δηλαδή της τιμής και του όγκου των συναλλαγών. Για παράδειγμα στην αρχή μίας ανοδικής τάσης η ορμή των τιμών είναι θετική και αυξάνεται, δηλαδή οι τιμές επιταχύνονται. Το ίδιο μπορεί να συμβαίνει και με τους όγκους των συναλλαγών. Αντίθετα όταν η ταχύτητα της τάσης σταθεροποιείται η ορμή παύει να αυξάνεται και σταθεροποιείται και αυτή ή μειώνεται τείνοντας στο μηδέν. Οι διαφορές στις επιταχύνσεις τιμής και όγκου μπορεί να μας δίνουν σημάδια κόπωσης ή αντιστροφής της τάσης (Karczewski 1998).

Ο όγκος των συναλλαγών παρουσιάζει έντονες αυξομειώσεις τόσο στα απόλυτα μεγέθη όσο και στις ποσοστιαίες μεταβολές αυτού. Άρα είναι επιβεβλημένη η χρήση ενός εργαλείου μέτρησης της ορμής του όγκου. Ένα τέτοιο εργαλείο έρευνας είναι ο δείκτης μέτρησης της ορμής του όγκου ROCv ο οποίος δίνεται από τη σχέση:

$ROCv = (V_0 - V_x / V_x) 100$, όπου V_0 είναι ο σημερινός όγκος συναλλαγών και V_x ο όγκος πριν από X μέρες. Ο εν λόγω δείκτης είναι ένας ιδιαίτερα ευμετάβλητος ταλαντωτής που ουσιαστικά δεν μπορεί να έχει καμία πρακτική εφαρμογή. Για το λόγο αυτό η τεχνική ανάλυση χρησιμοποιεί κινητούς μέσους του δείκτη ορμής του όγκου.

Η τεχνική ανάλυση αναφέρει πως ο κινητός μέσος της ορμής του όγκου και ο κινητός μέσος της τιμής δίνουν αποτελεσματικά σήματα αγοραπωλησίας με τις διασπάσεις του πρώτου από τον δεύτερο.

³⁴ Ενδεικτικά αναφέρουμε τους δείκτες OBV προσθαφαιρούμενου όγκου, CHAIKIN A/D κτλ.

Πριν προχωρήσουμε στη θεωρητική παρουσίαση αυτών των σημάτων θα ορίσουμε τον δείκτη ορμής των τιμών ο οποίος εκφράζεται με τον ίδιο τρόπο όπως ο δείκτη ορμής του όγκου, δηλαδή μετρά την ποσοστιαία μεταβολή της ορμής των τιμών και ο τύπος υπολογισμού του είναι: $ROC_v = (C_0 - C_x / C_x) 100$ όπου C_0 είναι ο σημερινή τιμή κλεισίματος και C_x η τιμή κλεισίματος πριν από X ημέρες (Karczewski 1998).

Οι πλέον βασικές ερμηνείες είναι:

- A. Πτωτική κατεύθυνση του δείκτη ορμής των τιμών σε συνδυασμό με ανοδική κατεύθυνση του δείκτη ορμής του όγκου αποτελεί συνέχιση πτώσης της τιμής ή αναστροφή της τάσης.
- B. Παρόμοια ένδειξη υποδηλώνει όταν ο δείκτης ορμής του όγκου υποχωρεί χαμηλότερα του μηδενός, ενώ ο αντίστοιχος δείκτης τιμών είναι ανοδικός.
- Γ. Όταν ο κινητός μέσος μέτρησης της τιμής του όγκου διασπά ανοδικά τον αντίστοιχο δείκτη της τιμής τότε έχουμε ένδειξη αντιστροφής της πτωτικής τάσης και το αντίθετο.

Τα παραπάνω εργαλεία και ενδείξεις θα τα χρησιμοποιήσουμε στο τρίτο μέρος στη τεχνική ανάλυση της μετοχής Τιτάν (ΚΟ).

10.5 Συμπεράσματα 10^{ου} κεφαλαίου

Στο παρόν κεφάλαιο, το οποίο αποτελεί και το τελευταίο μέρος αναφοράς μας στα εισαγωγικά εργαλεία και μεθόδους της επιστήμης της τεχνικής ανάλυσης ασχοληθήκαμε με τους όγκους των συναλλαγών και τη σχέση που αυτοί έχουν με την τάση που ακολουθούν οι τιμές.

Παρουσιάσαμε τα εργαλεία τα οποία και θα χρησιμοποιήσουμε στο επόμενο μέρος της ερευνητικής μας προσπάθειάς, για να ερευνήσουμε εάν αποτελούν έγκυρες και έγκαιρες ενδείξεις της πορείας των μετοχών.

Συμπερασματικά εστίασαμε την ανάλυση μας στους ακόλουθους τέσσερις κεντρικούς συνδυασμούς κίνησης του όγκου συναλλαγών και της τιμής³⁵:

- A. Άνοδος τιμής και όγκου
- B. Άνοδος τιμής με πτώση του όγκου

³⁵ Χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν υπάρχουν και άλλοι.

- Γ Πτώση τιμής με άνοδο του όγκου
- Δ Πτώση τιμής με πτώση του όγκου

Από αυτούς τους τέσσερις συνδυασμούς ο αναλυτής μπορεί να εντοπίσει αντίστοιχα τέσσερα «σημάδια» για την πορεία της μετοχής τα οποία τα παρουσιάζουμε πλέον ολοκληρωμένα στο πίνακα 1 που ακολουθεί. Δεν χρησιμοποιούμε τον όρο «πρόβλεψη» ή «πρόγνωση» αφού δεν μπορούν να γίνουν ούτε κατά προσέγγιση ασφαλείς προβλέψεις για την πορεία της τιμής της μετοχής με βάση τα κριτήρια του όγκου των συναλλαγών και της τάσης. Όμως μπορούν να αποτελέσουν «σήμα» και αντικείμενο έρευνας για τον αναλυτή.

Πίνακας 1.

ΣΧΕΣΗ ΤΙΜΗΣ-ΟΓΚΟΥ ΚΑΙ ΣΗΜΑΔΙΑ ΠΟΡΕΙΑΣ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ		
<i>ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ</i>	<i>ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ</i>	<i>ΣΗΜΑΔΙΑ ΠΟΡΕΙΑΣ</i>
ΑΝΟΔΙΚΗ	ΑΝΟΔΙΚΟΣ	ΑΝΟΔΙΚΑ
ΑΝΟΔΙΚΗ	ΠΤΩΤΙΚΟΣ	ΠΤΩΤΙΚΑ
ΠΤΩΤΙΚΗ	ΑΝΟΔΙΚΟΣ	ΠΤΩΤΙΚΑ
ΠΤΩΤΙΚΗ	ΠΤΩΤΙΚΟΣ	ΑΝΟΔΙΚΑ

Πηγή δεδομένων Technical Analysis Of The Financial Markets, John J. Murphy 1999

Κεφάλαιο 11

Η οικονομία κατά το έτος 2003

11.1 Εισαγωγή

Η χρηματιστηριακή ιστορία τόσο της χώρας μας όσο και άλλων χωρών έχει αποδείξει περίτρανα ότι η πορεία των χρηματιστηριακών αγορών είναι αντίστοιχη και παράλληλη της πορείας της οικονομίας. Η χρηματιστηριακή αγορά ανέκαθεν αποτελούσε και θα αποτελεί τη συνισταμένη, τον «καθρέφτη των εξελίξεων της κοινωνίας και της οικονομίας. Μέσα από τη διαπίστωση αυτή καταλήγουμε και σε ένα πολύ σημαντικό συμπέρασμα, η εξέλιξη των χρηματιστηρίων είναι ανοδική όσο η διαχρονική πορεία της οικονομίας παραμένει ανοδική, μέσα από φάσεις ανόδου, πτώσης ή στασιμότητας.

Όπως είδαμε σε προηγούμενο κομμάτι, η μέθοδος της θεμελιώδους ανάλυσης συνίσταται στην εξέταση των σημαντικότερων παραγόντων που επηρεάζουν το περιβάλλον δραστηριοποίησης μιας εταιρίας αρχής γενομένης της οικονομίας στο σύνολο της.

Ακολουθώντας την φιλοσοφία της θεμελιώδους ανάλυσης, με την προσέγγιση «από πάνω προς τα κάτω» (Top Down Approach) στο παρόν κεφαλαίο θα παρουσιάσουμε συνοπτικά τα σημαντικότερα μακροοικονομικά μεγέθη των κυριότερων, κατά την άποψη μας, οικονομιών του πλανήτη. Επίκεντρο της περιληπτικής περιγραφή μας γύρω από την πορεία της οικονομίας εν γένει για το έτος 2003³⁶, θα αποτελέσουν μεγέθη όπως ο πληθωρισμός, η ανεργία και οι ρυθμοί ανάπτυξης του ΑΕΠ για τις χώρες των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας, της Κίνας, συνολικά της ευρωζώνης και τέλος της χώρας μας. Επίσης σύντομη αναφορά θα γίνει στο επίπεδο των επιτοκίων καθώς και των δημοσιονομικών ελλειμμάτων.

11.2 Η παγκόσμια οικονομία κατά το 2003

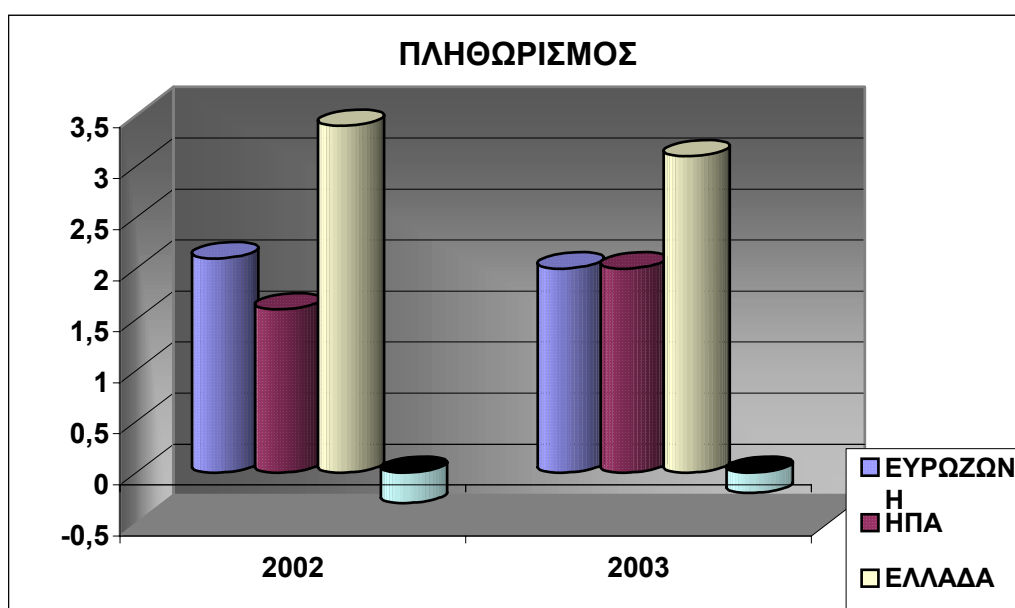
Για το 2003 η ανάπτυξη του ΑΕΠ σε παγκόσμιο επίπεδο εκτιμήθηκε από την Παγκόσμια Τράπεζα στο 3,7%, σημειώνοντας αύξηση της τάξεως του 2,7% σε σχέση με το 2002 (διάγραμμα 2). Οι οικονομικοί αναλυτές τονίζουν ότι σημαντικό ρόλο στην εν λόγω αύξηση είχαν οι ευνοϊκές, όπως της χαρακτηρίζουν, μακροοικονομικές

³⁶ Σε σύγκριση με το έτος 2002.

πολιτικές που υιοθετήθηκαν και οι οποίες συνδέονται εν μέρη με μια ανάκαμψη εμπιστοσύνης που απορρέει από τις μειωμένες γεωπολιτικές εντάσεις και με την ενίσχυση των αγορών κεφαλαίου.

Η οικονομία της Ιαπωνίας παρουσίασε σημαντική ανάπτυξη το έτος 2003 σημειώνοντας ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ κατά 2,7 %, έναντι οριακής ανάπτυξης 0,2 το προηγούμενο έτος. Το γενικό επίπεδο τιμών (διάγραμμα 1) συνέχισε να σημειώνει πτώση (αποπληθωρισμός) για πέμπτο συνεχόμενο έτος (-0,2 %), ενώ η ανεργία σημείωσε οριακή μείωση από το 5,4 % του προηγούμενου έτους, στο 5,3 % το έτος 2003.

Διάγραμμα 1



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Παγκόσμιας Τράπεζας

Η Κίνα, η πολυπληθέστερη οικονομική δύναμη πλέον στο κόσμο, συνέχισε τους εντυπωσιακούς ρυθμούς ανάπτυξης, οι οποίοι παρουσιάζονται αυξημένοι σε σχέση με το 2002. Για την ακρίβεια η ετήσια αύξηση του ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 8,2 % σε σχέση με το 8 % του προηγούμενου έτους.

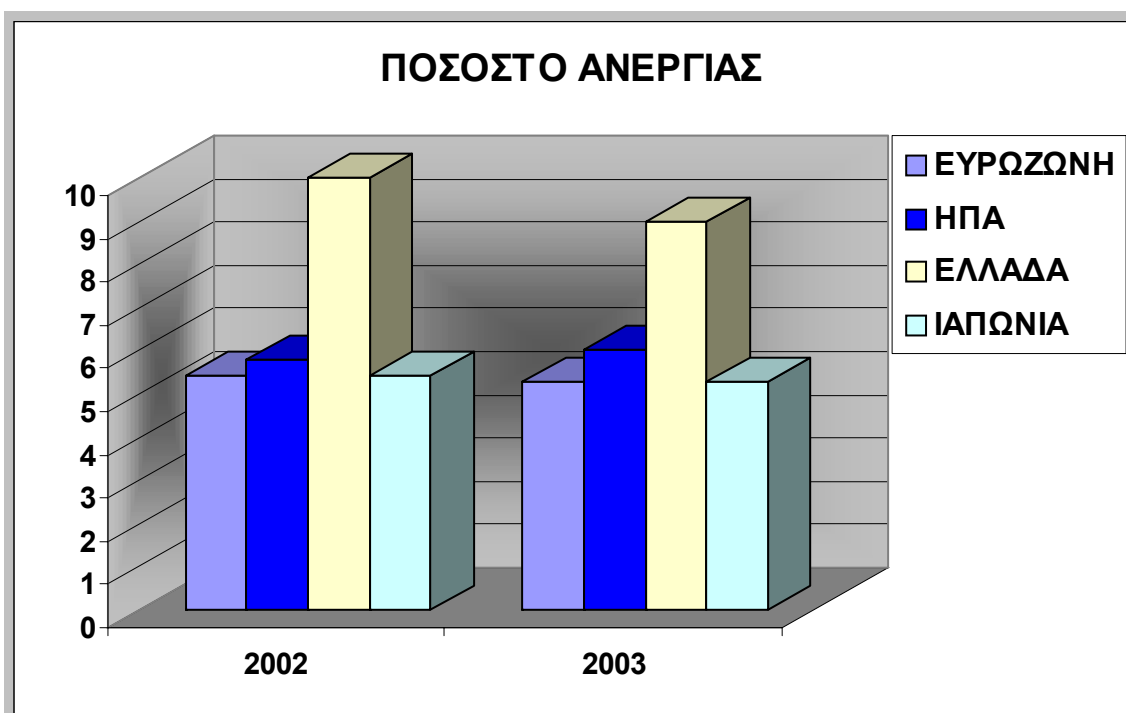
Αναφορικά με τις χώρες της ευρωζώνης αυτές παρουσίασαν συνολικά μία πραγματική αύξηση του ΑΕΠ της τάξης του 0,8 %, σε σχέση με το 1,1 % του προηγούμενου έτους (διάγραμμα 2). Η αρνητική αυτή εξέλιξη του ΑΕΠ στην ευρωζώνη οφείλεται μεταξύ άλλων στην χαμηλή επενδυτική δραστηριότητα, σε σχέση με τις υψηλές επενδύσεις που διενεργήθηκαν κατά την περίοδο της χρηματιστηριακής άνθησης.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ακολούθησε πολιτική μείωσης επιτοκίων, καθώς οι προσδοκίες για ανάκαμψη στην ευρωζώνη δεν επαληθεύτηκαν, με αποτέλεσμα να βρεθούν στο επίπεδο του 2 %, το οποίο είναι και το χαμηλότερο των τελευταίων πέντε ετών. Η χαλάρωση της δημοσιονομικής πολιτικής, στοχεύοντας

επίσης στην ενίσχυση της ανάκαμψης στην ευρωζώνη, οδήγησε στην διεύρυνση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων στο 2,7 % του ΑΕΠ από 2,3 % του ΑΕΠ του 2002.

Σε επίπεδο συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ ευρώ και δολαρίου, παρατηρήθηκε για δεύτερη συνεχόμενη χρονιά μία ραγδαία ανατίμηση. Στο κλείσιμο του 2003, η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ προς το δολάριο ήταν στα 1,2630, μια ενίσχυση της τάξης του 20 % σε σχέση με το 2002 και ενίσχυση 43 % σε σχέση με το 2001. Το γεγονός αυτό είχε ως αποτέλεσμα στο να δημιουργηθούν προβλήματα στις εξαγωγές των χωρών της ευρωζώνης. Από την άλλη, η βραδεία βελτίωση του πληθωρισμού από το 2,1 % στο 2 % δεν τόνωσε ιδιαίτερα την κατανάλωση.

Διάγραμμα 2



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Παγκόσμιας Τράπεζας

Η δημιουργία θέσεων εργασίας επιβραδύνθηκε κατά το 2003, ενώ το ποσοστό ανεργίας έφτασε το 8,0%, έναντι του 7,7% του περασμένου έτος (διάγραμμα 1). Επιπλέον, η κατάσταση των δημοσίων οικονομικών επιδεινώθηκε και η περιορισμένη επενδυτική δραστηριότητα αποτέλεσε μείζον εμπόδιο για τις επιδόσεις της οικονομίας. Οι λόγοι της υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας δεν είναι αποκλειστικά ευρωπαϊκοί. Ήδη από το 2000, μια σειρά παγκόσμιων οικονομικών πληγμάτων δρομολογούσε αυτή την επιβράδυνση. Το 2003 χαρακτηρίστηκε επίσης από μια σειρά ανωμαλιών σε παγκόσμια κλίμακα. Οι τιμές του πετρελαίου κυμάνθηκαν σε υψηλά και ασταθή επίπεδα, ενώ το παγκόσμιο εμπόριο δεν κατόρθωσε να σημειώσει ανάκαμψη.

Αναφορικά τώρα η αμερικανική οικονομία σημείωσε βελτίωση κατά το 2003, με μία εκτιμώμενη ανάπτυξη του ΑΕΠ της τάξης του 2,9 % σε σχέση με 2,4 % το 2002 (διάγραμμα 2), ενώ ο πληθωρισμός παρουσίασε αύξηση από 1,6 % το 2002 στο 2,3 %

το 2003. Τονίζουμε ότι κατά το τρίτο τρίμηνο καταγράφηκε η υψηλότερη αύξηση του ΑΕΠ, αύξηση που άγγιξε το 8,2%, με βασική κινητήρια δύναμη τη μείωση των φόρων και τα κίνητρα για ιδιώτες και επιχειρήσεις. Το ποσοστό ανεργίας είχε μία μικρή άνοδο από 5,8 % το 2002 στο 6 % το 2003 (διάγραμμα 1).

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ συνέχισε και αυτή την πολιτική μείωσης των επιτοκίων για να αποτρέψει τις όποιες πληθωριστικές πιέσεις. Τα επιτόκια βρέθηκαν στα χαμηλότερα επίπεδα των τελευταίων 40 χρόνων, στο 1%. Τα επιτόκια των ενυπόθηκων δανείων εξακολούθησαν να καταγράφουν πτωτικές τάσεις, ενισχύοντας με αυτό το τρόπο την κατασκευή ιδιωτικών κατοικιών. Το δημοσιονομικό έλλειμμα στις ΗΠΑ αυξήθηκε σε 4,8 % από 3,4 % το προηγούμενο έτος.

Τα όσα αναφέρουμε παραπάνω μας οδηγούν στην διαπίστωση ότι παρόλο που το κλίμα στην παγκόσμια οικονομία παρουσιάζεται βελτιωμένο σε σχέση με το 2002, η ευρωπαϊκή οικονομία δεν παρουσιάζεται αντάξια των αρχικών προσδοκιών της για ανάκαμψη, η οποία σύμφωνα με τους αναλυτές είχε ξεκινήσει από το 2002.

11.3 Η ελληνική οικονομία κατά το 2003

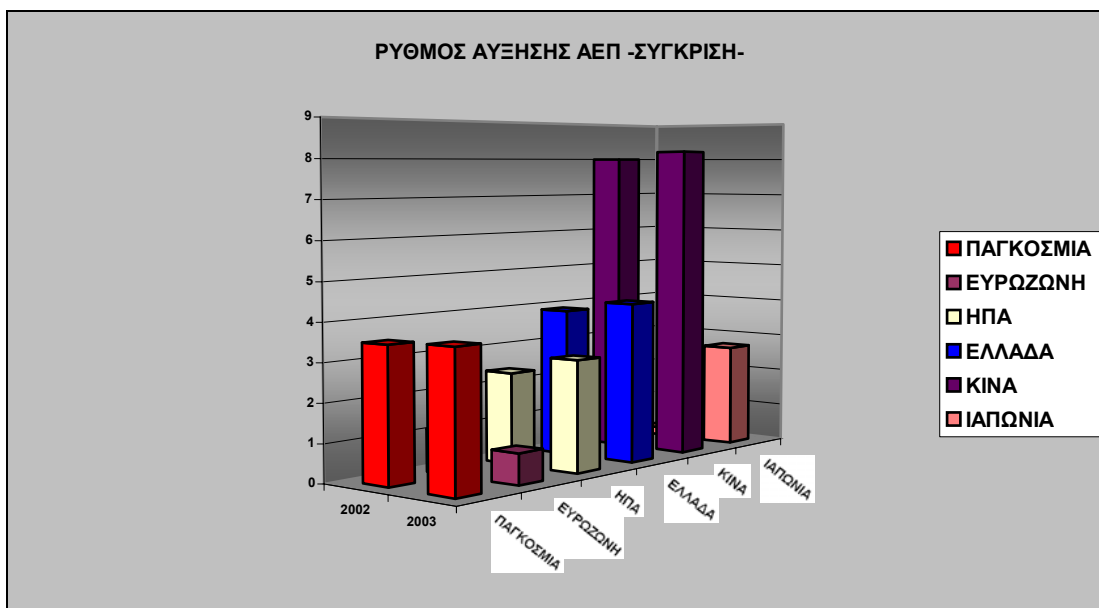
Κατά το έτος 2003 η χώρα μας σημείωσε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, παρά το δυσμενές κλίμα στις χώρες της ευρωζώνης, της τάξεως του 4,2 % έναντι του 3,9 % το προηγούμενο έτος (διάγραμμα 2). Σε αυτό συνέβαλαν οι δημόσιες επενδύσεις που χρηματοδοτήθηκαν από το τρίτο κοινοτικό πλαίσιο στήριξης, καθώς και οι επενδύσεις που είχαν σχέση με τους Ολυμπιακούς Αγώνες.

Ταυτοχρόνως, οι ιδιωτικές επενδύσεις και η κατανάλωση παρουσίασαν άνοδο, λόγω κυρίως των ευνοϊκών όρων χρηματοδότησης. Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας οδήγησε σε μείωση της ανεργίας από το 10 % το 2002 στο 9 % το 2003, αλλά το ποσοστό ανεργίας παρά την κάμψη που σημείωσε, παραμένει ένα από τα υψηλότερα στην Ευρωπαϊκή Ένωση (διάγραμμα 1). Η συνολική κατανάλωση αυξήθηκε σε ετήσια βάση 4 %. Η αύξηση της καταναλωτικής δαπάνης είναι απόρροια της πτωτικής πορείας των επιτοκίων, τα οποία διαμορφώθηκαν στα χαμηλότερα ιστορικά τους επίπεδα.

Οι υψηλές τιμές των καυσίμων, συνέβαλαν στην άνοδο του πληθωρισμού κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους. Στο δεύτερο εξάμηνο, η αύξηση στις τιμές των καταναλωτικών προϊόντων επιβραδύνθηκε και ο ετήσιος μέσος πληθωρισμός ανήλθε σε 3,1%, παρουσιάζοντας μια οριακή βελτίωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Παρόλα αυτά παρέμεινε σε επίπεδα σημαντικά υψηλότερα της ευρωζώνης.

Στο δημοσιονομικό τομέα η Ευρωπαϊκή Ένωση υπολογίζει ότι το έλλειμμα γενικής κυβέρνησης υπερέβη το 3,0% του ΑΕΠ, σε σχέση με το 1,4% κατά το 2002. Αυτό οφείλεται κυρίως σε σημαντικές υπερβάσεις των πρωτογενών δαπανών, που σχετίζονται με την προετοιμασία για τους Ολυμπιακούς Αγώνες. Ενώ το δημόσιο χρέος μειώθηκε σε 102,4 % του ΑΕΠ το 2003, έναντι 104,7 % το 2002.

Διάγραμμα 2



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Παγκόσμιας Τράπεζας

Τη χρονιά αυτή σημαντική πρόοδος συντελέστηκε στο χώρο των αποκρατικοποιήσεων με διάθεση πακέτων μετοχών της ΔΕΗ, του ΟΠΑΠ, της Εθνικής τράπεζας και της ιδιωτικοποίησης της Ελληνικά Χρηματιστήρια ΑΕ, με τη διάθεση του συνόλου της συμμετοχής του δημοσίου σε ιδιώτες επενδυτές.

Η εικόνα της ελληνικής οικονομίας θα μπορούσε να χαρακτηριστεί θετική με βελτίωση βασικών μεγεθών, όπως της ανεργίας, του ΑΕΠ κτλ. Την θετική εικόνα την οποία παρουσίασε κατά το 2003 η ελληνική οικονομία την οφείλει κατά τη γνώμη μας στον παράγοντα «Ολυμπιακοί Αγώνες».

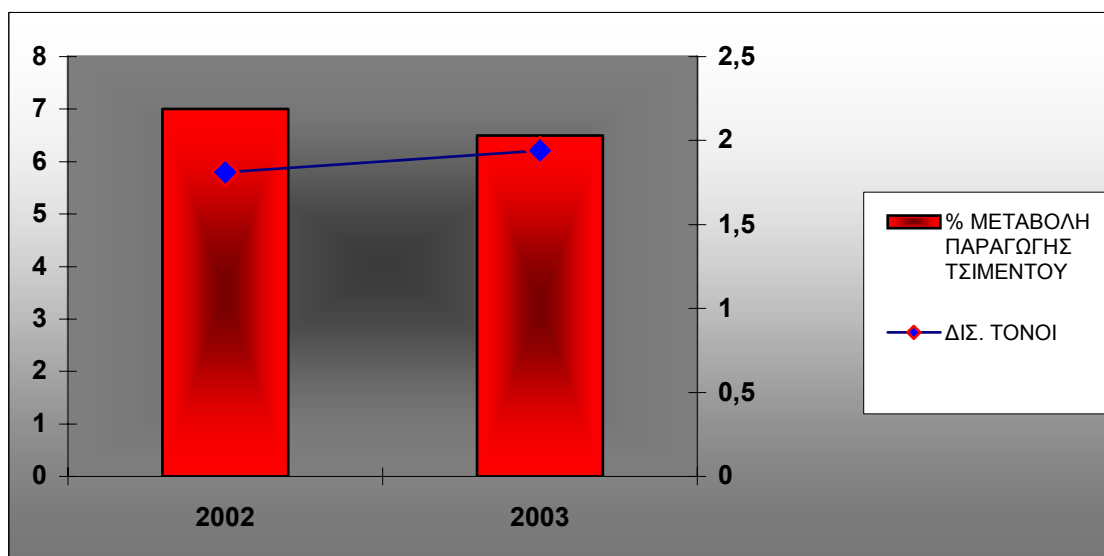
Κεφάλαιο 12

Η βιομηχανία παραγωγής τσιμέντου κατά το έτος 2003

12.1 Η παγκόσμια βιομηχανία παραγωγής τσιμέντου το 2003

Το 2003 η παγκόσμια παραγωγή τσιμέντου αυξήθηκε περίπου 6.5% σε σχέση με το 2002 φθάνοντας τα 1.94 δισεκατομμύριο τόνους. Το ποσοστό αύξησης όμως παρουσιάζεται μειωμένο σε σχέση με το 2002 (7 %).

Διάγραμμα 1



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Cembureau

Ακόμα μια φορά η Ασία ήταν η κινητήριος δύναμη: Στις περιοχές της νοτιοδυτικής και νοτιοανατολικής Ασίας η αύξηση παραγωγής τσιμέντου ανήλθε στο 3 %. Αντίθετα στις περιοχές της ανατολικής Ασίας η αύξηση παραγωγής τσιμέντου ξεπέρασε το 11 % με την Κίνα να παρουσιάζει ανοδικούς ρυθμούς αύξησης της παραγωγής τσιμέντου, της τάξεως του 15.5% σε σχέση με 12.3% το 2002.

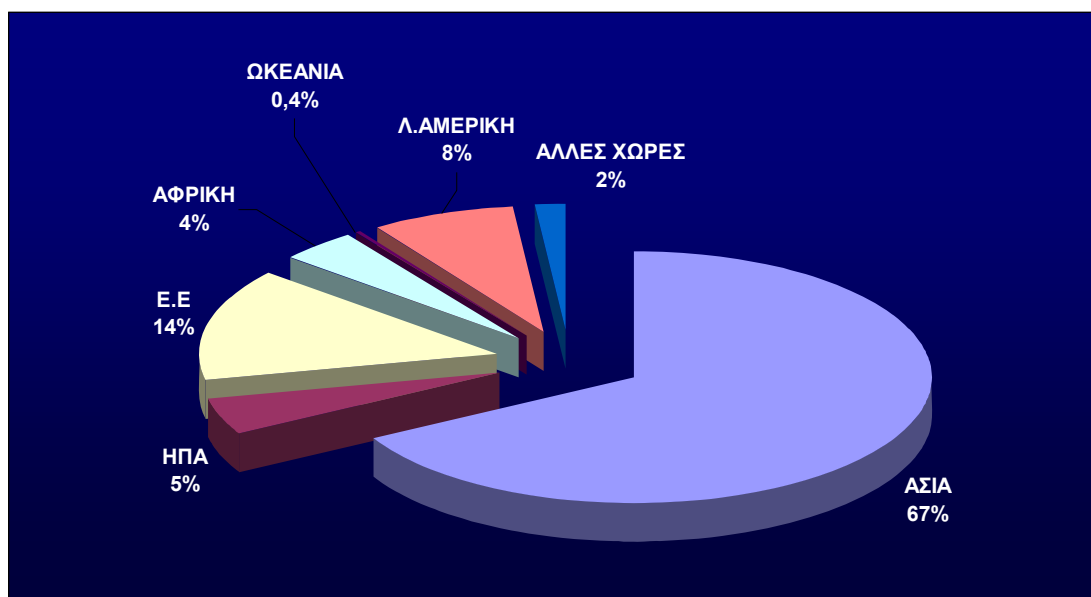
Η Κίνα μόνο, κατείχε το 42% της παγκόσμιας παραγωγής τσιμέντου το 2003, με την Ινδία να είναι ο δεύτερος μεγαλύτερος παγκόσμιος παραγωγός, με μια σωρευτική αύξηση της τάξεως του 25% από το έτος 2000.

Η Ευρώπη στο σύνολο της, το έτο 2003, κατείχε το 14.4% της παγκόσμιας παραγωγής. Το μεγαλύτερο μέρος της συνολικής ευρωπαϊκής παραγωγής τσιμέντου κατείχαν οι χώρες της ευρωζώνης.

Στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού η ΗΠΑ αύξησε την κατανάλωση τσιμέντου κατά 3,7 %. Σε αυτό συνέβαλλε η σημαντική αύξηση στην οικοδομική δραστηριότητα, με την κατασκευή ιδιωτικών κατοικιών να έχουν το πρώτο λόγο.

Στο διάγραμμα 2 παρουσιάζουμε την κατανομή της παγκόσμιας παραγωγής τσιμέντου ανά περιοχή.

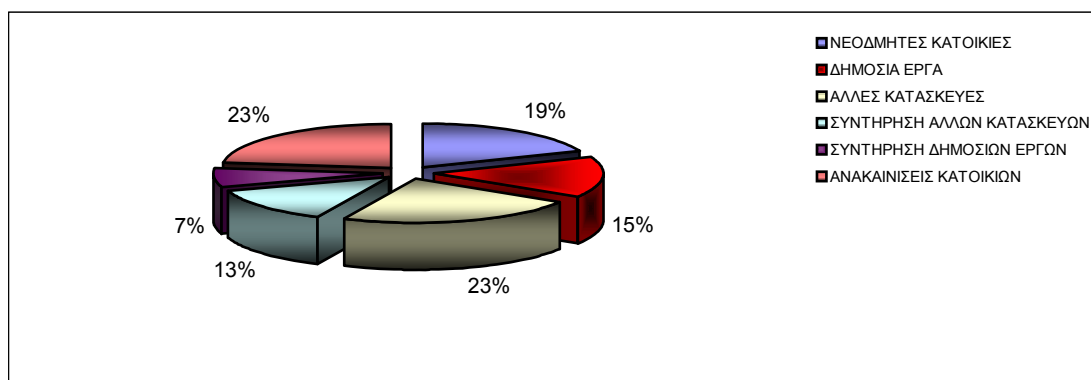
Διάγραμμα 2



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Cembureau

Αναφορικά με την κατανάλωση τσιμέντου στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η τάση παρέμεινε θετική με μια αύξηση της τάξεως του 1,6 %, με τις νεοεισελθείσες χώρες στην ευρωπαϊκή κοινότητα να παρουσιάζουν την μεγαλύτερη ζήτηση και αντίστοιχα κατανάλωση για τσιμέντο. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι το μεγαλύτερο ποσοστό από την κατανάλωση τσιμέντου πηγαίνει για την κατασκευή ή επιδιόρθωση ιδιωτικών κατοικιών. Το ποσοστό αυτό έφτασε το 46 %, με την κατανάλωση τσιμέντου για δημόσια έργα ή επιδιορθώσεις αυτών να καταλαμβάνει το 22 %. Γενικά οι τιμές των οικοδομικών υλικών εμφανίστηκαν σταθεροποιημένες σε όλη την Ευρώπη, παρόλη τη σημαντική αύξηση του κόστους μεταφοράς, που προήλθε κατά κύριο λόγο από την απότομη άνοδο των ναύλων. Παρακάτω παρουσιάζουμε την κατανομή της κατανάλωσης, ανά τομέα χρήσης του τσιμέντου, στην Ευρωπαϊκή Ένωση για το έτος 2003.

Διάγραμμα 3



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Cembureau

Εκρηκτική παρέμεινε και η κατανάλωση τσιμέντου στη Κίνα, με αυτή να παρουσιάζει, για τρίτη συνεχόμενη χρονιά, σωρευτική αύξηση της τάξεως του 17%. Σε αυτό συνέβαλε ο οργανισμός της κατασκευαστικής και οικοδομικής δραστηριότητας που επικρατεί την τελευταία τριετία στην εν λόγω χώρα.

12.2 Η ελληνική βιομηχανία παραγωγής τσιμέντου το 2003

Αναφορικά με την ελληνική πραγματικότητα στη βιομηχανία παραγωγής τσιμέντου, το έτος 2003 υπήρξε ιδιαίτερα θετικό. Ο ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου αυξήθηκε σε πραγματικούς όρους για ένατη συνεχή χρονιά κατά 9,7% το 2003, έναντι 6,7% το προηγούμενο έτος. Οι επενδύσεις για εξοπλισμό σημείωσαν άνοδο κατά 7,0% συγκριτικά με το 3,4% του 2002. Οι επενδύσεις σε κατασκευές παρουσίασαν αύξηση 12,5% το 2003, ξεπερνώντας το 8,2% που είχε επιτευχθεί το 2002. Η μεγάλη αύξηση της τάξης του 16,6% στον κλάδο των κατασκευών, εκτός του τομέα της κατοικίας, αποτέλεσε καθοριστικό παράγοντα, οφειλόμενο στην έξαρση του ρυθμού εκτέλεσης των έργων υποδομής για τους Ολυμπιακούς Αγώνες. Σύμφωνα με τις άδειες δόμησης που εκδόθηκαν το 2003, ο όγκος της δραστηριότητας για την κατασκευή ιδιωτικών κατοικιών αυξήθηκε, αν και με βραδύτερους ρυθμούς συγκριτικά με τα προηγούμενα έτη, επιβράδυνση που αποδίδεται στη βραδύτερη ανάπτυξη των στεγαστικών δανείων που ανέρχεται στο 25% το 2003, έναντι 35,6% το προηγούμενο έτος.

Όπως ήταν αναμενόμενο από τα παραπάνω το έτος 2003, η αγορά βίωσε μία ακόμη διαδοχική χρονιά με ρεκόρ επιδόσεων στην κατανάλωση τσιμέντου. Η ανάπτυξη ήταν αναλογικά μεγαλύτερη στην Αττική, όπου υλοποιούνται τα έργα υποδομής για τους Ολυμπιακούς Αγώνες.

Την ελληνική αγορά στο τομέα της παραγωγής τσιμέντου μονοπώλησαν για ακόμη ένα έτος δύο εταιρίες, η Ανώνυμος Εταιρία τσιμέντων Τιτάν και η Ανώνυμος

Γενική Εταιρία τσιμέντων Ηρακλής. Ουσιαστικά οι δύο αυτές εταιρίες μαζί κατέχουν σχεδόν το σύνολο της εγχώριας παραγωγής τσιμέντου. Η τρίτη εταιρία που εντοπίζεται στο κλάδο είναι η εταιρία τσιμέντων Χάλυβας, που παράγει ένα πολύ μικρό ποσοστό. Η εγχώρια παραγωγή τσιμέντου για το 2003 ξεπέρασε τα 16 εκ. τόνους, με αυτή να μοιράζεται στις τρεις προαναφερθείσες εταιρίες με 6,5 εκ τόνους για Τιτάν ΑΕ, 8,5 εκ. τόνους για την ΑΓΕΤ Ηρακλής και 1 εκ για την εταιρία τσιμέντων Χάλυβας.

Διάγραμμα 4



Πηγή δεδομένων Ένωση Τσιμεντοβιομηχανιών Ελλάδος

Από τα 16 εκ. τόνων τσιμέντου, τα 11,5 εκ. περίπου διατέθηκαν για κάλυψη της εγχώριας ζήτησης, ενώ τα υπόλοιπα 4,5 εξήχθησαν σε χώρες του εξωτερικού. Οι κυριότεροι τόποι προορισμού για το έτος 2003 ήταν οι ανατολικές ακτές των ΗΠΑ, η Μέση Ανατολή, οι βόρειες ακτές της Αφρικής και χώρες της κεντρικής Ευρώπης.

Κεφάλαιο 13

Τα βασικά θεμελιώδη μεγέθη του Ομίλου Τιτάν κατά το έτος 2003

13.1 Αποτελέσματα της Τιτάν Α.Ε 1^ο τριμήνου 2003

Η εταιρία Τιτάν Α.Ε δημοσίευσε, όπως ορίζει ο νόμος για τις εισηγμένες, τα αποτελέσματα 1^ο τριμήνου για την οικονομική χρήση του 2003 στις 20/05/03.

Οι πωλήσεις του Ομίλου Τιτάν το 1^ο τρίμηνο του 2003 περιορίστηκαν σε 209 εκ. €, παρουσιάζοντας μείωση 8% σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2002. Τα λειτουργικά κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) έφτασαν τα 42 εκ. €, μειωμένα κατά 15%. Τα καθαρά κέρδη του Ομίλου, μετά τα δικαιώματα μειοψηφίας και την πρόβλεψη για φόρους, περιορίστηκαν σε 5 εκ. €, εμφανίζοντας μείωση 72%.

Η διοίκηση του Ομίλου απέδωσε τα δυσμενή αποτελέσματα, χαρακτηρίζοντας τα ως μη αντιπροσωπευτικά για το σύνολο του έτους, στους εξής παράγοντες:

- A. Της εποχικότητας που παρουσιάζει η ζήτηση των προϊόντων του Ομίλου, η οποία παρουσιάζεται μειωμένη στις αρχές κάθε έτους. Γεγονός είναι ότι από την έρευνα την οποία κάναμε την τελευταία τετραετία, τα αποτελέσματα του Ομίλου Τιτάν παρουσιάζονται περιορισμένα κατά το 1^ο τρίμηνο κάθε έτους.
- B. Στη μεγάλη υποτίμηση της Αιγυπτιακής Λίρας τον Ιανουάριο του 2003, η οποία και επιβάρυνε τα αποτελέσματα κατά € 11 εκ., πέραν της αρχικής πρόβλεψης των 5 εκ. €, που είχε επιβαρύνει τη χρήση του 2002.
- Γ. Η ολίσθηση του Δολαρίου έναντι του Ευρώ, κατά 25% για την αντίστοιχη περίοδο, είχε αρνητική επίπτωση στα έσοδα και τα αποτελέσματα από τις πωλήσεις στην Αμερική.
- Δ. Η αρνητική επίδραση που είχαν και οι υψηλές τιμές των καυσίμων κατά τους πρώτους μήνες του έτους, ιδιαίτερα δε του πετρελαϊκού.

Αναφορικά με την υποτίμηση του δολαρίου έναντι του ευρώ μπορεί να είχε αρνητική επίπτωση στα αποτελέσματα του Ομίλου στις ΗΠΑ, αλλά περιόρισε το ύψος

των δανειακών υποχρεώσεων που στο μεγαλύτερο μέρος τους είναι εκφρασμένες σε δολάριο.

Πιο αναλυτικά, για τις επί μέρους γεωγραφικές περιοχές όπου δραστηριοποιείται ο Όμιλος παρατηρούμε ότι αρχικά στην Ελλάδα η ζήτηση τσιμέντου και αδρανών υλικών παρουσίασε κάμψη κατά το 1^ο τρίμηνο. Στις βορειοανατολικές και μεσανατολικές πολιτείες των ΗΠΑ, η ζήτηση εμφάνισε σοβαρή μείωση, ενώ αντίθετα, στην Πολιτεία της Florida, που δεν επηρεάζεται από εποχικές διακυμάνσεις, η ζήτηση διατηρήθηκε σε ικανοποιητικά επίπεδα. Στην Αίγυπτο σημειώθηκε μεγάλη υστέρηση στην προσαρμογή των τιμών του τσιμέντου στις νέες συνθήκες που δημιούργησε η σοβαρή υποτίμηση του νομίσματος, με συνέπεια τα αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως του τριμήνου να είναι αρνητικά, γεγονός που απεικονίζεται στη λογιστική κατάσταση ως ζημίες συμμετοχών. Στα δυτικά Βαλκάνια, οι πωλήσεις περιορίστηκαν σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα, ενώ αντίθετα, στη Βουλγαρία επικράτησαν συνθήκες ανάλογες με τις περσινές.

Στη μητρική Εταιρία, οι πωλήσεις μειώθηκαν κατά 6% και ανήλθαν σε € 86 εκ., τα λειτουργικά κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA) έφτασαν τα € 28 εκ., μειωμένα κατά 5%, ενώ τα καθαρά κέρδη μετά τούς φόρους έφθασαν τα € 17 εκ., εμφανίζοντας αύξηση 3%.

13.2 Αποτελέσματα της Τιτάν Α.Ε εξαμήνου 2003

Οι πωλήσεις του Ομίλου Τιτάν το 1^ο εξάμηνο του 2003 διαμορφώθηκαν σε 488 εκ. €, παρουσιάζοντας μείωση 5% σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2002. Τα λειτουργικά κέρδη, προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA) έφτασαν τα € 121 εκ., μειωμένα κατά 9%. Τα καθαρά κέρδη του Ομίλου, μετά τα δικαιώματα μειοψηφίας και την πρόβλεψη για φόρους, διαμορφώθηκαν σε € 46 εκ., εμφανίζοντας μείωση 1.5%.

Αναφορικά με το 1^ο εξάμηνο, ήταν ότι μετά από ένα δύσκολο πρώτο τρίμηνο, επηρεασμένο από δυσμενείς συνθήκες και αρνητικές συναλλαγματικές διαφορές, η απόδοση του Ομίλου κατά το δεύτερο τρίμηνο έφερε τα αποτελέσματα του εξαμήνου σε ανάλογα περίπου επίπεδα με αυτά του 2002.

Ενδεικτικό είναι το γεγονός ότι η εξασθένηση του δολαρίου έναντι του ευρώ κατά 23% σε σχέση με το 1^ο εξάμηνο του 2002, είχε ως αποτέλεσμα χαμηλότερα έσοδα και λειτουργικά κέρδη από τις Η.Π.Α. Με σταθερή την ισοτιμία δολαρίου/ευρώ, οι πωλήσεις του Ομίλου θα ήταν αυξημένες κατά 4% και τα λειτουργικά κέρδη μειωμένα κατά 4%.

Πιο αναλυτικά, για τις επί μέρους γεωγραφικές περιοχές όπου δραστηριοποιείται ο Όμιλος:

⇒ Στην Ελλάδα, η ζήτηση δομικών υλικών ανέκτησε ουσιαστικά το χαμένο έδαφος στη διάρκεια του πρώτου τριμήνου.

- ⇒ Στις ΗΠΑ, η αγορά συνέχισε να παρουσιάζει ελαφριά κάμψη, με εξαίρεση την Πολιτεία της Florida, όπου η ζήτηση διατήρησε την ανοδική της πορεία.
- ⇒ Στην Αίγυπτο, οι τιμές του τσιμέντου ανέκαμψαν από τα επίπεδα ύφεσης του πρώτου τριμήνου μετά τον επαναπροσανατολισμό της ανταγωνιστικής σε κόστος Αιγυπτιακής τσιμεντοβιομηχανίας προς τις εξαγωγές οι οποίες απορρόφησαν σημαντική ποσότητα του πλεονάσματος παραγωγής που πίεζε τις τιμές στην εγχώρια αγορά.
- ⇒ Στα Βαλκάνια, οι αγορές κινήθηκαν στα ίδια περίπου επίπεδα.

Στη μητρική Εταιρία, Α.Ε. Τσιμέντων Τιτάν, οι πωλήσεις μειώθηκαν κατά 2% και ανήλθαν σε € 200 εκ., τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) έφτασαν τα € 65 εκ., μειωμένα κατά 6%, ενώ τα καθαρά κέρδη μετά τούς φόρους αυξήθηκαν κατά 20% σε € 54 εκ., συμπεριλαμβανομένων και € 15 εκ. εσόδων από συμμετοχές.

13.3 Αποτελέσματα της Τιτάν Α.Ε ενιαμήνου 2003

Οι πωλήσεις του Ομίλου Τιταν το 1^ο εννεάμηνο του 2003 διαμορφώθηκαν σε 780 εκ. €, παρουσιάζοντας μείωση 1% σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2002. Τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) έφτασαν τα 215 εκ. €, μειωμένα κατά 3%. Τα καθαρά κέρδη του Ομίλου, μετά τα δικαιώματα μειοψηφίας και την πρόβλεψη για φόρους, αυξήθηκαν κατά 4% και ανήλθαν σε 87 εκ. €.

Ουσιαστικά η ανάκαμψη που παρατηρήθηκε κατά το δεύτερο τρίμηνο του έτους, εξακολούθησε το τρίτο τρίμηνο.

Για άλλη μια φορά όμως η εξασθένηση του δολαρίου έναντι του ευρώ κατά 21% σε σχέση με το α' εννεάμηνο του 2002, είχε ως αποτέλεσμα χαμηλότερα έσοδα και λειτουργικά κέρδη από τις Η.Π.Α. Με σταθερή την ισοτιμία δολαρίου/ευρώ, οι πωλήσεις του Ομίλου θα ήταν αυξημένες κατά 7% και τα λειτουργικά κέρδη κατά 1%.

Πιο αναλυτικά, για τις επί μέρους γεωγραφικές περιοχές όπου δραστηριοποιείται ο Όμιλος:

Στην Ελλάδα, η ζήτηση δομικών υλικών συνέχισε την ελαφρά ανοδική της πορεία και κάλυψε το χαμένο έδαφος που προκάλεσαν οι δυσμενείς συνθήκες στη διάρκεια του πρώτου τριμήνου.

Στις ΗΠΑ, η αγορά παρουσίασε συνολικά στασιμότητα, με τις συνθήκες ζήτησης στην Πολιτεία της Φλόριντα να σημειώνουν βελτίωση ενώ, αντίθετα στις Πολιτείες της Βιρτζίνια και της Β. Καρολίνα να παρουσιάζουν κάμψη.

Στην Αίγυπτο, παρά τον προσανατολισμό της πλεονάζουσας δυναμικότητας προς εξαγωγές, η γενικότερη δυσπραγία δεν επέτρεψε ουσιαστική βελτίωση της οικονομικής απόδοσης.

Στα Δυτικά Βαλκάνια, οι αγορές κινήθηκαν στα ίδια περίπου επίπεδα. Αντίθετα, στη Βουλγαρία, οι συνθήκες παρουσίασαν περαιτέρω βελτίωση.

Στη μητρική Εταιρία, Α.Ε. Τσιμέντων Τιτάν, οι πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 2% και ανήλθαν σε 320 εκ. €, τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) έφτασαν τα 115 εκ. €, αυξημένα κατά 3%, ενώ τα καθαρά κέρδη μετά τους φόρους αυξήθηκαν κατά 19% σε 83 εκ. €, συμπεριλαμβανομένων και 15 εκ. € εσόδων από συμμετοχές.

13.4 Αποτελέσματα έτους 2003 της Τιτάν Α.Ε

Στις 26 Φεβρουαρίου του 2004 η εταιρία Τιτάν Α.Ε ανακοίνωσε τα αποτελέσματα της οικονομικής χρήσης του 2003.

Ο ενοποιημένος κύκλος εργασιών διαμορφώθηκε σε 1.036 εκ. €, παραμένοντας αμετάβλητος έναντι του 2002. Τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) αυξήθηκαν κατά 1% και ανήλθαν σε € 296 εκ. Τα ενοποιημένα καθαρά κέρδη, μετά την αφαίρεση των φόρων και δικαιωμάτων μειοψηφίας, ανήλθαν σε € 125 εκ., παρουσιάζοντας άνοδο 10%.

Η μητρική εταιρία Α.Ε. Τσιμέντων TITAN σημείωσε αύξηση των πωλήσεων κατά 5% φθάνοντας το ύψος των € 430 εκ. Τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) της εταιρίας ανήλθαν σε 156 εκ. €, παρουσιάζοντας αύξηση 7%. Τα καθαρά της κέρδη, μετά από φόρους, ανήλθαν σε 111 εκ. €. παρουσιάζοντας αύξηση κατά 24%, συμπεριλαμβανομένων και € 15 εκ. εσόδων από συμμετοχές.

Για την χρήση 2003 το διοικητικό συμβούλιο της Α.Ε. τσιμέντων Τιτάν αποφάσισε στην ετήσια τακτική γενική συνέλευση των μετόχων στις 24 Μαΐου του 2004, τη διανομή μερίσματος ύψους 0,95 € (0,475 € αναπροσαρμοσμένο) ανά μετοχή, έναντι € 0,85 (0,425 € αναπροσαρμοσμένο) της χρήσης του 2002).

Τα κέρδη ανά μετοχή (EPS) ανήλθαν στα 2,98 € αυξημένα έναντι του 2002 κατά περίπου 9,5 %. Αντίστοιχα και η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) παρουσιάζεται αυξημένη σε σχέση με το 2002, προσεγγίζοντας το 29 % σε σχέση με το 27 % του προηγούμενου έτους.

Οι καθαρές υποχρεώσεις του Ομίλου ανήλθαν στα 386,6 εκ. € παρουσιάζοντας αύξηση κατά 24 % σε σχέση με το προηγούμενο έτος, ενώ ο δείκτης κάλυψης τόκων παρουσιάζεται αυξημένος στις 12,3 φορές σε σχέση με τις 9,5 φορές του προηγούμενου έτους. Ο λόγος λειτουργικών κερδών (EBITDA) προς ανήλθε στις 1,3 φορές σε σχέση με τις 1,06 φορές του 2002. Γενικά οι υποχρεώσεις του Ομίλου παρουσιάζονται αυξημένες κατά την οικονομική χρήση του 2003 σε σχέση με το 2002, κυρίως εξαιτίας

των εκτεταμένων επενδύσεων σε πάγιο εξοπλισμό, της τάξεως των 222 εκ . € που πραγματοποίησε η εταιρία καθώς και εξαγορών εταιριών στη περιοχή της Βαλκανικής.

13.5 Συμπεράσματα 13^{ου} κεφαλαίου

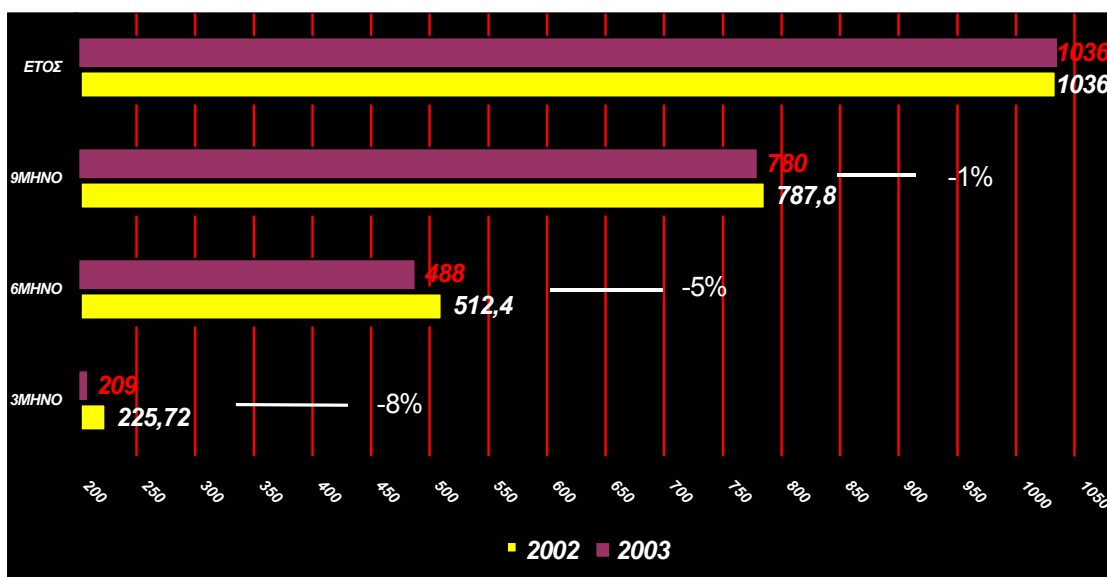
Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάσαμε την εξέλιξη των βασικών θεμελιωδών μεγεθών του Ομίλου και της μητρικής της εταιρίας Τιτάν Α.Ε. Είδαμε ότι ενώ η εταιρία είχε ένα πολύ δύσκολο πρώτο τρίμηνο κατάφερε και ανέκαμψε στη συνέχεια. Η ανάκαμψη, παρόλη τη δυσμενή συναλλαγματική συγκυρία, υπήρξε κατά τη γνώμη μας εντυπωσιακή.

Στο τέλος της οικονομικής χρήσης κατόρθωσε μάλιστα να παρουσιάσει και θετικό πρόσημο στους ρυθμούς ανάπτυξης της εταιρίας σε σχεδόν όλα τα βασικά θεμελιώδη μεγέθη της, δηλαδή στο κύκλο εργασιών, τα λειτουργικά και καθαρά κέρδη τόσο σε επίπεδο Ομίλου όσο και μητρικής.

Τα όσα αναφέρουμε παραπάνω, παρουσιάζονται με το καλύτερο κατά τη γνώμη μας τρόπο στη συνέχεια μέσω διαγραμμάτων, συγκρίνοντας την πορεία των βασικών αυτών θεμελιωδών μεγεθών ανά τρίμηνο, εξάμηνο, εννιάμηνο και έτος για τις οικονομικές χρήσεις 2002 και 2003.

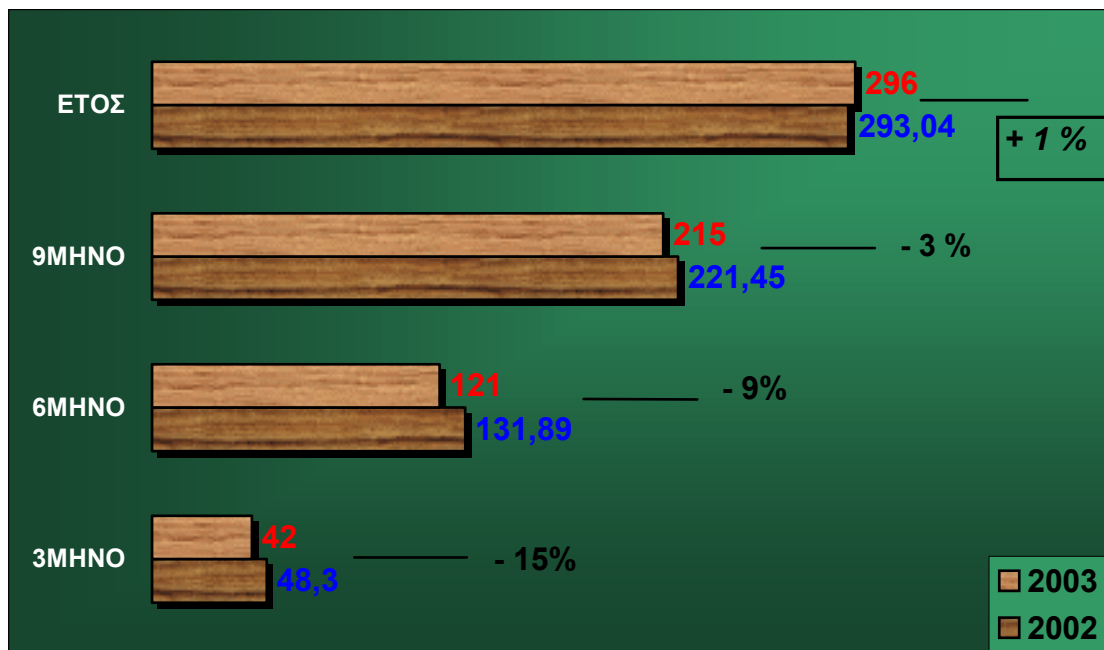
Κύκλος εργασιών Ομίλου 2002-2003 εκ. ευρώ.

Διάγραμμα 1

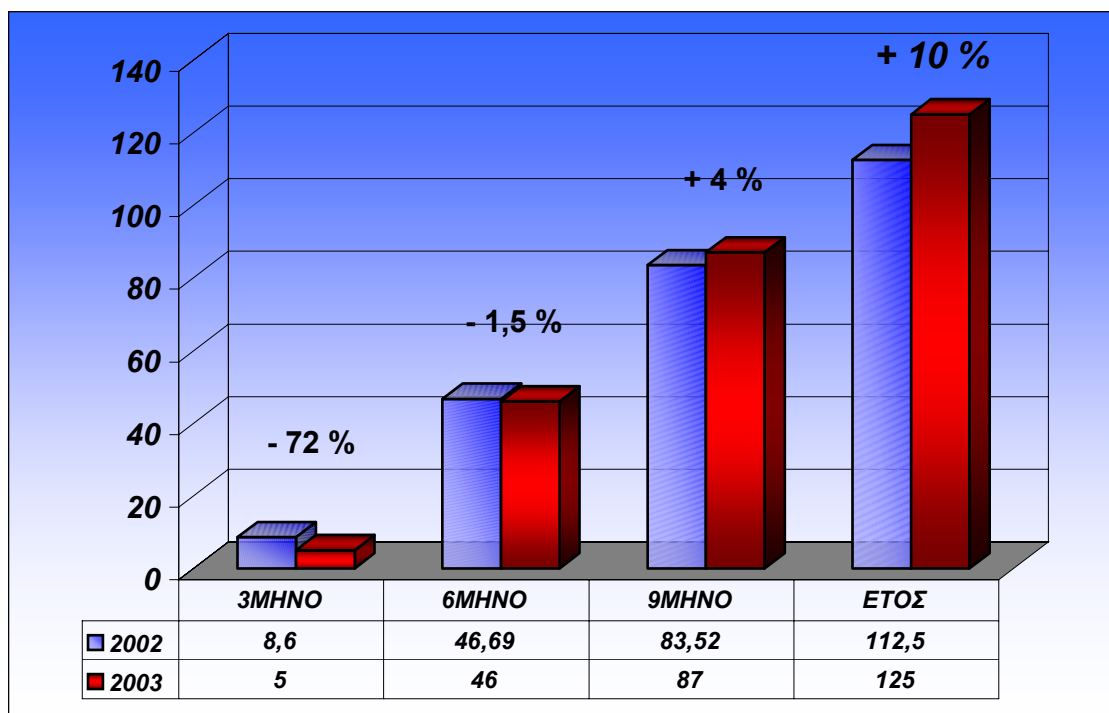


Λειτουργικά κέρδη Ομίλου 2002-2003 σε εκ. ευρώ

Διάγραμμα 2



Καθαρά κέρδη Ομίλου 2002-2003 σε εκ. ευρώ



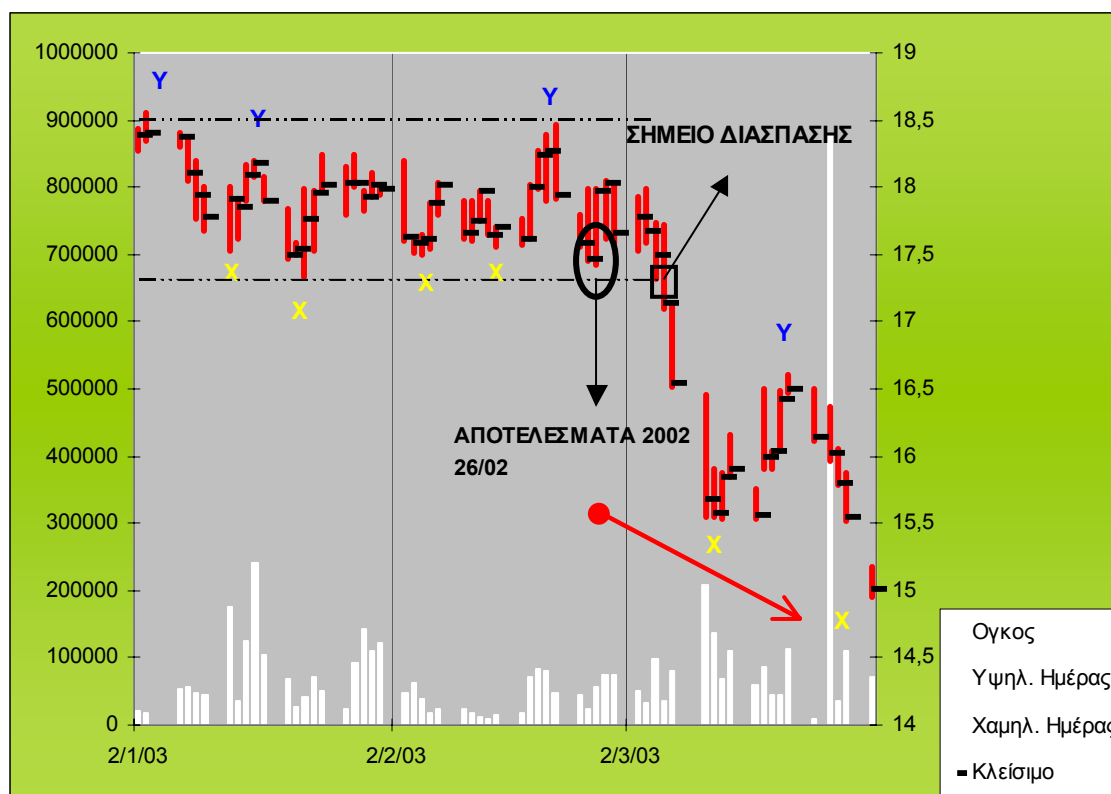
Κεφάλαιο 14

Εξέταση της συμπεριφοράς της μετοχής του Ομίλου Τιτάν κατά το έτος 2003

14.1 Η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής της εταιρίας Τιτάν κατά το πρώτο τρίμηνο του 2003

Έχοντας για αφετηρία τα θεμελιώδη μεγέθη του πρώτου τριμήνου της οικονομικής χρήσης του 2003, θα προσπαθήσουμε να εξετάσουμε τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής της Τιτάν ΑΕ στο εν λόγω χρονικό διάστημα.

Διάγραμμα 1

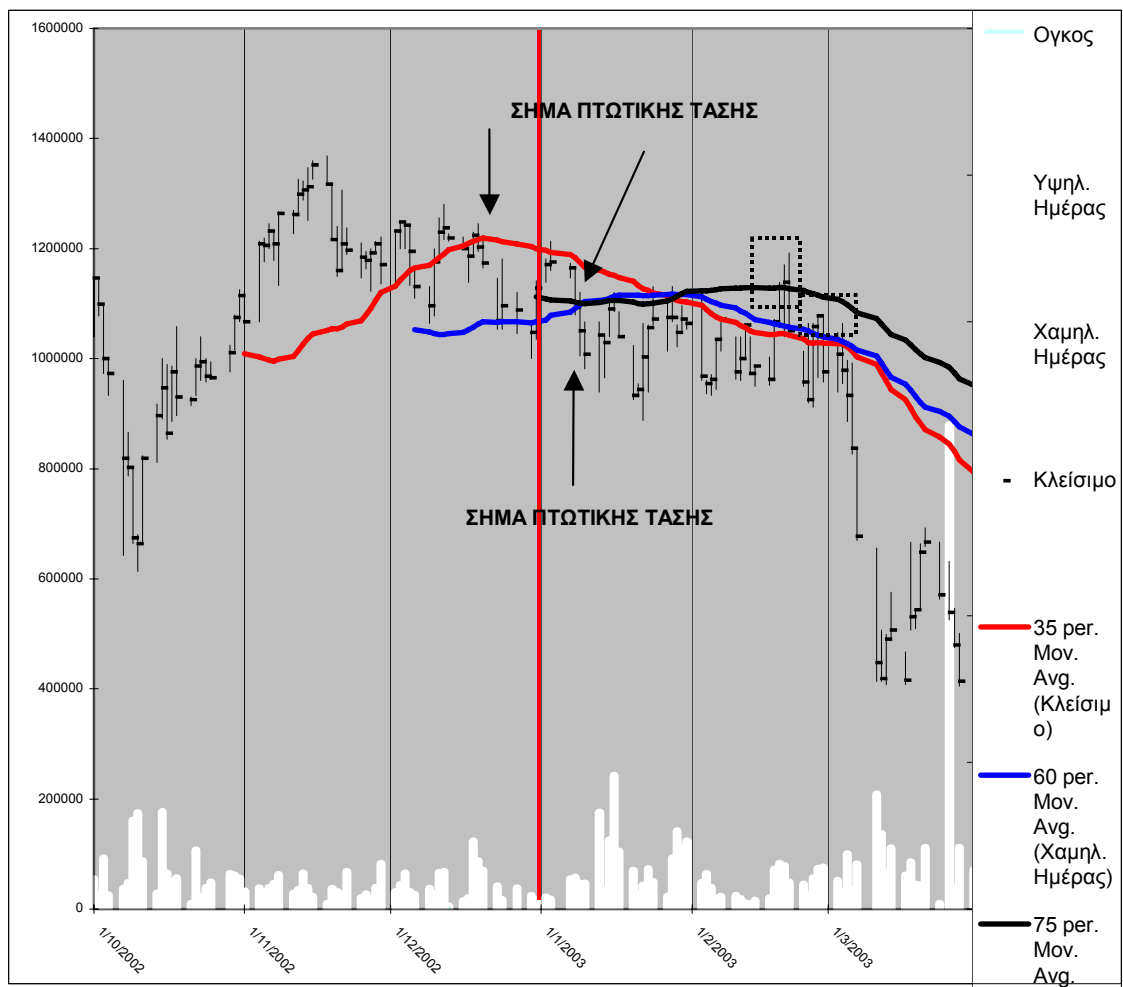


Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

Στο διάγραμμα 1 απεικονίζεται η πορεία της τιμής της μετοχής της Τιτάν Α.Ε για τη χρονική περίοδο 2/1/03 – 31/03/03 (α τρίμηνο). Αρχικά εντοπίσαμε τα X και Y

θέτοντας $N = 5$ ημέρες. Εντοπίσαμε 6 X και 4 Y. Αυτό που αρχικά παρατηρήσαμε είναι, ότι για τη χρονική περίοδο 2/1/03 –5/3/03 η τιμή της μετοχής δεν παρουσιάζει κάποια συγκεκριμένη τάση. Προσδιορίσαμε μία ζώνη με το κάτω άκρο να ορίζεται στα 17,33 € και το άνω άκρο στα 18,55 €. Η εν λόγω ζώνη συναλλαγών διασπάται προς τα κάτω στις 6/03/03 με τη τιμή της μετοχής να κάνει χαμηλό ημέρας τα 17,1 €. Από το σημείο εκείνο και μετά μπορούμε να μιλάμε πλέον για καθαρή πτωτική πορεία της τιμής της μετοχής. Στη τελευταία συνεδρίαση του τριμήνου η τιμή της μετοχής της Τιτάν ΑΕ θα κάνει χαμηλό ημέρας τα 14,95 €, τη συγκεκριμένη τιμή είχε να τη δει η εν λόγω μετοχή πριν τη μεγάλη άνοδο της περιόδου 1998-99. Από τις αρχές Μαρτίου μέχρι τα τέλη του ίδιου μήνα η μετοχή θα έχει χάσει 17 % της τιμής της, ενώ από τις αρχές του τριμήνου η απώλειες αγγίζουν το 19 %. Στη συνέχεια θα προσπαθήσουμε να εντοπίσουμε σημάδια πώλησης ή αγοράς της μετοχής με βάση τους κινητούς μέσους, τους ταλαντωτές των τιμών, τους συνδυασμούς δεικτών ορμής της τιμής και όγκου καθώς και του ταλαντωτή των τιμών.

Διάγραμμα 2

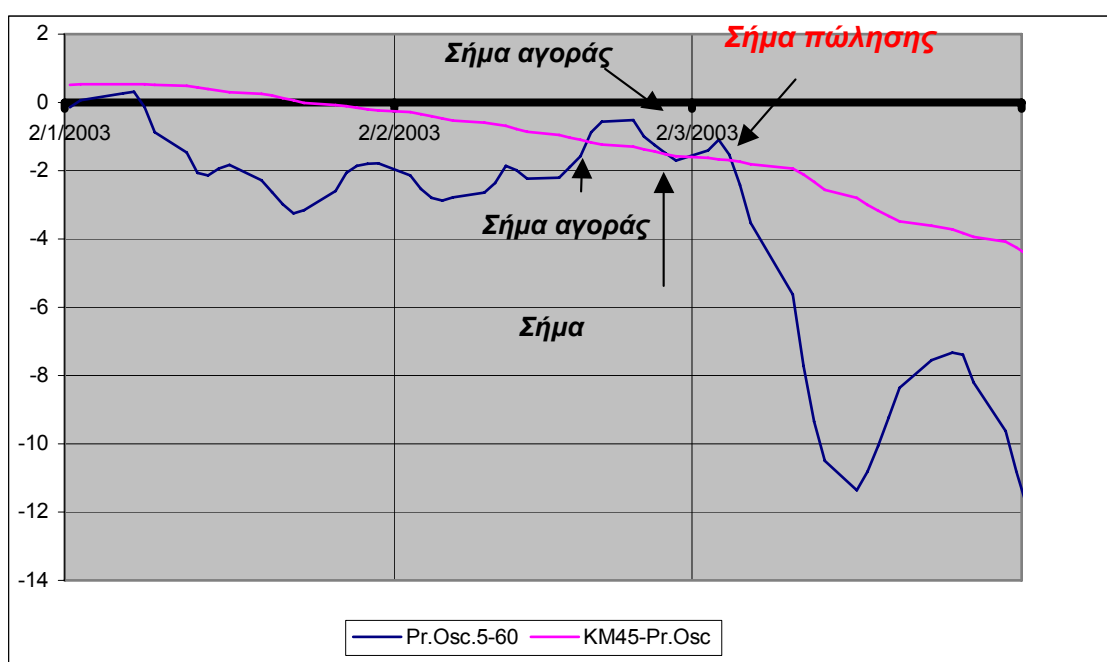


Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

Στο διάγραμμα 2 έχουμε χρησιμοποιήσει τρεις διαφορετικούς κινητούς μέσους, 35, 60 και 75 ημερών. Όπως παρατηρούμε καθαρά, η πτωτική τάση έχει ουσιαστικά

Ξεκινήσει από μέσα Νοεμβρίου του 2002. Ο βραχυχρόνιος κινητός μέσος των 35 ημερών μας έδωσε το πλέον έγκαιρο σήμα αρχής της πτωτικής τάσης. Ενώ τόσο ο κινητός μέσος των 60 και 75 ημερών δίνουν ταυτόχρονα σχεδόν, σήμα της πτωτικής τάσης. Αυτό που παρουσιάζεται να έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, είναι ότι ο πιο μακροχρόνιος κινητός μέσος της ανάλυσης μας δείχνει, όπως είναι φυσιολογικό άλλωστε, να μην δίνει σήμα αντιστροφής της τάσης στις ακραίες τιμές προς τα τέλη Μαΐου. Κλείνοντας με την ανάλυση των κινητών μέσων αναφέρουμε ότι ο εντοπισμός της ζώνης των συναλλαγών όπως προσδιορίστηκε νωρίτερα δεν αναιρείται. Όπως έχουμε τονίσει σε προηγούμενο κεφάλαιο η αλλαγή του χρονικού ορίζοντα εξέτασης δίνει διαφορετικά συμπεράσματα στην ανάλυση εκάστοτε ανάλυση.

Διάγραμμα 3



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

Στο διάγραμμα 3 παρουσιάζουμε τον ταλαντωτή 5-60 και τον κινητό μέσο αυτού. Ουσιαστικά ο συγκεκριμένος ταλαντωτής έδωσε τρία μη έγκυρα σήματα αγοραπωλησίας μετοχών. Η ζώνη των συναλλαγών που εντοπίσαμε νωρίτερα με την καθαρά πλευρική κίνηση της τιμής της μετοχής του Τιτάνα δείχνει αν μη τι άλλο να «μπερδεύει» τον ταλαντωτή των τιμών. Στη πρώτη περίπτωση δίνει σήμα αγοράς, αφού ο εν λόγω ταλαντωτής διασπά τον κινητό του μέσο προς τα πάνω, λίγο αργότερα δίνει σήμα πώλησης και μία συνεδρίαση αργότερα δίνει και πάλι σήμα αγοράς. Παρόλα αυτά το πραγματικά εντυπωσιακό είναι ότι το έγκυρο και έγκαιρο σήμα πώλησης που δίνει ο εν λόγω δείκτης συμπίπτει ακριβώς³⁷ με την ημέρα διάσπασης της ζώνης συναλλαγών που ορίσαμε στο πρώτο τρίμηνο. Ένα άλλο σημείο στο οποίο θα σταθούμε αφορά το γεγονός ότι έστω και αν ακολουθούσαμε όλα τα σημάδια του εν λόγω δείκτη, τα οφέλη

³⁷ Στις 6/03/03

τα οποία θα αποκομίζαμε από την πώληση (στο τελευταίο σήμα που έδωσε ο ταλαντωτής) πριν την έντονη πτωτική κίνηση της τιμής της εξεταζόμενης μετοχής, θα ήταν η αποφυγή απωλειών της τάξης του 13 % !. Από τα όσα αναφέραμε παραπάνω ο συγκεκριμένος ταλαντωτής μπορεί να χαρακτηριστεί αξιόπιστος για τη χρονική περίοδο και τη μετοχή που εξετάζουμε.

Αναφορικά με τους όγκους των συναλλαγών αυτοί παρουσιάζονται να αυξάνουν κατά το τελευταίο μήνα του εν λόγω τριμήνου, γεγονός το οποίο σηματοδοτεί σύμφωνα με την τεχνική ανάλυση συνέχιση αυτής της πτωτικής πορείας που παρουσιάζεται έντονη το μήνα Μάρτιο. Στη συνέχεια βέβαια θα δούμε ότι η πτώση ουσιαστικά συνεχίστηκε για λίγες μόνο συνεδριάσεις και η τιμή ανέκαμψε στο δεύτερο τρίμηνο του 2003.

Στις 26/02/03 η εταιρία Τιτάν ανακοινώνει τα αποτελέσματα της οικονομικής χρήσης του 2002, τα οποία χαρακτηρίζονται ως θετικά με αύξηση των καθαρών κερδών της τάξης του 11 %. Όμως η αγορά παρουσιάζεται να έχει προεξοφλήσει ουσιαστικά τα καλά αποτελέσματα της χρήσης του 2002 και βρίσκεται σε αναμονή του πρώτου τριμήνου του 2003.

Στο προηγούμενο κεφάλαιο είδαμε τα αποτελέσματα τριμήνων της Τιτάν ΑΕ. Το πρώτο τρίμηνο υπήρξε πραγματικά πολύ δύσκολο για τον Όμιλο με τα καθαρά κέρδη να παρουσιάζουν μείωση της τάξης του 72 % σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2002. Από τις αρχές του Μαρτίου του 2003 η αγορά δείχνει να ενημερώνεται για τα απογοητευτικά αποτελέσματα του Ομίλου με αποτέλεσμα όπως είδαμε την απότομη υποχώρηση της τιμής της μετοχής. Οι πρώτες δημοσιεύσεις, από ελληνικούς και ξένους επενδυτικούς οίκους, σχετικά με τη πορεία των αποτελεσμάτων του Ομίλου κάνουν την εμφάνιση τους περίπου δύο μήνες πριν από την επίσημη δημοσίευση των αποτελεσμάτων από τον Όμιλο και τρεις εβδομάδες πριν κλείσει το πρώτο τρίμηνο. Η αγορά όπως είδαμε αντέδρασε έντονα πτωτικά σε αυτές τις ειδήσεις σε συνδυασμό με το αρνητικό επενδυτικό κλίμα που επικρατούσε την εποχή εκείνη. Στο σημείο αυτό τονίζουμε τη σημασία που έχει για τις χρηματιστηριακές αγορές ο παράγων πληροφόρηση, την οποία η τεχνική ανάλυση πιστεύει πως η πορεία της μετοχής τον ενσωματώνει.

Στην πρώτη αυτή ανάλυση είδαμε πόσο χρήσιμα συμπεράσματα μπορούμε να βγάλουμε γύρω από την πορεία της τιμής μιας μετοχής αν χρησιμοποιήσουμε τη σκέψη, τη φιλοσοφία και τα εργαλεία³⁸ της τεχνικής ανάλυσης, και πόσο πιο ολοκληρωμένα συμπεράσματα μπορούμε να εξάγουμε γύρω από την μετοχή ή την αγορά την οποία εξετάζουμε. Η θεμελιώδης ανάλυση αδυνατεί να επεξεργαστεί τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής της Τιτάν ΑΕ, ενώ από την άλλη πλευρά η τεχνική ανάλυση δεν είναι σε θέση να εξηγήσει την αιτία της εν λόγω συμπεριφοράς της τιμής της μετοχής. Παρόλα αυτά η θεμελιώδης ανάλυση αδυνατεί ως προς τη χρονική στιγμή τοποθέτησης της επένδυσης (Timing), ενώ η τεχνική ανάλυση δείχνει να προσανατολίζεται με μεγαλύτερη εγκυρότητα προς αυτό το θέμα. Πριν κλείσουμε αυτό το πρώτο κομμάτι θυμίζουμε ότι τα χρηματιστήρια είναι δυναμικού χαρακτήρα αγορές που κινούνται με

³⁸ Στην ανάλυση μας χρησιμοποιήσαμε συγκεκριμένα εργαλεία, βέβαια η τεχνική ανάλυση έχει ένα πολύ μεγάλο αριθμό δεικτών και γενικότερα εργαλείων. Σκοπός θα τονίσουμε και πάλι δεν είναι η εξαντλητική παρουσίαση της εν λόγω χρηματιστηριακής ανάλυσης, αλλά το κατά πόσο τα μειονεκτήματα της θεμελιώδους ανάλυσης μπορούν αν μη τι άλλο να καλυφθούν από τη τεχνική ανάλυση.

βάση τις προσδοκίες και την επενδυτική ψυχολογία. Όπως αναφέραμε νωρίτερα η θεμελιώδης μέθοδος ανάλυσης δείχνει να αδυνατεί στο να καθορίσει τα δύο αυτά στοιχεία..

Ο δυναμικός χαρακτήρας της μελέτης μας, γύρω από την τεχνική ανάλυση της πορείας της μετοχής της εταιρίας Τιτάν, εμφανίζεται αν μη τι άλλο στο σημείο εκείνο που η τιμή της μετοχής εισέρχεται σε πτωτική τροχιά δύο μήνες πριν την επίσημοι ανακοίνωση των αποτελεσμάτων του πρώτου τριμήνου και ένα περίπου μήνα πριν κλείσουν οι λογιστικές καταστάσεις της εν λόγω χρονικής περιόδου. Η θεμελιώδης ανάλυση άποψη μας είναι πως θα αδυνατούσε να προβλέψει μία τόσο έντονη πτώση στις αρχές Μαρτίου, μη ξεχνάμε άλλωστε ότι την περίοδο την οποία εξετάζουμε η επενδυτική ψυχολογία στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών χαρακτηρίζεται ως ιδιαίτερα αρνητική, με τον Γ.Δ να βρίσκεται σε συνεχή πτωτική τροχιά από το 2000.

Παρόλα αυτά πιστεύουμε , ότι τη προσδοκία σε μια αγορά, σε μια μετοχή, θετική ή αρνητική την δημιουργεί τόσο η φημολογία και η ειδησεολογία όσο και η επιστημονικά τεκμηριωμένη οικονομική ανάλυση θεμελιωδών μεγεθών. Η αγορά, με την ευρεία του όρου έννοια, θα είναι αυτή που είτε σε βραχυπρόθεσμο είτε σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα θα οδηγήσει στη σύγκλιση θεμελιωδών μεγεθών και προσδοκιών. Το πότε θα γίνει αυτό αν μη τι άλλο **ακριβώς** θα το καθορίσει η αγορά και μόνο η αγορά.

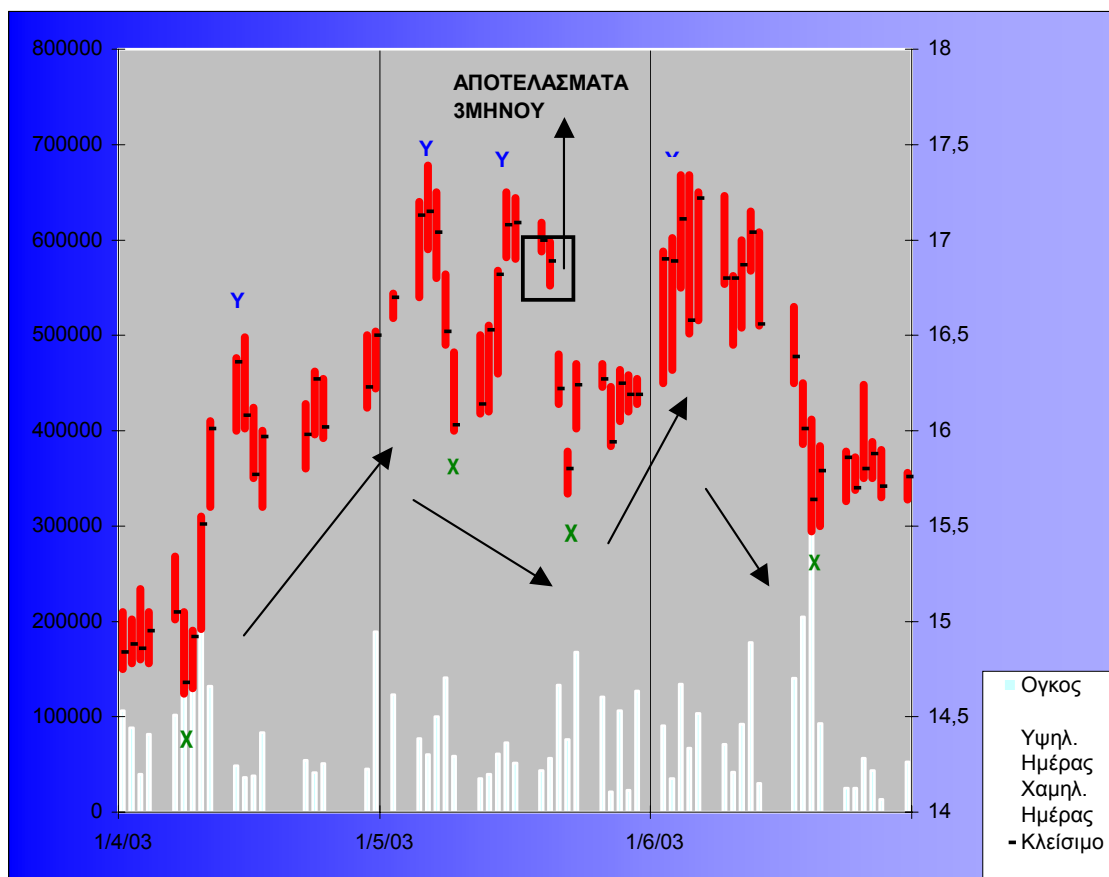
14.2 Η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής της εταιρίας Τιτάν κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2003

Συνεχίζοντας την ανάλυση μας γύρω από την πορεία της τιμής της μετοχής της Τιτάν ΑΕ στο δεύτερο τρίμηνο της οικονομικής χρήσης του 2003 εντοπίσαμε αντίστοιχα X και Y όπως και παραπάνω. Η εν λόγω περίοδος χαρακτηρίζεται από έντονες διακυμάνσεις στη τιμή της μετοχής τόσο από μέρα σε μέρα όσο και ενδοσυνεδριακά. Το χαμηλό το οποίο κάνει στις 8/4/03 στα 14,62 € λόγω των απογοητευτικών αποτελεσμάτων του πρώτου τριμήνου και της αρνητικής επενδυτικής ψυχολογίας αποτελεί μία τιμή την οποία είχε να δει η εν λόγω μετοχή περισσότερο από μια εξαετία. Στη συνέχεια η τιμή της μετοχής ακολουθώντας και την γενικότερη αλλαγή στο επενδυτικό κλίμα, αφού μη ξεχνάμε ότι από εκείνη την περίοδο και μετέπειτα ο γενικός δείκτης κινήθηκε έντονα ανοδικά, προσεγγίζει τα επίπεδα των 17,5 € αλλά και πάλι βρίσκεται να υποχωρεί. Όπως παρατηρούμε και από το σχεδιάγραμμα η τάση της τιμής της μετοχής ουσιαστικά είναι ακαθόριστη. Το τρίμηνο θα κλείσει με την μετοχή να βρίσκεται στα επίπεδα των 15,7 €.

Η μέση εμπορευσιμότητα της μετοχής παρουσιάζεται σχετικά αυξημένη σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο. Σε αυτό συνηγορεί η εν γέννη επιστροφή του επενδυτικού κοινού στη χρηματιστηριακή αγορά. Τα πρώτα δημοσιεύματα γύρω από τα αποτελέσματα εξαμήνου του Ομίλου παρόλο που είναι ενθαρρυντικά δεν δείχνουν να πείθουν το επενδυτικό κοινό. Στο προηγούμενο κομμάτι είδαμε ότι στο δεύτερο

τρίμηνο ουσιαστικά ο Όμιλος ανέκαμψε αλλά τα θεμελιώδη μεγέθη του Ομίλου έδειχνα να υπολείπονται της προηγούμενης χρήσης. Η τιμή της μετοχής ουσιαστικά δεν ακολουθεί την ανοδική πορεία του γενικού δείκτη αλλά βρίσκεται εγκλωβισμένη όπως θα δούμε σε παρακάτω κομμάτι, σε μία ζώνη συναλλαγών που θα κρατήσει εννέα μήνες περίπου. Στο δεύτερο αυτό τρίμηνο οποιαδήποτε προσπάθεια εξαγωγής συμπερασμάτων με μόνο εργαλείο τα θεμελιώδη μεγέθη της εταιρίας αποτυγχάνει να εξηγήσει της εν λόγω κινήσεις. Ας δούμε όμως αν τα εργαλεία της τεχνικής ανάλυσης μπορούν να δώσουν σήματα αγοραπωλησίας μετοχών.

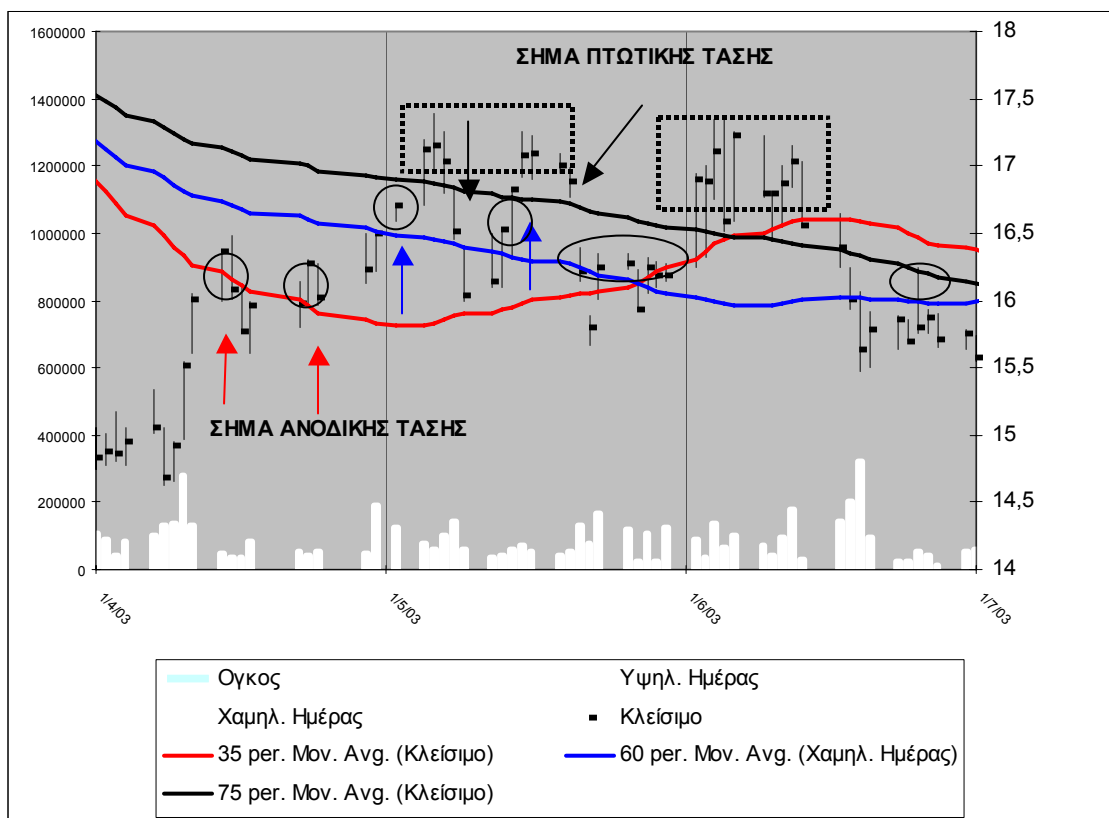
Διάγραμμα 4



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

Θα συνεχίσουμε την ανάλυση μας όπως και στο προηγούμενο τρίμηνο, εξετάζοντας τους κινητούς μέσους 35, 60 και 75 ημερών για να δούμε αρχικά από εκεί αν είχαμε τυχόν σημάδια αλλαγής της τάσης. Οι εν λόγω κινητοί μέσοι παρουσιάζονται παρακάτω στο διάγραμμα 4. Θα εντοπίσουμε τις διασπάσεις του κινητού μέσου από τις τιμές και θα δούμε το κατά πόσο έγκυρες και έγκαιρες υπήρξαν. Θυμίζουμε ότι ανοδική διάσπαση του κινητού μέσου από τις τιμές μπορεί να είναι σημάδι αναστροφής της πτωτικής σε ανοδική τάση και το αντίθετο.

Διάγραμμα 5



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

Αυτό που παρατηρούμε αν μη τι άλλο είναι οι συνεχείς ανοδικές και καθοδικές διασπάσεις των κινητών μέσων και ιδιαίτερα του πιο βραχυχρόνιου. Το γεγονός αυτό είναι φυσιολογικό αναλογιζόμενοι του γεγονότος ότι οι τιμές κινήθηκαν με έναν ιδιαίτερα νευρικό τρόπο.

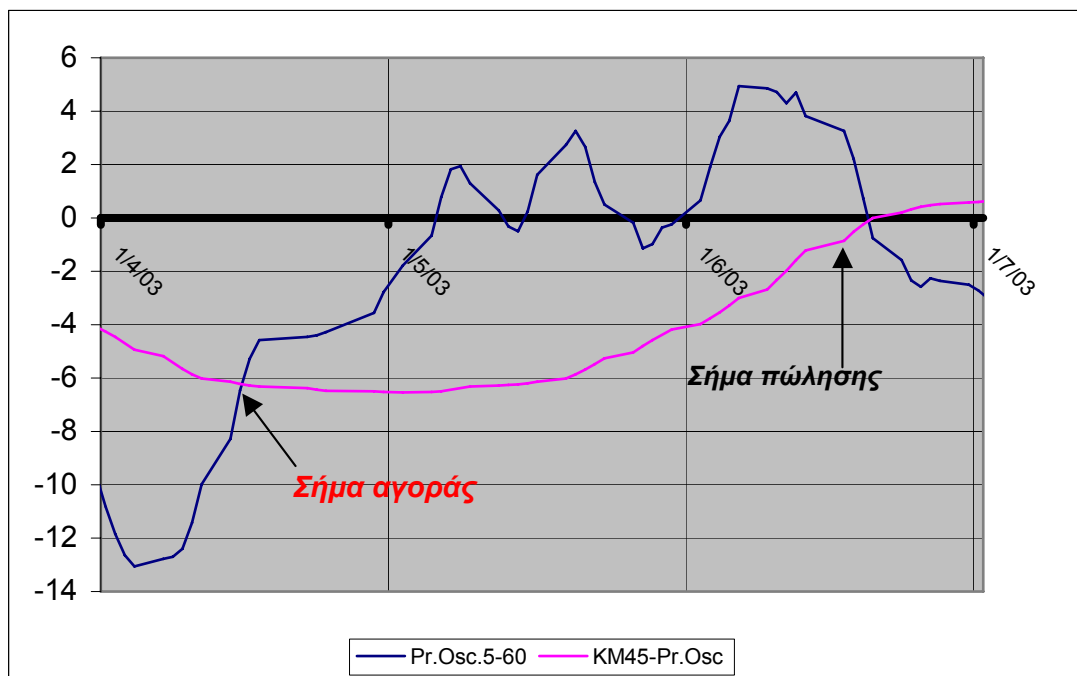
Ο κινητός μέσος των 35 ημερών έδωσε όπως είναι φυσιολογικό έγκυρο σήμα ανατροπής της τάσης. Αφού έχει την μικρότερη χρονική υστέρηση σε σχέση με τους άλλους δύο. Μη ξεχνάμε ότι οι κινητοί μέσοι ομαλοποιούν ουσιαστικά της αυξομειώσεις των τιμών και όσο πιο μακροπρόθεσμη είναι τόσο μεγαλύτερο το ειδικό βάρος των προηγούμενων τιμών κλεισίματος.

Στη συγκεκριμένη περίπτωση τα πλέον μη έγκυρα και έγκαιρα σήματα μας τα δίνει ο κινητός μέσος των εξήντα ημερών που διασπάται συχνότερα, τόσο ανοδικά όσο και καθοδικά. Βέβαια ο εν λόγω κινητός μέσος παραμένει πτωτικός τους δύο πρώτους μήνες του εν λόγω τριμήνου και βρίσκεται να κινείται παράλληλα με τον άξονα των Χ που υποδηλώνει ότι δεν υπάρχει συγκεκριμένη τάση! γεγονός το οποίο διαπιστώσαμε και εμείς για όλη τη διάρκεια.

Τέλος κλείνοντας την ανάλυση μας με τους κινητούς μέσους της εν λόγω περιόδου παρατηρούμε ότι ο πιο μακροπρόθεσμος κινητός μέσος παραμένει σταθερά πτωτικός καθόλη τη διάρκεια του δεύτερου τριμήνου του 2003 και διασπάται ανοδικά μόνο από τις ακραίες τιμές, τα υψηλά ουσιαστικά του τριμήνου.

Συνεχίζοντας όπως και στο προηγούμενο τρίμηνο θα ασχοληθούμε με τον ταλαντωτή των τιμών.

Διάγραμμα 6



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

Στην εν λόγω περίοδο ο ταλαντωτής των τιμών έδωσε δύο σήματα, ένα αγοράς και ένα πώλησης, αφού διέσπασε μία φορά ανοδικά και μία πτωτικά τον κινητό του μέσο 40 ημερών. Αναφορικά με το σήμα αγοράς που έδωσε, αυτό μπορεί να χαρακτηριστεί ως έγκυρο και σχετικά έγκαιρο. Στις 16/04/03 που πραγματοποιείται η διάσπαση, παρατηρούμε ότι η βραχυχρόνια ανοδική κίνηση έχει ξεκινήσει αλλά εάν ακολουθούσαμε το συγκεκριμένο σήμα θα είχαμε αποδόσεις της τάξης του 12 % σε λιγότερο από ένα μήνα. Παρόλα αυτά το σήμα πώλησης που δίνει ο ταλαντωτής στις 19/06/2003 η τιμή της μετοχής βρίσκεται στα ίδια επίπεδα με αυτά του σήματος αγοράς.

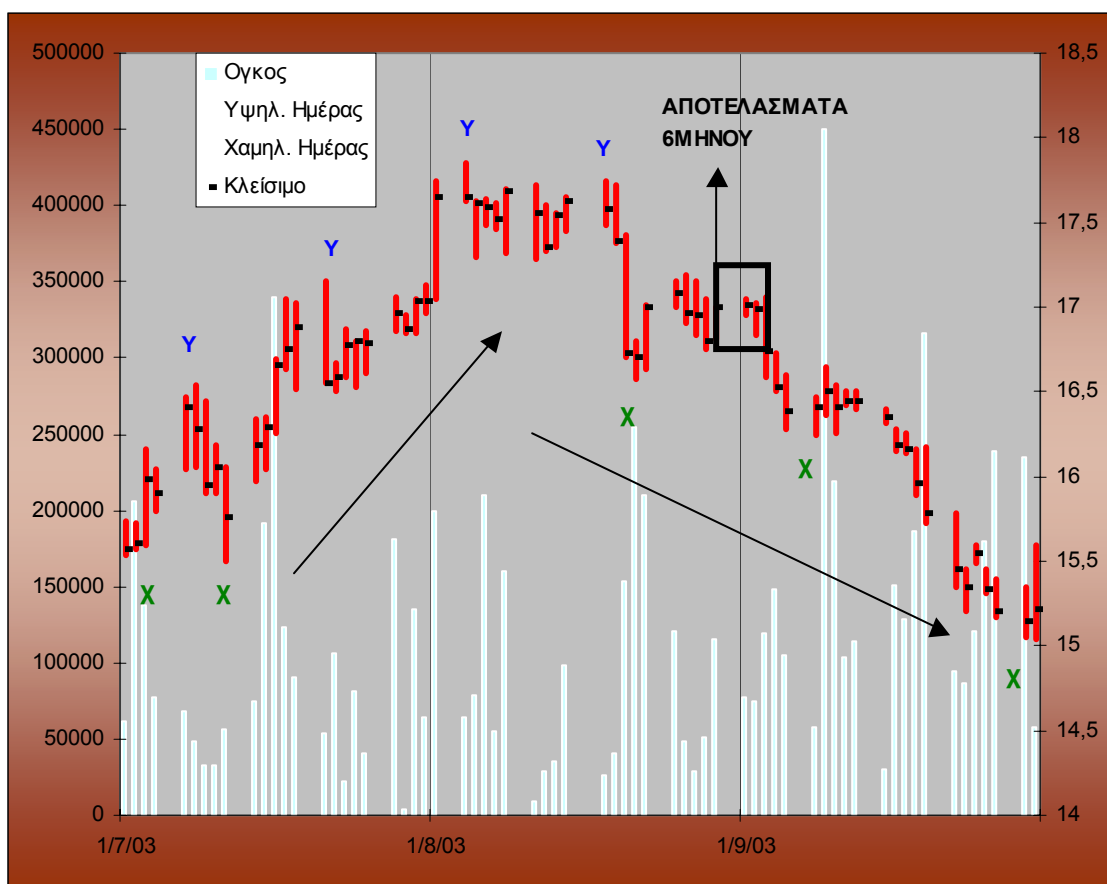
Το γεγονός ότι μεσοπρόθεσμα η τιμή της μετοχής δεν παρουσιάζει τάση ουσιαστικά «ξεγελάει» το ταλαντωτή, ο οποίος σύμφωνα με τη θεωρία της τεχνικής ανάλυσης παρουσιάζει προβλήματα σε περιόδους που οι τιμές παρουσιάζουν ατασικές κινήσεις.

Για την συγκεκριμένη περίοδο ο ταλαντωτής 5-60 δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ως ιδιαίτερα ικανός να προβλέψει τη πορεία της τιμής της μετοχής του Τιτάνα. Μάλιστα ο απλός βραχυχρόνιος κινητός μέσος των 35 ημερών παρουσιάζεται να δίνει εγκαίρως το σήμα πώλησης (μία εβδομάδα νωρίτερα και στα 16,5 €)

14.3 Η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής της εταιρίας Τιτάν κατά το τρίτο τρίμηνο του 2003

Κατά το τρίτο τρίμηνο του 2003 τα θεμελιώδη μεγέθη του Ομίλου είχαν φτάσει σε επίπεδο αντίστοιχο εκείνο του 2002, με τα καθαρά κέρδη να παρουσιάζουν αύξηση της τάξεως του 4 %. Η τιμή της μετοχής για δεύτερο συνεχόμενο τρίμηνο δεν παρουσίασε συγκεκριμένη τάση και κινήθηκε μεταξύ 15 € και 17,5 €.

Διάγραμμα 7



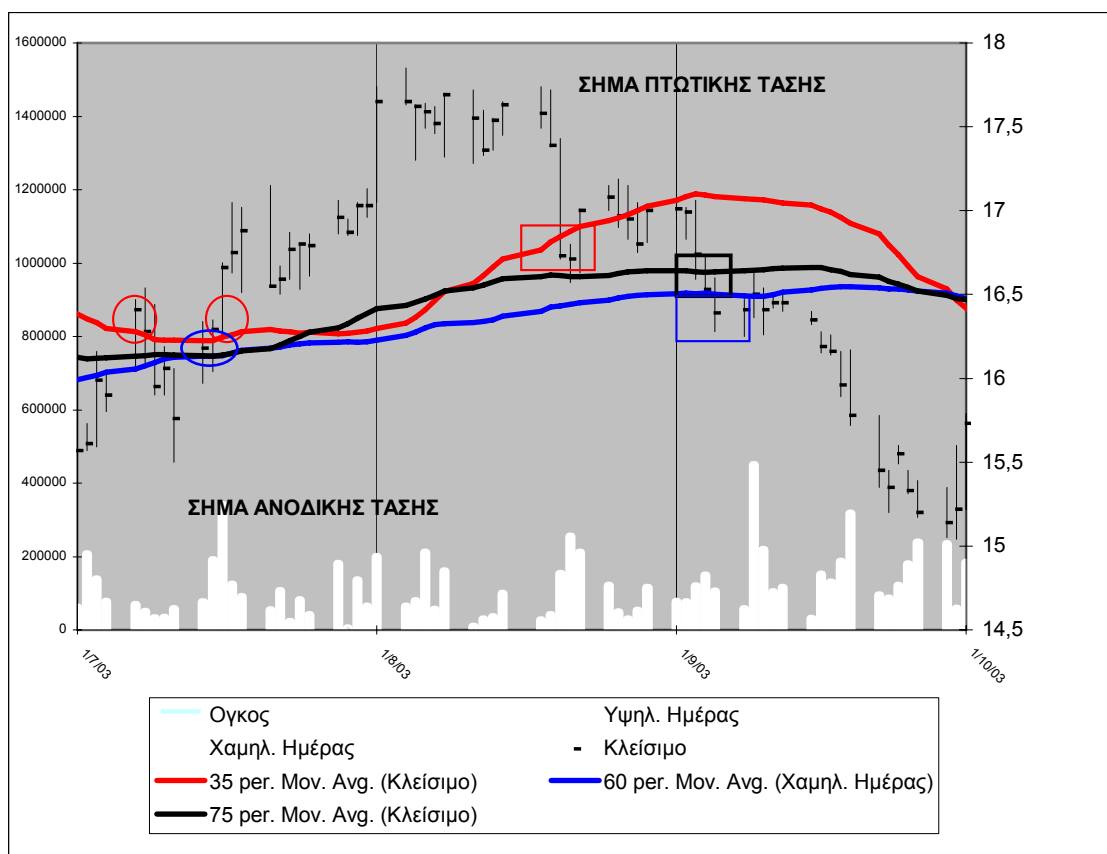
Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι η άνοδος σημειώθηκε πριν την επίσημη δημοσίευση των αποτελεσμάτων του εξαμήνου, τα οποία όπως έχουμε αναφέρει δείχνουν ότι ο Όμιλος ανέκαμψε σε μεγάλο βαθμό και ουσιαστικά «κέρδισε» το χαμένο έδαφος του πρώτου τριμήνου. Η αγορά λοιπόν δείχνει να προεξοφλεί τα σχετικά θετικά αποτελέσματα με άνοδο και στη συνέχεια να διορθώνει. Το επενδυτικό κλίμα στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά έχει πλέον καθαρά αντιστραφεί με το Γ.Δ να κερδίζει έδαφος.

Παρατηρούμε από το διάγραμμα 3 ότι αναφορικά με τις κινήσεις της τιμής της μετοχής, το τρίτο τρίμηνο χωρίζεται σε δύο περιόδους. Στο πρώτο μισό της εν λόγω περιόδου η τιμή της μετοχής διαγράφει ανοδική τροχιά, η οποία αναστρέφεται στο δεύτερο μισό σε καθαρά πτωτική.

Αναφορικά με τους όγκους των συναλλαγών, αυτοί παρουσιάζονται αισθητά αυξημένοι σε σχέση με τα δύο τρίμηνα, απόρροια του έντονου επενδυτικού ενδιαφέροντος και πάλι στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Κάτι ακόμα το οποίο παρατηρούμε με την εμπορευσιμότητα της μετοχής είναι το γεγονός τόσο στην άνοδο όσο και στη πτώση της τιμής στην εν λόγω περίοδο, οι όγκοι των συναλλαγών συνεχίζουν να αυξάνονται και με αυτό το τρόπο να μην είναι σε θέση η τεχνική ανάλυση να δώσει κάποια σημάδια προσδιορισμού της τάσης. Βέβαια στον τελευταίο μήνα του εν λόγω τριμήνου παρατηρούμε τους όγκους να βαίνουν μειούμενοι με την τιμή της μετοχής να βρίσκεται σε πτωτική τροχιά, γεγονός το οποίο σηματοδοτεί αλλαγή της πορείας της τιμής της μετοχής, κάτι το οποίο και πραγματοποιήθηκε στο επόμενο τρίμηνο. Παρόλα αυτά, ενώ λοιπόν τα θεμελιώδη μεγέθη προδιαγράφουν ότι ο Όμιλος ανέκαμψε στα περσινά επίπεδα η τιμή παρέμεινε εγκλωβισμένη σε ένα επίπεδο συναλλαγών μεταξύ 15 € και 17,5 €.

Διάγραμμα 8



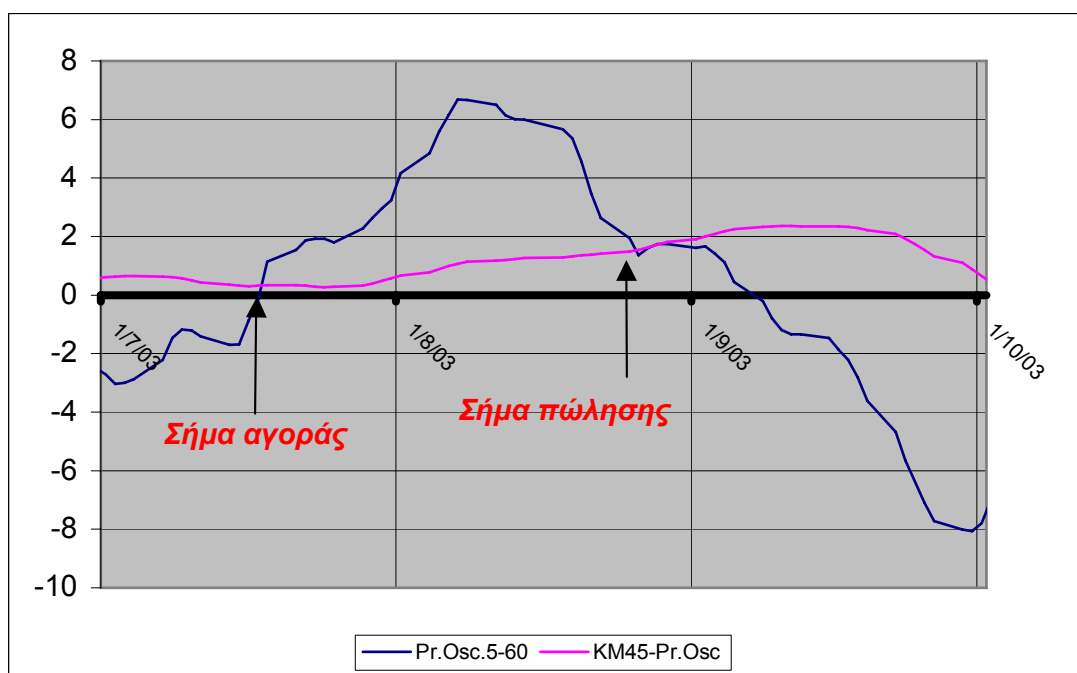
Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

Οι κινητοί μέσοι παρουσιάζονται να δίνουν έγκαιρα και έγκυρα σημάδια αναστροφής της τάσης ουτωςώστε να πραγματοποιηθούν κερδοφόρες αγοραπωλησίες της μετοχής. Αυτό είναι λογικό αφού η βραχυχρόνια τάση είναι ξεκάθαρη, τόσο στην ανοδική όσο και στη πτωτική τροχιά της.

Τα σήματα αγοράς της μετοχής δίνονται σχεδόν ταυτόχρονα και από τους τρεις κινητούς μέσους, οι οποίοι παρουσιάζονται να έχουν θετική κλίση μέχρι και τις αρχές Σεπτεμβρίου. Στη συνέχεια η κλίση αρχικά του βραχυχρόνιου κινητού μέσου των τριανταπέντε ημερών αλλάζει επιβεβαιώνοντας ταυτόχρονα και την αλλαγή της ανοδικής τάσης σε πτωτική. Ουσιαστικά το ίδιο πραγματοποιείται και στους άλλους δύο κινητούς μέσους. Στο τέλος του Σεπτέμβριο όλοι τέμνονται στα 16,5 €..

Αναφορικά με τα σήματα πώλησης, το πιο έγκυρο το δίνει ο βραχυχρόνιος κινητός μέσος ο οποίος ακολουθεί τις κινήσεις των τιμών πιο «στενά». Λίγες μέρες αργότερα θα ακολουθήσουν τα σήματα πώλησης του κινητού μέσου των 75 ημερών και τελευταίος θα δώσει σήμα ο κινητός μέσος των εξήντα ημερών. Στην εν λόγω χρονική περίοδο μπορούμε να πούμε λοιπόν ότι οι κινητοί μέσοι παρουσιάζονται αξιόπιστοι ως προς τα σήματα τα οποία έδωσαν. Στη συνέχεια θα εξετάσουμε τον ταλαντωτή των τιμών 5-60.

Διάγραμμα 9



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

Ο ταλαντωτής των τιμών 5-60 στο συγκεκριμένο τρίμηνο έδωσε ένα σήμα αγοράς και ένα σήμα πώλησης αντίστοιχα. Αναφορικά με το σήμα αγοράς αυτό παρουσιάζεται στις 17/7/03 στο επίπεδο της τιμής των 16,5 € ενώ η τιμή έκανε υψηλό τρίμηνο τα 17,85 €. Με την υπόθεση ότι αγοράζαμε στο σήμα αγοράς του εν λόγω ταλαντωτή και πουλούσαμε στο υψηλό τα κέρδη τα οποία θα πραγματοποιούσαμε θα

ήταν της τάξης του 8 %, βέβαια αυτό θα εξαρτηθεί από την στρατηγική και την ιδιοσυγκρασία του επενδυτή.

Το σήμα πώλησης που έδωσε ο ταλαντωτής 5-60 παρουσιάζεται ιδιαίτερα έγκαιρο και έγκυρο αφού είναι στα επίπεδα των 17 € ενώ η μετοχή στο τέλος του μήνα έκλεισε στα 15 €. Γενικά μπορούμε να πούμε πως ο εν λόγω ταλαντωτής υπήρξε ιδιαίτερα αξιόπιστος σε αυτό το τρίμηνο ως προς τα μηνύματα αγοραπωλησίας μετοχών τα οποία έδωσε. Αποψη μας είναι πως σε αυτό συνέβαλε το γεγονός ότι στο τρίτο τρίμηνο του 2003 η κινήσεις της τιμής της μετοχής ήταν σχετικά ομαλοποιημένες, με καθαρή τη βραχυχρόνια ανοδική και πτωτική τάση.

Κλείνοντας, τονίζουμε πως η χρηματιστηριακή εμπειρία έχει δείξει ότι αυτό που θέτει την μετοχή σε ανοδική τροχιά δεν είναι απλά και μόνο η δημιουργία κερδών, αλλά κυρίως οι ρυθμοί ανάπτυξης της εταιρίας με άμεσο επακόλουθο την αύξηση της κερδοφορίας της. Βλέπουμε επομένως πως ενώ τα θεμελιώδη μεγέθη του πρώτου τριμήνου είχαν σαν αποτέλεσμα την μείωση της τιμής της μετοχής, στη συνέχεια παρόλη την ανάκαμψη των θεμελιωδών μεγεθών της οι συμμετέχοντες στην αγορά αγοραστές και πωλητές παρουσιάζονται να «ισορροπούν», παρόλη την ανοδική και πτωτική κίνηση στην τιμή της μετοχής γύρω από τα επίπεδα που νωρίτερα περιγράψαμε.

14.4 Η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής της εταιρίας Τιτάν κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2003

Ερχόμενη στο τέταρτο τρίμηνο του 2003 η εικόνα στη συμπεριφορά της πορείας της τιμής της μετοχής παρουσιάζεται ουσιαστικά η ίδια με αυτή για να μην παρουσιάζει συγκεκριμένη τάση. Στην εν λόγω περίοδο παρατηρούμε και τις τρεις κινήσεις που χαρακτηρίζουν τις τιμές. Το μήνα Οκτώβριο η τιμή παρουσιάζεται έντονα ανοδική και βρίσκεται από το επίπεδο των 15 € στα 17 € στις αρχές Νοεμβρίου. Στη συνέχεια η κίνηση αναστρέφεται με τη τιμή της μετοχής να είναι πτωτική μέχρι να βρει επίπεδο στήριξης τα 15,7 €. Από το σημείο εκείνο και έπειτα ουσιαστικά κινείται σε μια ζώνη συναλλαγών με επίπεδο στήριξης 15,7 € και αντίστασης τα 16,4 €, χωρίς να διασπά κανένα από τα δύο όρια της ζώνης.

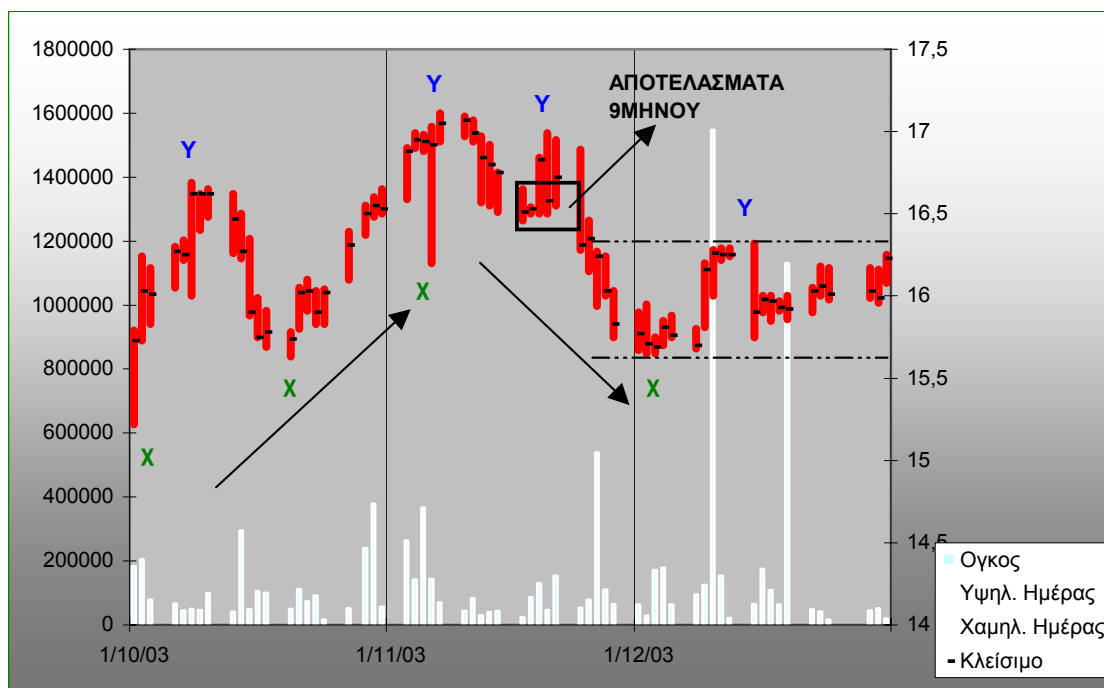
Παρόλο λοιπόν που τα επίσημα αποτελέσματα του εννιαμήνου δείχνουν ανάκαμψη για τον Όμιλο και τα δημοσιεύματα προς το τέλος του μήνα αναφέρουν ότι η χρήση θα κλείσει με ικανοποιητικά κέρδη, αυξημένα μάλιστα σε σχέση με τη προηγούμενη χρονιά, η αγορά βρίσκεται σε ισορροπία με την τιμή της μετοχής να κινείται μεταξύ 15 € και 17 €. Όμως αυτό που παρατηρείται καθαρά είναι ότι περίπου ενάμιση μήνα πριν την δημοσίευση των αποτελεσμάτων του εννιαμήνου η αγορά να προεξοφλεί αυτή την ανάκαμψη και στη συνέχεια να διορθώνει, κάτι αντίστοιχο το οποίο είδαμε και στα δύο προηγούμενα τρίμηνα.

Αναφορικά με την εμπορευσιμότητα της μετοχής αυτή κινήθηκε στα ίδια περίπου επίπεδα με τα προηγούμενα τρίμηνα

Συμπερασματικά παρατηρούμε την αγορά να είναι πιο «ευαίσθητη» σε αρνητικά δεδομένα με αποτέλεσμα να αντιδρά χρονικά πιο άμεσα σε σχέση με τα θετικά νέα και αποτελέσματα. Επομένως διαπιστώνουμε ότι σε βραχυχρόνιο επίπεδο τα αρνητικά θεμελιώδη μεγέθη και οι ειδήσεις αναφορικά με αυτά να ασκούν μεγαλύτερη σχετική επίδραση στη τιμή της μετοχής σε σχέση με τα θετικά.

Αναφορικά με τις δύο θεωρίες στο βραχυχρόνιο ορίζοντα η θεμελιώδης ανάλυση φαίνεται ουσιαστικά ανίκανη να προσδιορίσει τις μεταβολές της τιμής της μετοχής ενώ η τεχνική ανάλυση προσπαθεί να εντοπίσει κάποια σημάδια για την περαιτέρω πορεία της μετοχής. Τουλάχιστον με τα εργαλεία της τεχνικής ανάλυσης που χρησιμοποιήσαμε εμείς, η δυνατότητα πρόβλεψης είναι μηδαμινή. Παρόλα αυτά η τεχνική ανάλυση μας δίνει την δυνατότητα να επεξεργαστούμε τη πορεία των τιμών και ουσιαστικά με αυτό το τρόπο να μπορούμε να διαμορφώσουμε μία σχετικά πλήρη εικόνα γύρω από τις κινήσεις των τιμών.

Διάγραμμα 10

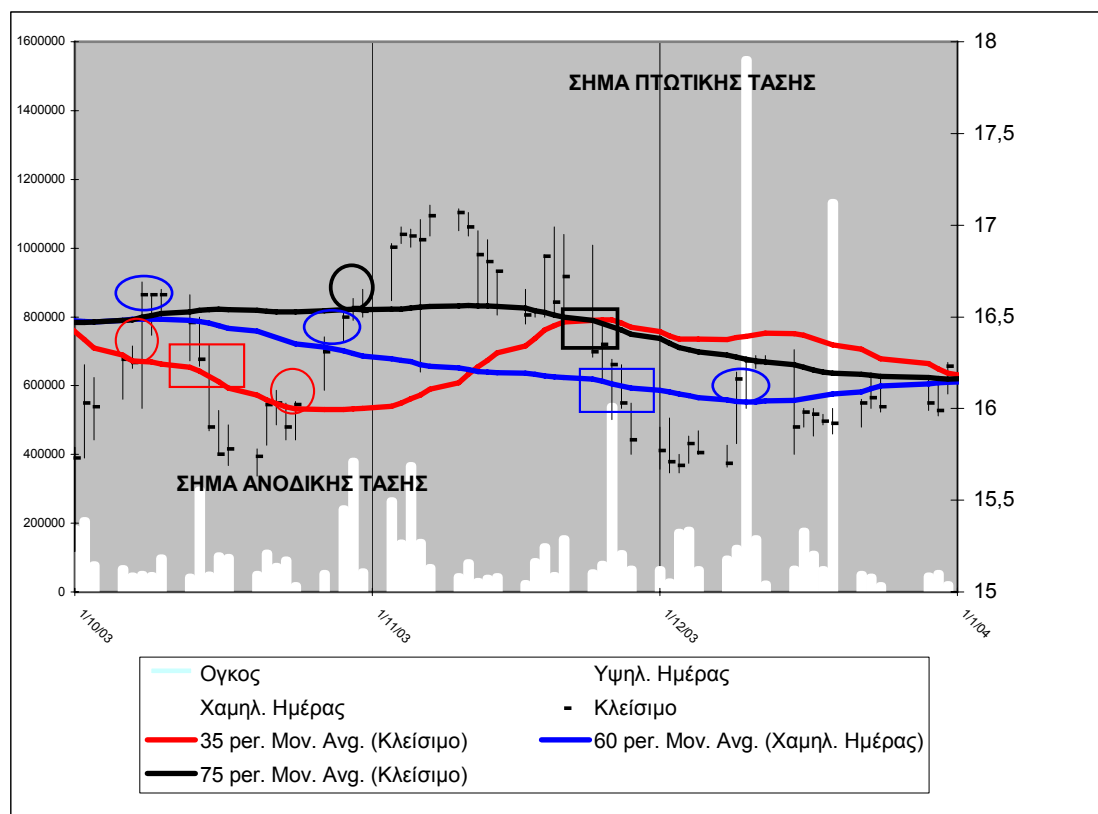


Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

Συνεχίζοντας την ανάλυση μας όπως και στα προηγούμενα τρίμηνα θα εξετάσουμε τη συμπεριφορά των κινητών μέσων και του ταλαντωτή των τιμών 5-60 κλείνοντας με αυτό το τρόπο την ανάλυση μας γύρω από την πορεία της μετοχής του Τιτάνα στο βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

Στο διάγραμμα 11 παρουσιάζονται οι κινητοί μέσοι 35, 60 και ο πιο μεσομακροπρόθεσμος των 75 ημερών.

Διάγραμμα 11



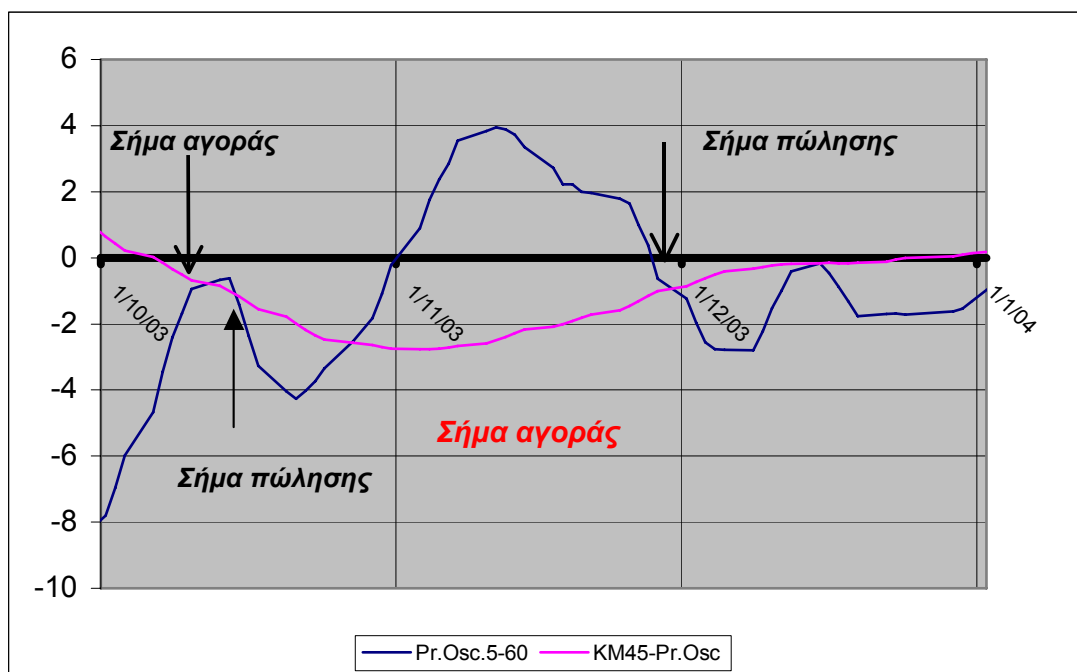
Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

Ο κινητός μέσος διασπάται ανοδικά από τη τιμή δύο φορές εκ των οποίων η μία θεωρείται έγκυρη αναφορικά με τη αντιστροφή της τάσης. Υπενθυμίζουμε στο σημείο αυτό ότι και σε αυτό το τρίμηνο η μακροχρόνια τάση παραμένει ουδέτερη αφού οι τιμές κινούνται σε ένα εύρος μεταξύ 15,5 € και 17 €, με την τιμή της μετοχής του Τιτάνα να παρουσιάζει ιδιαίτερη νευρικότητα. Ο κινητός μέσος των εξήντα ημερών δίνει ένα λανθασμένο σήμα στις αρχές του Οκτωβρίου και ένα έγκυρο προς τα τέλη του ίδιου μήνα. Το ίδιο ουσιαστικά συμβαίνει και στο πιο μακροπρόθεσμο κινητό μέσο των 75 ημερών. Αναφορικά με τον τελευταίο παρατηρούμε να κινείται παράλληλα με τον άξονα των χ δείγμα των όσων αναφέραμε νωρίτερα για την μακροπρόθεσμη τάση. Βέβαια τον τελευταίο μήνα του τριμήνου Οκτωβρίου – Δεκεμβρίου παρουσιάζεται να αλλάζει κλίση και να γίνεται πτωτικός όπως και οι άλλοι δύο κινητοί μέσοι.

Τα σήματα πώλησης που δίνουν οι τρεις αυτοί κινητοί μέσοι μπορούν να χαρακτηριστούν ως έγκυρα με τον κινητό μέσο των εξήντα ημερών να παρουσιάζεται ως ο λιγότερο έγκαιρος σε σχέση με τους άλλους τρεις.

Τέλος θα παρουσιάσουμε και εδώ τον ταλαντωτή των τιμών 5-60 στο διάγραμμα 12 και θα κλείσουμε την ανάλυση μας με την βραχυχρόνια πορεία της τιμής της μετοχής του Τιτάνα.

Διάγραμμα 12



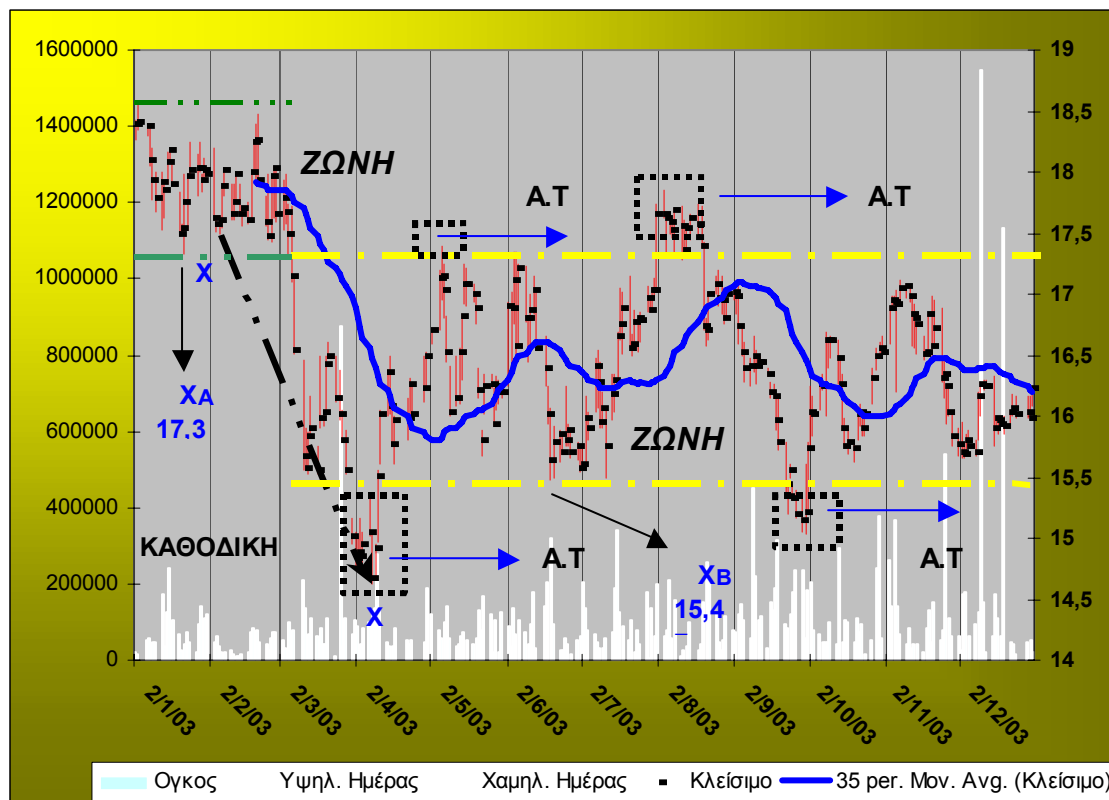
Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

Στο τελευταίο τρίμηνο του 2003 ο ταλαντωτής των τιμών μας δίνει δύο σήματα αγοράς και δύο πώλησης. Τα δύο πρώτα σήματα αγοροπαλωησίας της μετοχής χαρακτηρίζονται ως μη έγκαιρά ούτε έγκυρα. Το πρώτο σήμα αγοράς δίνεται στις 13/10/03 στα 16,3 € και δύο ημέρες αργότερα στις 15/10/03 δίνεται το πρώτο σήμα πώλησης στα 15,75 €. Είναι αυτονόητο ότι στη περίπτωση που ακολουθούσαμε αυτά τα σήματα θα είχαμε απώλειες. Στη συνέχεια ο εν λόγω ταλαντωτής δίνει ξανά σήμα αγοράς στα 16,1 €. Το συγκεκριμένο σήμα αγοράς της μετοχής θα μπορούσε να αποδώσει κέρδη στη περίπτωση που υποθέτουμε ότι θα υπήρχε πώληση στο υψηλό του μήνα στα 17,1 €. Τέλος το δεύτερο σήμα πώλησης της μετοχή που δίνεται στις 1/12/03 στα 15,67 € θα είχε αρνητικό αποτέλεσμα στη επίτευξη κερδών.

Από την ανάλυση μας είδαμε αν μη τι άλλο ότι όταν οι τιμές παρουσιάζονται να κινούνται ατασικά οι δείκτες που περιγράψαμε νωρίτερα πιθανότατα να μας οδηγήσουν σε εσφαλμένες επενδυτικές αποφάσεις. Γνώμη μας είναι ότι η απάντηση στο ερώτημα «πότε παίρνω θέση αγοράς ή πώλησης» τουλάχιστον με τα εργαλεία που εμείς χρησιμοποιήσαμε δεν μπορεί να δοθεί από την τεχνική ανάλυση σε ικανοποιητικό βαθμό. Βέβαια η θεωρία της τεχνικής ανάλυσης αναφέρει πως τόσο οι κινητοί μέσοι όροι όσο και οι ταλαντωτές των τιμών λειτουργούν καλύτερα σε περιόδους που υπάρχει ευδιάκριτη τάση στις τιμές ανοδική ή πτωτική. Όμως στα μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα οι κινήσεις τόσο των τιμών των μετοχών όσο και των διαφόρων δεικτών δεν κινούνται με τάσεις.

14.5 Η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής της εταιρίας Τιτάν στο μεσοπρόθεσμο ορίζοντα (έτος)

Διάγραμμα 13



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

Στο διάγραμμα 5 παρουσιάζουμε την πορεία της τιμής της μετοχής Τιτάν (ΚΟ) κατά τη διάρκεια του έτους 2003. Η ετήσια διαγραμματική απεικόνιση θα μας βοηθήσει να κατανοήσουμε με πληρέστερο τρόπο το βαθμό που επέδρασαν τα θεμελιώδη μεγέθη, όπως αυτά εξήχθησαν από τα αποτελέσματα των τριμήνων και του έτους, στη πορεία της μετοχής. Αφού εντοπίσαμε τα X και Y, σημειώνοντας στο διάγραμμα μόνο εκείνα τα οποία μας ενδιαφέρουν στην ανάλυση μας, προσδιορίσαμε δύο ζώνες συναλλαγών, ζώνη A και ζώνη B όπως αυτές παρουσιάζονται παραπάνω.

Η ζώνη A διήρκεσε λίγο περισσότερο από δύο μήνες όπου και διασπάστηκε έντονα καθοδικά στις 6/03 εξαιτίας των απογοητευτικών αποτελεσμάτων του 1^{ου} τριμήνου του Ομίλου σε συνδυασμό πάντα με την αρνητική επενδυτική ψυχολογία που επικρατούσε την εποχή εκείνη στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Η πτώση βρήκε επίπεδο στήριξης στα 14,62 €. Το άνω όριο της εν λόγω ζώνης προσδιορίστηκε στα 18,55 € και το κάτω όριο, επίπεδο στήριξης, στα 17,33 €.

Η ζώνη συναλλαγών A διαδέχθηκε τη B με το επίπεδο στήριξης της A να αντιστρέφεται σε επίπεδο αντίστασης της B, ενώ επίπεδο στήριξης πλέον για τη B

προσδιορίζεται το 14,47 €. Αυτό ουσιαστικά που παρατηρείται είναι ζώνες συναλλαγών μέσα στη πτωτική τάση. Αυτό διαπιστώνουμε και από τον κινητό μέσο τριανταπέντε ημερών ο οποίος ύστερα από έντονη πτωτική κίνηση ενώ αναστρέφεται δεν διασπά κανένα από τα όρια της ζώνης. Η ζώνη συναλλαγών Β αποδεικνύεται ιδιαίτερα αξιόπιστη αφού διαρκεί περίπου 10 μήνες με εύρος τιμών τα 2,86 € (16,5 %). Σε αυτό συνηγορούν δύο ακόμη παράγοντες. Αρχικά το γεγονός ότι το επίπεδο αντίστασης της ζώνης Β διασπάται δύο μόνο φορές, με την πρώτη να παρατηρείται ως υψηλό μίας μόνο συνεδρίασης και να ξεπερνά το άνω άκρο για μόλις 0,06 € και τη δεύτερη διάσπαση να διαρκεί για περίπου δέκα συνεδρίασης με τις μισές όμως χαμηλές ημερήσιες τιμές συνεδρίασης να είναι εντός των ορίων της ζώνης. Αναφορικά με τα επίπεδα στήριξης της ζώνης και εδώ διασπάστηκαν δύο μόλις φορές, εκ των οποίων η μία παρατηρείται στο σημείο εκείνο του διαγράμματος όπου είναι εμφανής η πτωτική τάση και η άλλη διάσπαση πραγματοποιείται για έξι μόλις συνεδρίασης.

Ο δεύτερος και σημαντικότερος παράγοντας που κάνει ιδιαίτερα αξιόπιστη την εν λόγω ζώνη συναλλαγών είναι, ότι από την αρχή της περιόδου της ζώνης, το συντριπτικά μεγαλύτερο μέρος των τιμών (περίπου το 90 %) κινήθηκε εντός των ορίων των οποίων εντοπίσαμε.

Αναφορικά με τους όγκους συναλλαγών παρατηρούμε αρχικά μία μείωση στην εμπορευσιμότητα της μετοχής μέχρι και λίγες συνεδριάσεις πριν η μετοχή βρεθεί στα χαμηλά έτους, ενώ στη συνέχεια παρατηρείται μία σταδιακή άνοδος.

14.6 Σύγκριση της πορείας της τιμής της μετοχής με το Γενικό δείκτη του ΧΑΑ.

Νωρίτερα εξετάσαμε τη πορεία της τιμής της μετοχής της Τιτάν ΑΕ σε βραχυπρόθεσμο και μεσοπρόθεσμο ορίζοντα έχοντας ως αφετηρία τα θεμελιώδη μεγέθη του Ομίλου όπως αυτά παρουσιάστηκαν μέσα από τις λογιστικές καταστάσεις. Στο παρόν κεφάλαιο συχνά αναφερθήκαμε στον όρο «επενδυτική ψυχολογία» ή επενδυτικό κλίμα.

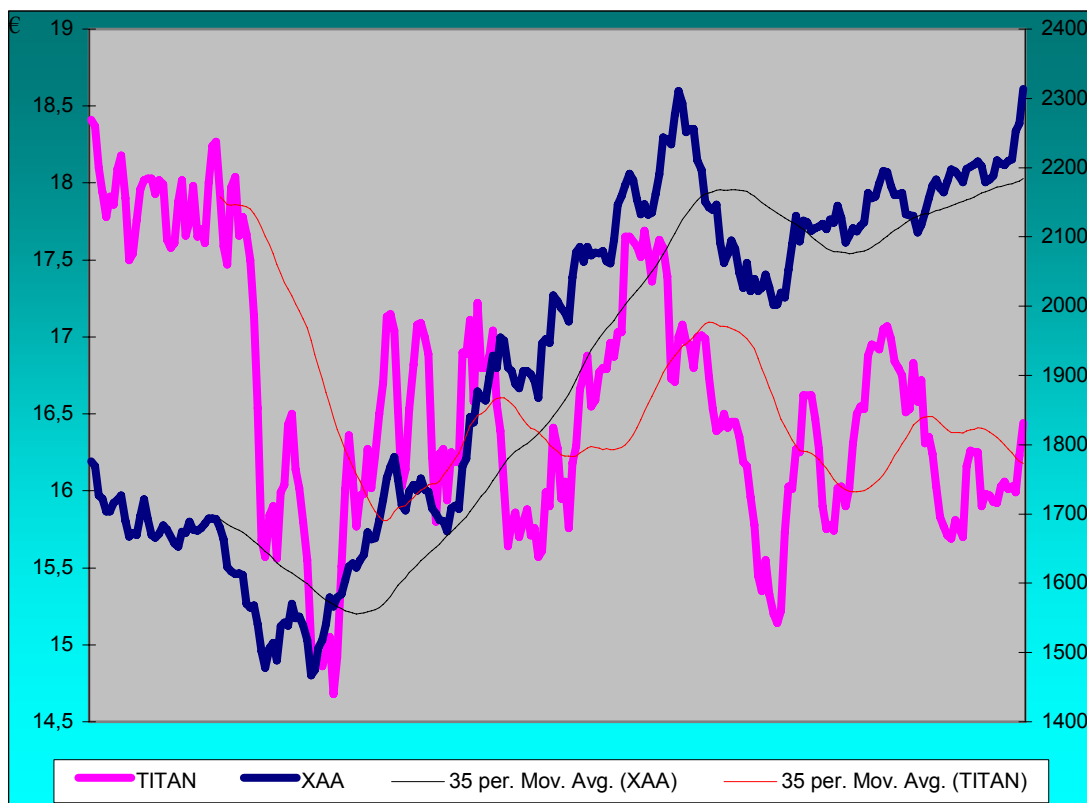
Στη συνέχεια της ανάλυσης μας θα ερευνήσουμε το επενδυτικό αυτό κλίμα που επικρατούσε στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, όπως αυτό σαφέστατα αποτυπώνεται στην πορεία του Γενικού δείκτη τιμών του ΧΑΑ.

Η ανάλυση μας θα επικεντρωθεί στη σύγκριση μεταξύ της πορείας της τιμής της μετοχής που εξετάζουμε με την πορεία του Γενικού δείκτη κατά την διάρκεια του 2003.

Το 2003 υπήρξε μία αρκετά εντυπωσιακή χρηματιστηριακή χρονιά. Όπως μας έχει διδάξει η χρηματιστηριακή ιστορία, μία μεγάλη άνοδο διαδέχεται μία μεγάλη πτώση κοκ. Αυτό που ουσιαστικά βίωσε η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά την τελευταία πενταετία ήταν ακριβώς αυτό. Τη μεγάλη άνοδο του 1998 διαδέχτηκε μία μεγάλη πτώση που κράτησε μέχρι το πρώτο δίμηνο του 2003. Στη συνέχεια οι τιμές των μετοχών σημείωσαν σημαντικότερη άνοδο, κυρίως κατά την καλοκαιρινή περίοδο, ενώ

το μήνα Σεπτέμβριο υποχώρησαν και πάλι. Από τον Οκτώβριο ο Γενικός δείκτης άρχισε να ανακάμπτει και πάλι προσεγγίζοντας τα επίπεδα του καλοκαιριού του 2003. Το διάγραμμα 7 που ακολουθεί, παρουσιάζει τις κινήσεις του Γενικού δείκτη όπως τις περιγράψαμε λίγο νωρίτερα, σε σύγκριση με την πορεία της μετοχής της Τιτάν Α.Ε.

Διάγραμμα 14



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

Στο διάγραμμα 6 παρουσιάζονται οι τιμές κλεισίματος του Γενικού δείκτη και της μετοχής της Τιτάν ΑΕ κατά τη διάρκεια του 2003 καθώς και οι αντίστοιχοι κινητοί μέσοι τριανταπέντε ημερών.

Η συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ της πορείας του Γενικού δείκτη και της μετοχής που εξετάζουμε είναι σημαντική. Όμως αν παρατηρήσουμε τους κινητούς μέσους των τιμών διαπιστώνουμε αρκετά διαφορετική συμπεριφορά.

Αρχικά κατά το πρώτο δίμηνο του έτους και οι δύο τιμές διαγράφουν πτωτική πορεία, με την μετοχή της Τιτάν να είναι σαφέστατα εντονότερη. Αυτό παρατηρείται και από την κλίση των κινητών μέσων. Στη συνέχεια η πορεία του Γενικού δείκτη ενώ διαγράφεται ανοδική, η τιμή της μετοχής της Τιτάν εγκλωβίζεται σε μία ζώνη συναλλαγών όπως την περιγράψαμε νωρίτερα.

Από το γεγονός αυτό εξάγουμε σημαντικότερα συμπεράσματα. Παρατηρούμε ότι παρόλο το θετικό επενδυτικό κλίμα που επικρατεί στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, τα θεμελιώδη μεγέθη της εταιρίας δεν πείθουν τους επενδυτές με αποτέλεσμα ενώ ο Γενικός δείκτης σημειώνει σημαντικά κέρδη της τάξεως του 36 % για το διάστημα Απριλίου – Αυγούστου, η μετοχή της Τιτάν πραγματοποιεί αυξομειώσεις μεταξύ των 15 € και 17,5 €. Στο σημείο αυτό τονίζουμε ότι το θετικό επενδυτικό κλίμα στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά διαμόρφωσε σε σημαντικό βαθμό, η εντυπωσιακή αύξηση της κερδοφορίας πολλών από τις μεγάλες εισηγμένες τράπεζες. Βλέπουμε λοιπόν πως τα θεμελιώδη μεγέθη της εταιρίας προσδιορίζουν σε μεγάλο βαθμό τη πορεία της τιμής της μετοχής της ανεξαρτήτως σε κάποιο βαθμό πάντα, του επενδυτικού κλίματος που επικρατεί.

14.7 Η συσχέτιση μεταξύ της διαχρονικής εξέλιξης των θεμελιωδών μεγεθών των εταιριών με τη πορεία των τιμών των μετοχών τους

Στο παρόν κεφάλαιο αναλύσαμε την πορεία της τιμής της μετοχής της Τιτάν ΑΕ κατά τη διάρκεια της οικονομικής χρήσης του 2003, έχοντας πάντα ως αφετηρία τα θεμελιώδη μεγέθη του Ομίλου, όπως τα αναλύσαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο. Σκοπός μας δεν ήταν τόσο η απόδειξη της ύπαρξης ή μη συσχέτισης μεταξύ της διαχρονικής εξέλιξης των θεμελιωδών μεγεθών με τη πορεία των τιμών των μετοχών τους, αλλά το «πάντρεμα» δύο σχολών σκέψης, δύο μεθόδων ανάλυσης της τεχνικής με τη θεμελιώδη θεωρία.

Στο πρώτο μέρος της παρούσης ερευνητικής προσπάθειας είδαμε τα βασικά μειονεκτήματα της θεμελιώδους ανάλυσης. Στη συνέχεια παρουσιάσαμε τη φιλοσοφία και κάποια πολύ βασικά εργαλεία της τεχνικής ανάλυσης βάση των οποίων όμως στηρίζεται το σύνολο των διαφόρων δεικτών της εν λόγω μεθόδου. Είδαμε πως η τεχνική ανάλυση υποστηρίζει πως η κάθε πληροφορία και η προσδοκία ενσωματώνονται στη τιμή της μετοχής και ότι μπορεί βάσει εμπειρικών κυρίως ερευνών αν όχι να προβλέψει ακριβώς, τουλάχιστον να δώσει κάποια αξιόπιστα σήματα αγοράς και πώλησης των μετοχών.

Η δική μας διαπίστωση από την παραπάνω ανάλυση έδειξε, τουλάχιστον με τα εργαλεία που εμείς χρησιμοποιήσαμε, δηλαδή τους κινητούς μέσους και τους ταλαντωτές των τιμών και το τονίζουμε αυτό, πως δεν είναι και τόσο αξιόπιστα τα σήματα τα οποία είχαμε. Βέβαια η εν λόγω μετοχή της συμπεριφοράς της οποίας αναλύσαμε είδαμε πως δεν είχε συγκεκριμένη τάση στη πορεία της τιμής της, αυτό όπως μάλιστα μας το επιβεβαιώνει και η θεωρία της τεχνικής ανάλυσης δυσκολεύει αρκετά τους κινητούς μέσους όρους όπως και τους ταλαντωτές των τιμών.

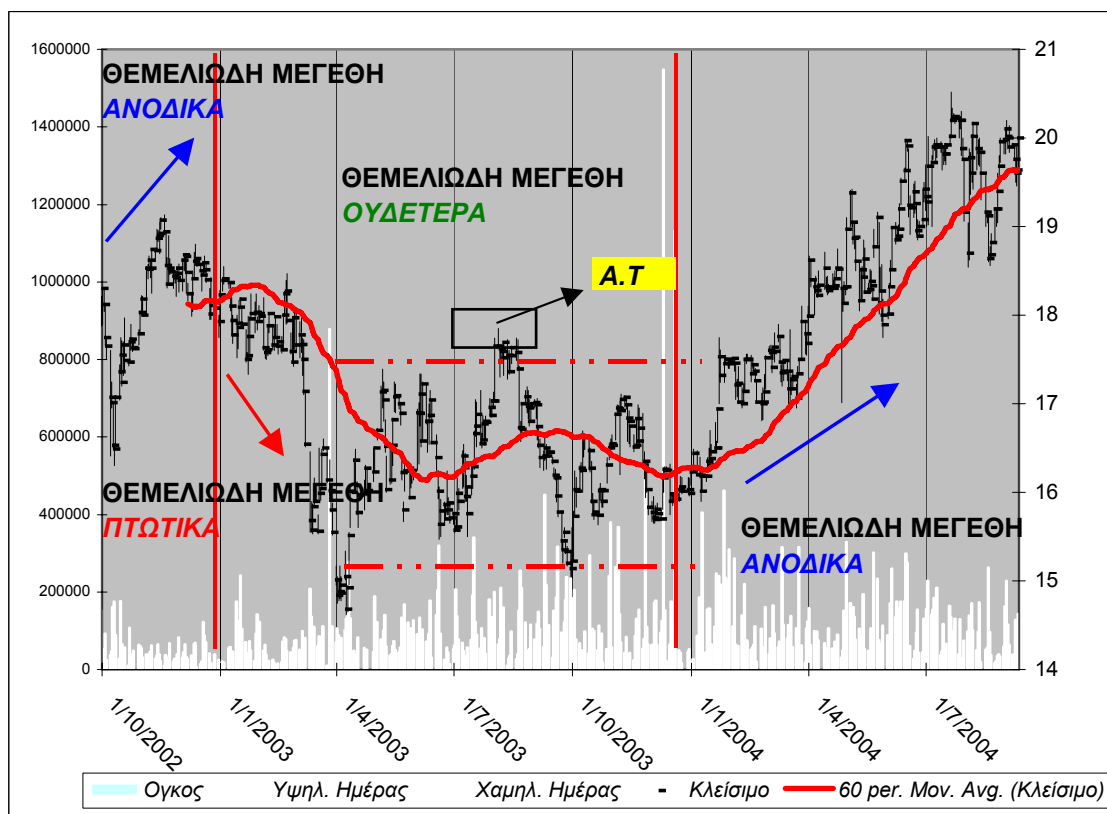
Παρόλα αυτά η τεχνική ανάλυση αποτελεί μία αρκετά αξιόλογη μέθοδο μελέτης και περιγραφής των τιμών των μετοχών τόσο σε βραχυχρόνιο όσο και σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Η θεμελιώδης ανάλυση είναι αυτή που θα μελετήσει τις αιτίες εξέλιξης των τιμών των μετοχών με βάση την εξέταση του ευρύτερου οικονομικού περιβάλλοντος

μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση καθώς και την οικονομική πορεία της ίδιας της επιχείρησης.

Στη περίπτωση της μετοχής της Τιτάν είδαμε ότι τα απογοητευτικά αποτελέσματα του 1^{ου} τριμήνου σε συνδυασμό με το αρνητικό επενδυτικό κλίμα που υπήρχε στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά οδήγησαν άμεσα και σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα την πτώση της τιμής της μετοχής. Στη συνέχεια ο Όμιλος άρχισε να ανακάμπτει από τρίμηνο σε τρίμηνο και να προσεγγίζει τα επίπεδα του 2002, παρόλα αυτά η τιμή της μετοχής εγκλωβίστηκε σε μία ζώνη συναλλαγών με την προσφορά και τη ζήτηση να μην θέτουν τη μετοχή σε ευδιάκριτη ανοδική ή καθοδική πορεία.

Για άλλη μία φορά θα τονίσουμε ότι οι χρηματιστηριακές αγορές είναι αγορές «προσδοκιών», για την μελλοντική πορεία της οικονομίας, των κλάδων, των επιχειρήσεων. Αναφορικά με τις τελευταίες, αν μην τι άλλο διαμορφώνουν «προσδοκίες», θετικές ή αρνητικές, στο επενδυτικό κοινό ανάλογα με την οικονομική πορεία που έχουν επιδείξει και επιδεικνύουν. Τα όσα περιγράφουμε, τα παρουσιάζουμε κλείνοντας στο παρακάτω διάγραμμα.

Διάγραμμα 15



Πηγή δεδομένων ιστοσελίδα Ναυτεμπορικής

Στο επόμενο κεφάλαιο το οποίο είναι και το τελευταίο της παρούσης ερευνητικής προσπάθειας θα δούμε ολοκληρωμένα τα σημεία τα οποία οι δύο μέθοδοι αλληλοσυμπληρώνονται.

Κεφάλαιο 15

Συμπεράσματα έρευνας

15.1 Εισαγωγή

Στη παρούσα ερευνητική εργασία δεν αναφερθήκαμε καθόλου στον όρο «πρόβλεψη» είτε της μετοχής την οποία αναλύσαμε, είτε του κλάδου τον οποίο εξετάσαμε είτε της χρηματιστηριακής αγοράς στην οποία αναφερόμαστε. Μέσα από την ανεξάντλητη βιβλιογραφία στην οποία ανατρέξαμε, η οποία ήταν κατά κύριο λόγο ξένη, αυτό που διαπιστώσαμε σε όλους τους συγγραφείς τόσο σε αυτούς της θεμελιώδους ανάλυσης όσο και σε αυτούς της τεχνικής ανάλυσης ήταν να επισημαίνουν ότι η πρόβλεψη για το μέλλον της χρηματιστηριακής αγοράς στηρίζεται σε υποκειμενικά κριτήρια ιδιαίτερα όσο απομακρυνόμαστε από το σήμερα. Αυτό άλλωστε εκφράζει η ίδια χρηματιστηριακή αγορά μέσα από τις καθημερινές συναλλαγές, πωλήσεων και αγορών. Άποψη μας είναι πως αυτή η υποκειμενικότητα είναι φυσικό να αποτελεί αντικείμενο αμφισβήτησης και έντονου αντιλόγου μεταξύ των εκφραστών αμφοτέρων των μεθόδων.

Σκοπός της παρούσας ερευνητικής εργασίας δεν ήταν η εύρεση ενός νέου ή τέλειου μοντέλου αποτίμησης μετοχών. Αν υπάρχει άλλωστε κάτι τέτοιο, δεν είμαστε σε θέση να το γνωρίσουμε από την εισαγωγική έρευνα την οποία κάναμε. Σκοπός μας ήταν η θεωρητική κατά κύριο λόγο προσέγγιση των πεδίων εκείνων, όπου οι δύο μέθοδοι αλληλοσυμπληρώνονται, στους βασικούς τρόπους σκέψης των δύο αυτών δημοφιλέστερων αναλύσεων των χρηματιστηριακών αγορών κάνοντας χρήση των εισαγωγικών εργαλείων από την κάθε θεωρία στη προσπάθεια μας να μη ξεφύγουμε από το σκοπό της ερευνάς μας.

Αυτό που κατά τη γνώμη μας είδαμε και αν μη τι άλλο εξετάσαμε είναι οι ομοιότητες και διαφορές των δύο μεθόδων, τα ισχυρά και αδύναμα τους σημεία ως εργαλεία λήψης των επενδυτικών αποφάσεων και μέσα από αυτή τη γραμμή σκέψης την οποία ακολουθήσαμε οδηγηθήκαμε αναπόφευκτα στο γεγονός ότι η συμπληρωματικότητα τους είναι σε θέση να αποτελέσει ένα σαφώς πιο ολοκληρωμένο και πληρέστερο τρόπο της λήψης επενδυτικής απόφασης στο πολύπλοκο κόσμο των χρηματιστηριακών αγορών.

Θα τονίσουμε και πάλι ότι η εξέταση αμφοτέρων των μεθόδων δεν υπήρξε εξαντλητική και ούτε θα μπορούσε να είναι, αλλά προσεγγίσαμε με σαφήνεια τα πεδία εκείνα όπου οι δύο μέθοδοι συγκρούονται και αλληλοσυμπληρώνονται, έχοντας εξετάσει τους βασικούς άξονες σκέψης καθώς και τα βασικά εργαλεία αμφοτέρων των μεθόδων.

15.2 Συγκρίνοντας της δύο μεθόδους

Αναφερόμενοι αρχικά στη τεχνική ανάλυση είδαμε ότι βασικές αρχές στη φιλοσοφία της είναι, ότι η ιστορία επαναλαμβάνεται με τις τιμές των μετοχών ή των δεικτών να παρουσιάζουν επαναλαμβανόμενους κύκλους οι τάσεις και ότι οι διακυμάνσεις των τιμών αντικατοπτρίζουν κάθε πληροφορία η γεγονός. Αντιλαμβανόμαστε ότι η μέθοδος ανάλυσης ξεφεύγει τελείως από τη μελέτη θεμελιακών παραγόντων και στηρίζεται κυρίως στις διακυμάνσεις της τιμής κάθε μετοχής ή δείκτη.

Η μέθοδος αυτή θεωρεί ότι η τιμή κάθε μετοχής είναι προεξοφλημένη, χωρίς να «αναλώνεται» καθόλου στη μελέτη των θεμελιωδών μεγεθών, τα οποία ενώ είναι βέβαια καθοριστικά στην εξέλιξη της μετοχής, εκτιμά εντούτοις ότι η τιμή της μετοχής τα αντικατοπτρίζει. Η θεμελιώδης ανάλυση από την άλλη στηρίζει τις υποθέσεις της στον ακριβή προσδιορισμό των θεμελιωδών παραγόντων, της οικονομίας του κλάδου της επιχείρησης.

Ένα σημαντικό κατά τη γνώμη μας στοιχείο το οποίο εντοπίσαμε μέσα από την ανεξάντλητη βιβλιογραφία για τις δύο μεθόδους αφορά στην «ευελιξία» την οποία κάθε προσέγγιση έχει να προσφέρει. Η δικιά μας έρευνα έδειξε ότι στη θεμελιώδη ανάλυση απαιτείται συγκριτικά πολύ μεγαλύτερος όγκος πληροφοριών καθώς επίσης και συνεχούς ενημέρωσης γύρω από ένα μεγάλο πλήθος θεμάτων, σε σχέση με την τεχνική ανάλυση η οποία το μόνο που απαιτεί είναι οι ιστορικές τιμές κλεισίματος, χαμηλές και υψηλές ημέρας. Αυτό πιθανώς να αναγκάζει τον θεμελιώδη αναλυτή να εξειδικεύεται και να δραστηριοποιείται σε μία μόνο αγορά σε ένα μόνο βιομηχανικό κλάδο. Ο τεχνικός αναλυτής από την άλλη είναι σε θέση να εφαρμόσει τις μεθόδους του σε οποιαδήποτε αγορά και βιομηχανικό κλάδο.

Το σημαντικότερο πρόβλημα της τεχνικής ανάλυσης είναι η υποκειμενικότητα η οποία συναντάται σε πολλά από τα εργαλεία της, με αποτέλεσμα να έχουν γίνει πάρα πολλές συζητήσεις για την «επιστημονικότητα» της ανάλυσης αυτής ή όχι. Ενδεικτικό είναι το γεγονός ότι έχουν γραφεί και θα γράφονται άρθρα σε επιστημονικά περιοδικά και οικονομικές εφημερίδες με το τίτλο «Τεχνική Ανάλυση τέχνη ή επιστήμη». Εμείς είδαμε στη τεχνική ανάλυση της συμπεριφοράς της μετοχής του Τιτάνα ότι οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται είναι βάση εμπειρικών μελετών και αποτελεσμάτων. Για παράδειγμα διαφορετικοί μέσοι όροι μας δίνουν διαφορετικά σημάδια ανατροπής της τάσης, όπως και ένας άλλος ταλαντωτής πιθανότατα να έδινε διαφορετικά σήματα αγοραπωλησίας της μετοχής. Η επιστημονικότητα της μεθόδου χρειάζεται αν μη τι άλλο να διερευνηθεί. Αντίθετα η θεμελιώδης ανάλυση βασίζεται σε κοινά αποδεκτές τεκμηριωμένες επιστήμες όπως της Μακροοικονομικής, της Χρηματοοικονομικής, της Λογιστικής και της επιστήμης της Διοίκησης των Επιχειρήσεων.

Το κυρίως πρόβλημα, το οποίο αμφότερες οι μέθοδοι μελετούν, δηλαδή ο προσδιορισμός της εξέλιξης των τιμών, προσεγγίζεται από διαφορετικές οπτικές γωνίες και με εντελώς διαφορετικά εργαλεία ανάλυσης. Ταυτόχρονα όμως οι παράμετροι στις οποίες η μία μέθοδος συμπληρώνει την άλλη είναι εξίσου και περισσότερο σημαντικές. Ενώ λοιπόν η θεμελιώδης ανάλυση μελετάει τα αίτια της εξέλιξης των τιμών, η τεχνική

ανάλυση εξετάζει το αποτέλεσμα τους. Ο τεχνικός αναλυτής ενδιαφέρεται μόνο για την εξέλιξη των τιμών και δεν ασχολείται με τα αίτια αυτής της εξέλιξης, ενώ ο θεμελιώδης αναλυτής εξετάζει αυτά τα αίτια αλλά δεν είναι σε θέση να προσδιορίσει τον αντίκτυπο στη τιμή τους³⁹. Ουσιαστικά παρατηρούμε ότι η μία μέθοδος δεν απορρίπτει η μία την άλλη, παρόλη την αντιγνωμία των εκφραστών των δύο μεθόδων !!!.

Η τεχνική ανάλυση λοιπόν επικεντρώνεται στη μελέτη εξέλιξης των τιμών παρουσιάζοντας την με ποικίλους, πολυάριθμους δείκτες και διαγράμματα, εκ των οποίων εμείς παρουσιάσαμε τα πλέον εισαγωγικά, ενώ η θεμελιώδης ενδιαφέρεται κυρίως για τους οικονομικούς παράγοντες που προσδιορίζουν τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης για μια μετοχή. Αυτές οι δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης, σε όποιο προϊόν⁴⁰ ή δείκτη αναφερόμαστε, ωθούν τις τιμές να κινηθούν υψηλότερα ή χαμηλότερα ή ακόμη και να μείνουν σταθερές.

15.3 Οι δύο μέθοδοι και ο χρονικός ορίζοντας

Η βασική διαφορά των δύο προσεγγίσεων αφορούν το χρονικό ορίζοντα της επένδυσης και το χαρακτήρα του επενδυτή. Σύμφωνα με την βιβλιογραφία και τους υποστηρικτές της τεχνικής ανάλυσης, η εν λόγω μέθοδος χρησιμοποιείται σχεδόν κατά αποκλειστικότητα για βραχυχρόνιες αγοραπωλησίες, ενώ η θεμελιώδης ανάλυση για μακροχρόνιες κινήσεις, κυρίως λόγω των μεγεθών που εκδηλώνονται διαχρονικά. Στην ανάλυση της μετοχής της Τιτάν είδαμε σήματα αγοράς και πώλησης σε σύντομα χρονικά διαστήματα, γεγονός το οποίο προϋποθέτει βέβαια και το ανάλογο ρίσκο.

Η τεχνική ανάλυση χρησιμοποιείται συνήθως από επενδυτές οι οποίοι δέχονται να αναλάβουν μεγαλύτερο επενδυτικό ρίσκο, ενώ η θεμελιώδης ανάλυση χρησιμοποιείται από επενδυτές με μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα. Χωρίς, το τονίζουμε αυτό, και οι δύο μέθοδοι, σύμφωνα τουλάχιστον με τα εργαλεία τα οποία αναλύσαμε στο παρόν ερευνητικό έργο να μπορούν να δώσουν 100 % ασφαλείς εκτιμήσεις για την μελλοντική πορεία της αγοράς. Φυσικά και οι δύο μέθοδοι ανάλυσης δίνουν μία σαφή εικόνα για την αγορά με το πως αυτή κινήθηκε μέχρι σήμερα.

Η τεχνική ανάλυση μας δίνει μία σαφή εικόνα για την συμπεριφορά των τιμών από το παρελθόν μέχρι σήμερα, σύμφωνα με τις επιταγές της προσφοράς και της ζήτησης, ενώ η θεμελιώδης ανάλυση πέρα της ιστορίας των οικονομικών μεγεθών της εταιρίας προσδιορίζει και τις δυνάμεις αυτές διαχρονικά. Εννοείται πάντα στη περίπτωση που τα υγιή μεγέθη της εταιρίας θα αποτυπωθούν θετικά στη πορεία της μετοχής και το αντίστροφο.

Η θεμελιώδης ανάλυση ολοκληρώνεται στα πρωταρχικά στάδια της επένδυσης με την διάγνωση και εκτίμηση της πορείας των θεμελιωδών μεγεθών, ενώ η τεχνική ανάλυση έρχεται σε μεταγενέστερο στάδιο, στη προσπάθεια της να προσδιορίσει

³⁹ Τουλάχιστον σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

⁴⁰ Τη μετοχή στη περίπτωση μας.

επακριβώς το χρόνο που θα γίνει η αγορά και η πώληση της μετοχής. Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτός ο βαθμός συμπληρωματικότητας που διέπει τις δύο μεθόδους.

Τονίζουμε όμως ότι το παρελθόν έχει διδάξει πως οι εταιρίες οι οποίες επιβίωσαν και παρέμειναν να διαπραγματεύονται στα διάφορα ανά τον πλανήτη χρηματιστήρια, ήταν αυτές με υγιή θεμελιώδη μεγέθη, παρά εταιρίες οι οποίες απέδωσαν υπεραξίες στους μετόχους τους βασισμένες στις συχνές αγοραπωλησίες με βάση βραχυχρόνια «σήματα» και στην εφήμερη φημολογία και πληροφόρηση. Γνώμη μας είναι πως οι χρηματιστηριακές αγορές θα πρέπει να αντιμετωπίζονται ως μορφή επενδύσεις με βάθος χρόνου και όχι σαν λέςχες τυχερών παιχνιδιών. Μία τέτοια αίσθηση «παιγνίου» μας την αφήνει η τεχνική ανάλυση για το πεδίο των χρηματιστηριακών αγορών.

15.4 Η συμπληρωματική σχέση των δύο μεθόδων

Συμπερασματικά, οι δύο προσεγγίσεις αντιμάχονται η μία την άλλη αλλά τις περισσότερες φορές λειτουργούν συμπληρωματικά. Θα επιμείνουμε στην διαπίστωση μας ότι με τον συνδυασμό των δύο μεθόδων ο αναλυτής είναι σε θέση να έχει μία πληρέστερη εικόνα της μετοχής της εταιρίας που εξετάζει.

Στην ανάλυση μας δείξαμε αν μη τι άλλο, την οποία ενισχύει και η πορεία πολλών αν όχι των περισσότερων εισηγμένων εταιριών στο ΧΑΑ., ότι την τροχιά της τιμής της μετοχής προδιαγράφουν και καθορίζουν συνήθως οι θεμελιώδεις παράγοντες, δηλαδή η δραστηριότητα, τα χρηματοοικονομικά μεγέθη και οι προοπτικές κερδοφορίας μιας εταιρίας. Η ανάλυση αυτών των θεμελιωδών παραγόντων παρέχει το έναυσμα στους συμμετέχοντες στην αγορά να προβούν σε πράξεις συναλλαγών (αναλόγως από τις υποκειμενικές εκτιμήσεις αυτών), αγορών ή πωλήσεων, διαμορφώνοντας τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης κάθε μετοχής. Στο σημείο αυτό λαμβάνει χώρα η μέθοδος της τεχνικής ανάλυσης, η οποία καλείται να επεξεργαστεί και να αναλύσει τη συμπεριφορά των τιμών.

Είναι συχνό φαινόμενο στα χρηματιστήρια σε όλο το κόσμο, διάφοροι θεμελιώδεις παράγοντες να δημιουργούν αγοραστικό ενδιαφέρον για μια μετοχή, με αποτέλεσμα οι συμμετέχοντες στην αγορά να αποκτούν θέση στην εν λόγω μετοχή και να την θέτουν σε μια συγκεκριμένη ανοδική τροχιά. Από το σημείο αυτό όμως η θεμελιώδης ανάλυση αρχίζει και αδυνατεί στην ερμηνεία πιο βραχυχρόνιων κινήσεων της τιμής της μετοχής, εκείνο είναι και το σημείο που η τεχνική ανάλυση λαμβάνει χώρα. Τα αντίστοιχα συμβαίνουν και όταν θεμελιώδεις παράγοντες δημιουργούν αρνητική τροχιά στη πορεία της τιμής μιας μετοχής.

Στα όσα συμπερασματικά αναφέρουμε τονίζουμε για άλλη μία φορά ότι τόσο τα θετικά όσο και τα αρνητικά θεμελιώδη μεγέθη τυγχάνουν ορισμένες φορές να μην απεικονίζονται σε βραχυπρόθεσμο ή μεσοπρόθεσμο ορίζοντα στη πορεία της τιμής μιας μετοχής για λόγους τους οποίους έχουμε ήδη αναφέρει στο παρόν ερευνητικό έργο. Όμως η χρηματιστηριακή εμπειρία έχει δείξει ότι σε μακροπρόθεσμο επενδυτικό

ορίζοντα εταιρίες που είχαν υγιή θεμελιώδη μεγέθη απέδωσαν σημαντικότερες υπεραξίες στους μετόχους τους. Προς απόδειξη των όσων λέμε προτείνουμε στον αναγνώστη να ανατρέξει στη χρηματιστηριακή ιστορία, τόσο της χώρας μας όσο και άλλων μεγαλύτερων και ωριμότερων αγορών.

Η συμπληρωματικότητα των δύο μεθόδων αποτυπώνεται με τον πλέον σαφέστερο τρόπο στα παρακάτω δύο σχήματα.

Σχήμα 1



Ανακεφαλαιώνοντας, είδαμε πως η θεμελιώδης ανάλυση βοηθά στην κατανόηση των πραγματικών παραμέτρων που περιβάλλουν τη λειτουργία μιας εταιρίας της οποίας οι μετοχές διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Με την μελέτη των ευρύτερων συνθηκών, της πορείας του κλάδου και της οικονομικής θέσης της εταιρίας, εξάγονται χρήσιμα συμπεράσματα και τεκμηριώνεται με ένα σαφή και επιστημονικό τρόπο η πραγματική αξία της εταιρίας και μπορούν να γίνουν στη συνέχεια σύγκριση με την τιμή της στο χρηματιστήριο. Σε οποιαδήποτε αγορά υπάρχει σχεδόν πάντα διαφορά μεταξύ «αξίας» και «τιμής».

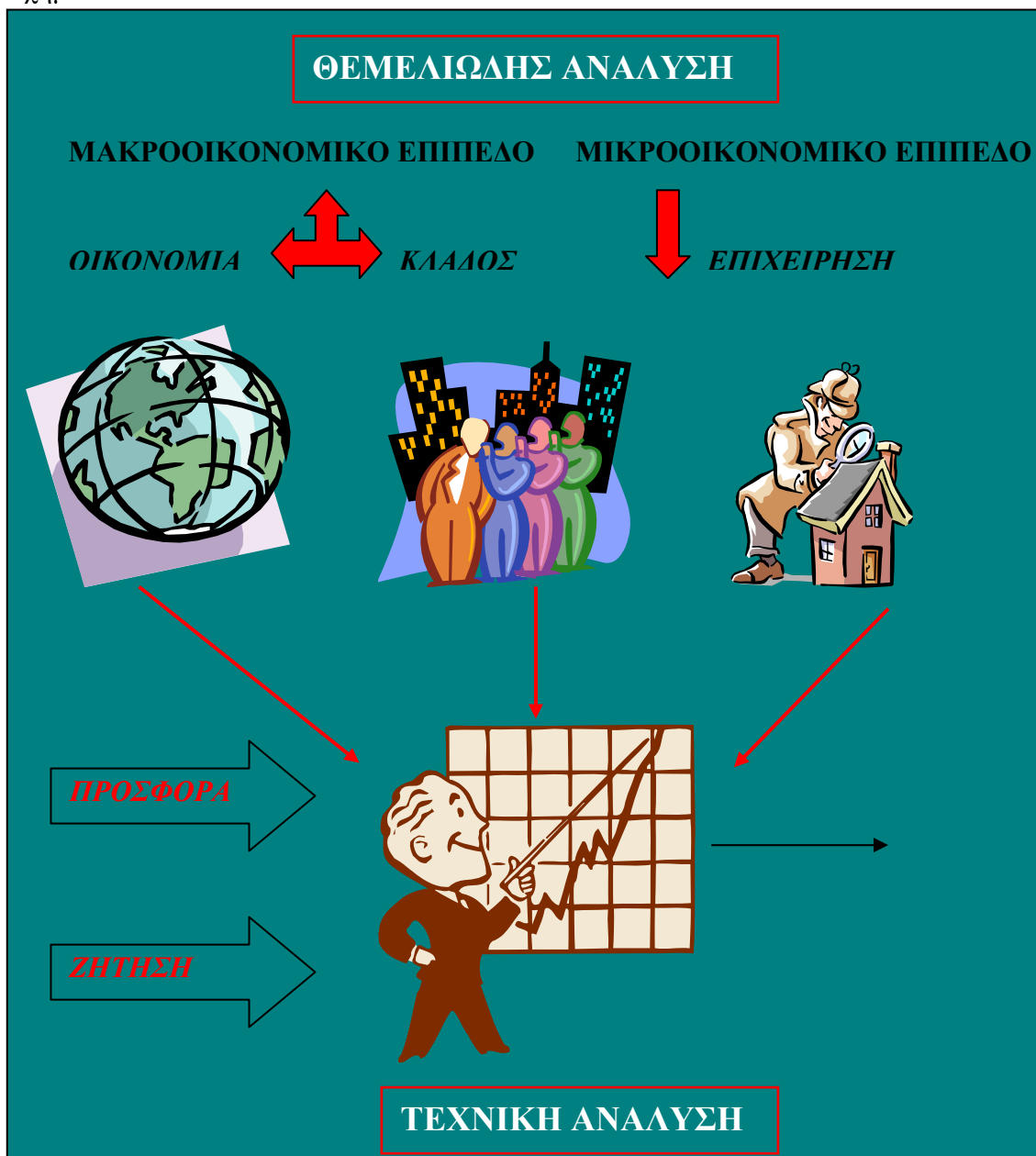
Στη συνέχεια είδαμε πως η συστηματική εξέταση, επεξεργασία και ανάλυση διαγραμμάτων βοηθάει στο να διαπιστώσουμε τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών. Αυτό είναι άλλωστε που επιτυγχάνεται μέσω της τεχνικής ανάλυσης.

Ο συνδυασμός και η συμπληρωματικότητα των δύο μεθόδων, αν δεν μας βοηθάει με επιστημονικά τεκμηριωμένο τρόπο⁴¹ στην βέβαιη πρόβλεψη της πορείας των τιμών των μετοχών μας δίνει μία σαφέστατη και επιστημονικά τεκμηριωμένη εικόνα και κατά συνέπεια άποψη γύρω από την αγορά, το κλάδο την επιχείρηση και τέλος τη χρηματιστηριακή πραγματικότητα μέσα στην οποία δραστηριοποιούνται και

⁴¹ Η επιστημονικότητα της τεχνικής ανάλυσης αν μη τι άλλο πρέπει να ερευνηθεί.

αναπτύσσονται οι επιχειρήσεις. Το σχήμα 2 «μεταφράζει» με το καλύτερο τρόπο τα όσα διατυπώθηκαν.

Σχήμα 2



Θα θέλαμε να κλείσουμε το παρόν ερευνητικό έργο με μία φράση του Ένγκελς που θα πρέπει να λαμβάνεται σοβαρά υπόψη από τους αναλυτές και επενδυτές «το δίδαγμα της ιστορίας είναι πως οι άνθρωποι δεν διδάσκονται από την ιστορία»...

Βιβλιογραφία – Πηγές

- Γεώργιος Α. Καραθανάσης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση Και Χρηματιστηριακές Αγορές, εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα 1999
- William J. O' Neil, Πως Να Κερδίσετε Χρήματα Από Τις Χρηματιστηριακές Αγορές, εκδόσεις Κλειδαριθμός 1999
- John J. Murphy, Technical Analysis Of The Financial Markets, εκδόσεις New York Institute Of finance 1999
- Jack D. Schwager, A Complete Guide To The Future Markets, εκδόσεις John Wiley & Sons 1984
- Γ. Α. Καραθανάσης, Ο Μηχανισμός Των Τιμών Στα Χρηματιστήρια Αξιών, εκδόσεις Παπαζήση 1997
- Richard J. Teweles & Edward S. Bradley, The Stock Market 7th Edition, εκδόσεις John Wiley & Sons 1998
- Achelis, Steven B, Technical Analysis From A To Z, εκδόσεις Probus Publishing Company, Chicago 1995
- Pring, Martin J., Technical Analysis Explained 3rd Edition, εκδόσεις McGraw-Hill, New York 1991
- Abraham Andrew, Trading The Trend, Technical Analysis Of Stocks And Commodities, Vol. 16 No9 September 1998
- Chande Tushar S. and Stanley Kroll, The New Technical Trader. εκδόσεις John Wiley & Sons, New York 1994
- Chande Tushar S., A Time Price Oscillator, Technical Analysis Of Stocks And Commodities, Vol. 13 No9 September 1998
- Eng, William F., The Technical Analysis Of Stocks, Options & Futures, εκδόσεις Probus Publishing Company, Chicago 1988
- Karczewski Jack, Identifying Market Trends, Technical Analysis Of Stocks And Commodities, Vol. 16 No4 April 1998
- Eugene F. Brigham, Financial Management: Theory And Practice, εκδόσεις Thomson Learning, August, 2001
- Fabozzi, Applied Equity Valuation, εκδόσεις McGraw-Hill, 1999
- Schwager, Jack D., Fundamental Analysis, εκδόσεις John Wiley & Sons, New York 1995
- Schwager, Jack D. & Etzkorn, Mark, Getting Started in Technical Analysis, εκδόσεις John Wiley & Sons, New York 1998
- Thomsett, Michael, Mastering Fundamental Analysis, εκδόσεις Dearborn Publishing Group Inc, New York 1989

- Davidson, Alexander, The 10-week Flexible Investment Plan, εκδόσεις Kogan Page, New York 2002
- Jobman, Darrel R, The Handbook Of Technical Analysis, εκδόσεις McGraw-Hill, New York 1995
- X.AA, Fact Book 2003
- X.A.A, Fact Book 2003
- Όμιλος Τιτάν, Annual Report 2000
- Όμιλος Τιτάν, Annual Report 2001
- Όμιλος Τιτάν, Annual Report 2002
- Όμιλος Τιτάν, Annual Report 2003
- William F. Sharpe, Gordon J. Alexander, Jeffery V. Bailey, Investments 6th Edition, εκδόσεις Upper Saddle River, New Jersey 1999
- Κώστας Γαλιατσος, Διεθνείς Κεφαλαιοαγορές Και Ελληνικό Χρηματιστήριο, εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα 1994
- Εθνική τράπεζα, Annual Report 2003
- Τράπεζα Πειραιώς, Annual Report 2003
- EFG EUROBANK, Annual Report 2003
- Περιοδικό Χρήμα, αρθρογραφία
- Εφημερίδα Ημερησία, αρθρογραφία
- Όμιλος Τιτάν, Κοινωνικός Απολογισμός 2000
- Όμιλος Τιτάν, Κοινωνικός Απολογισμός 2001
- Όμιλος Τιτάν, Κοινωνικός Απολογισμός 2002
- Όμιλος Τιτάν, Κοινωνικός Απολογισμός 2003
- X.A.A, Η Αγορά Μετοχών Του X.A.A 2002
- Ασπίς Χρηματιστηριακή, Στρατηγική 2003
- X.A.A, 125 Χρόνια Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, 2002
- Παναγός Βασίλειος, Χρηματιστήριο : Τραπεζες-Κεφαλαιοαγορές, εκδόσεις Παρατηρητής, Θεσσαλονίκη 1985
- Παπούλιας Γεώργιος, Χρηματοοικονομική : Διοίκηση Και Πολιτική, εκδόσεις Μαραθιάς, Αθήνα 1985
- Περιοδικό Χρήμα Και Αγορά, αρθρογραφία
- Περιοδικό Technical Analysis Of Stocks And Commodities, αρθρογραφία
- X.A.A, Ημερήσια Δελτία Τιμών
- X.A.A, Το Αλφαβητάρι Του Επενδυτή
- X.A.A, Εισαγωγή Στο XAA

Διαδίκτυο

- <http://www.ase.gr/>
- <http://www.icap.gr/>
- <http://www.fundamentals.gr/>
- <http://www.nafteboriki.gr/>
- <http://www.newcompanies.gr/>
- <http://www.capitallink.gr/>
- www.opap.gr
- www.titan-cement.com
- www.investopedia.com
- www.economic.gr
- www.hcia.gr
- www.kerdos.gr
- www.expressgroup.gr
- www.imerisia.gr
- www.taxheaven.gr
- www.iraj.gr
- www.investorwords.com
- www.prenhall.com
- www.backoffice.gr
- www.dowjones.gr
- www.analitis.com
- www.athenstock.gr
- www.biz-analyst.com
- www.xrhma.com
- www.pressreleases.gr
- www.economist.com
- www.nyse.com
- www.sta-gr.com
- www.equis.com
- www.investor.com
- www.naseco.gr
- www.stockcharts.com

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ- Α -ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ

ΟΜΙΛΟΣ Α.Ε. ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ									
ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΕΝΟΠΙΗΜΕΝΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2003(σε χιλ. ευρώ)									
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Ποσά κλειόμενης χρήσεως 2003			Ποσά προηγούμενης χρήσεως 2002			ΠΑΘΗΤΙΚΟ	Ποσά κλειόμενης χρήσεως 2003	Ποσά προηγούμενης χρήσεως 2002
	Αζία	Ανατολ. Ευρώπη	Ασία	Αζία	Ανατολ. Ευρώπη	Ασία			
ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	Κήφισος	Αποσβέσεις	Αζία	Κήφισος	Αποσβέσεις	Αζία			
	2.281	2.175	106	1.644	1.454	190	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ		
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ							I. Μετοχικό Κεφάλαιο (41.988.412 μετ.των € 2,4€)	100.719	100.599
I. Ασύμμετρες ακινητοποιήσεις	32.385	6.012	26.373	37.584	4.483	33.101	II. Διαφορά από έκδοση μετοχών υπερ το όριο	17.095	15.741
II. Ενσώματες ακινητοποιήσεις	1.262.388	504.547	757.841	1.162.050	471.554	690.496	III. Διαφορές αναπροσαρμογής - επιχορ επενδύσ	3.266	7.423
Σύνολο Ακινήτοποιήσεων	1.294.773	510.559	784.214	1.199.634	476.037	723.597	IV. Αποθεματικά κεφάλαια	463.635	385.610
III. Συμμετοχές & μακροπρόθεσμες απαιτήσεις			81.606			124.118	V. Διαφορές ενοποιήσεως	-138.334	-79.697
Σύνολο Παγίου Ενεργητικού			865.820			847.715	Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	446.381	429.676
							Δικαιώματα μειοψηφίας	52.446	47.432
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ							ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ & ΕΞΟΔΑ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΣ	163.721	175.569
I. Αποθέματα			111.932			114.816	I. Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις		
II. Απαιτήσεις από πελάτες			183.734			172.151	Ομολογιακά δάνεια	133.252	158.839
III. Λοιπές Απαιτήσεις			102.723			44.827	Τραπεζικός Μακροπρόθεσμος Δανεισμός	187.221	108.035
IV. Διαθέσιμα & Χρεώγραφα			54.838			52.486	Λοιπές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	6.497	6.388
Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού			453.025			384.280		326.970	273.262
							II. Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις		
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			3.775			4.248	Τραπεζικός Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός	118.721	94.375
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			1.322.726			1.236.433	Λοιπές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	210.428	211.411
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΥ			146.398			184.420		329.149	305.786
							ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	4.059	4.718
							ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	1.322.726	1.236.433
							ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ	146.398	184.420
ΕΝΟΠΙΗΜΕΝΟΣ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ					ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΦΕΣΕΩΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ				
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)			1.035.697			1.036.068	Καθαρά Αποτελέσματα (Κέρδη) χρήσεως	192.873	180.167
Μείον : Κόστος πωλήσεων		684.658			662.924		Μείον : Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγ.)	3.612	203
Αποσβέσεις		73.646	-738.304		63.683	-726.607	Φόροι	55.104	55.035
Πλέον : Άλλα Έσοδα Εκμεταλλεύσεως			10.422			8.931	Αναλογία μετοχών μειοψηφίας επί κερδών	9.197	10.848
Μικτά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως			307.815			318.392	Καθαρά κέρδη χρήσεως μετά από φόρους	124.960	114.081
Μείον : Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας		64.087			66.638		Υπόλοιπο κερδών προηγ. χρήσεων	65.985	41.575
Έξοδα Λειτουργίας Διαθέσεως		21.721			23.112		Αποθεματικά προς διάθεση	5.841	11.650
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έσοδα/έξο		16.916	-102.724		28.032	-117.782	Κέρδη προς διάθεση	196.766	167.306
Λοιπά Έκτακτα Έσοδα(+)/Έξοδα(-)			-12.218			-20.443	Διάθεση κερδών		
Καθαρά Αποτελέσματα (Κέρδη) Χρήσεως προ φόρων			192.873			180.167	Τακτικό Αποθεματικό	6.276	4.913
							Μέρισμα προς € 0,95 κατά μετοχή	39.868	35.629
							Αποθεματικά και υπόλοιπα κερδών εις νέον	148.142	124.414
							Διάθεση κερδών στα σπείληχ	2.500	2.350
								196.766	167.306

Αθήνα, 24 Φεβρουαρίου 2004

Ο Πρόεδρος του Δ.Σ. Ο Διευθύνων Σύμβουλος Ο Εντεταμένος Σύμβουλος-Γενικός Διευθυντής
ΝΙΚΟΛΑΟΣ Α. ΚΑΝΕΛΟΠΟΥΛΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ Θ. ΠΑΠΑΛΕΞΟΠΟΥΛΟΣ ΗΛΙΑΣ Ι. ΠΑΝΙΩΡΑΣ

Ο Οικονομικός Διευθυντής Ομίλου Ο Προϊστάμενος Λογιστηρίου
HOWARD PRINCE-WRIGHT ΕΜΜ Χ. ΜΑΥΡΟΠΟΥΛΗΤΡΑΚ

ΟΜΙΛΟΣ Α.Ε. ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ									
ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΕΝΟΠΙΗΜΕΝΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2001(σε χιλ. ευρώ)									
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Ποσά κλειόμενης χρήσεως 2001			Ποσά προηγούμενης χρήσεως 2000			ΠΑΘΗΤΙΚΟ	Ποσά κλειόμενης χρήσεως 2001	Ποσά προηγούμενης χρήσεως 2000
	Αζία	Ανατολ. Ευρώπη	Ασία	Αζία	Ανατολ. Ευρώπη	Ασία			
ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	Κήφισος	Αποσβέσεις	Αζία	Κήφισος	Αποσβέσεις	Αζία			
	2.935	2.756	179	3.585	3.241	344	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ		
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ							I. Μετοχικό Κεφάλαιο (41.871.012 μετ.των € 2,40 €)	100.480	73.885
I. Ασύμμετρες ακινητοποιήσεις	9.249	1.810	7.439	6.393	1.553	4.840	II. Διαφορά από έκδοση μετοχών υπερ το όριο	14.524	13.883
II. Ενσώματες ακινητοποιήσεις	1.048.749	390.808	658.141	589.285	349.742	239.543	III. Διαφορές αναπροσαρμογής - επιχορ επενδύσ	5.284	16.971
Σύνολο Ακινήτοποιήσεων	1.057.998	392.418	665.580	595.678	351.295	244.383	IV. Αποθεματικά κεφάλαια	322.435	272.920
III. Συμμετοχές & μακροπρόθεσμες απαιτήσεις			103.127			506.538	V. Διαφορές ενοποιήσεως	-20.626	-27.486
Σύνολο Παγίου Ενεργητικού			768.707			750.921	Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	422.107	349.973
							Δικαιώματα μειοψηφίας	35.994	48.922
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ							ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ & ΕΞΟΔΑ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΣ	187.978	35.951
I. Αποθέματα			122.065			80.808	I. Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις		
II. Απαιτήσεις από πελάτες			164.833			129.584	Ομολογιακά δάνεια	189.068	7.515
III. Λοιπές Απαιτήσεις			52.088			37.200	Τραπεζικός Μακροπρόθεσμος Δανεισμός	168.349	12.905
IV. Διαθέσιμα & Χρεώγραφα			105.429			59.983	Λοιπές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	6.588	1.147
Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού			444.515			307.575		384.005	21.567
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			3.858			963	II. Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις		
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			1.217.260			1.059.803	Τραπεζικός Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός	32.720	426.437
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΥ			254.858			171.201	Λοιπές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	190.099	175.527
								222.819	601.964
							ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	4.357	1.821
							ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	1.217.260	1.059.803
							ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ	254.858	171.201
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ					ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΦΕΣΕΩΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ				
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)			962.901			622.678	Καθαρά Αποτελέσματα (Κέρδη) χρήσεως	153.592	148.530
Μείον : Κόστος πωλήσεων		667.931			397.185		Μείον : Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγ.)	25	241
Αποσβέσεις		54.296	-722.227		34.334	-431.519	Φόροι	40.582	36.723
Πλέον : Άλλα Έσοδα Εκμεταλλεύσεως			12.156			16.523	Αναλογία μετοχών μειοψηφίας επί κερδών	9.806	16.584
Μικτά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως			272.832			207.682	Καθαρά κέρδη χρήσεως μετά από φόρους	103.179	94.802
Μείον : Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας		57.788			34.326		Υπόλοιπο κερδών προηγ. χρήσεων	43.715	21.463
Έξοδα Λειτουργίας Διαθέσεως		23.853			9.741		Αποθεματικά προς διάθεση	7.521	8.556
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έσοδα/έξο		20.010	-101.431		8.869	-50.936	Κέρδη προς διάθεση	154.415	124.841
Λοιπά Έκτακτα Έσοδα(+)/Έξοδα(-)			-17.809			-8.396	Διάθεση κερδών		
Καθαρά Αποτελέσματα (Κέρδη) Χρήσεως προ φόρων			153.592			148.350	Τακτικό Αποθεματικό	5.086	4.008
							Μέρισμα προς € 0,80 κατά μετοχή	33.497	29.474
							Αποθεματικά και υπόλοιπα κερδών εις νέον	113.632	89.452
							Διάθεση κερδών στα σπείληχ	2.200	1.907
								154.415	124.841

Αθήνα, 25 Φεβρουαρίου 2002

Ο Πρόεδρος του Δ.Σ. Ο Διευθύνων Σύμβουλος Ο Εντεταμένος Σύμβουλος-Γενικός Διευθυντής
ΝΙΚΟΛΑΟΣ Α. ΚΑΝΕΛΟΠΟΥΛΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ Θ. ΠΑΠΑΛΕΞΟΠΟΥΛΟΣ ΗΛΙΑΣ Ι. ΠΑΝΙΩΡΑΣ

Ο Οικονομικός Διευθυντής Ομίλου Ο Προϊστάμενος Λογιστηρίου
ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ Κ. ΚΑΡΑΒΑΝΟΣ ΠΑΡΑΣΚΕΥΑΣ Γ. ΔΕΜΕΣΤΙΝ

ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ

ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗΤΡΩΟΥ Α.Ε. 6013/06/Β/86/90

ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΗΣ 30.6.04 (ΣΕ ΧΙΛΙΑΔΕΣ ΕΥΡΩ)

	30.6.04	30.6.03		30.6.04	30.6.03
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			ΠΑΘΗΤΙΚΟ		
Πάγιο ενεργητικό : Αρχική αξία	433.031	393.896	Μισοχικό κεφάλαιο	167.866	100.599
Μείον : Αποσβέσεις μέχρι 30.6	262.066	226.748	Αποθεματικά & λοιποί λογ. ιδ. κεφαλαίων	322.339	318.472
Υπόλοιπο	170.965	167.148	Κέρδη εξαιμίου μετά τους φόρους	52.770	54.376
Δαπάνες πολυετούς αποσβέσεως	9	75	Καθαρή θέση	542.975	473.447
Συμμετοχές & μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	458.716	420.393	Προβλέψεις διάφορες	63.897	66.942
Αποθέματα	50.150	48.785	Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	96.297	108.904
Πελάτες	114.928	104.725	Τράπεζες λογ. βραχυθεσμων υποχρεώσεων	131.647	90.602
Λοιπές απαιτήσεις	94.320	67.602	Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	52.350	62.726
Χρεόγραφα	1.211	1.095	Μερίσματα πληρωτέα	1.983	2.520
Διαθέσιμα	225	665	Μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού	2.910	5.931
Μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού	525	584			
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	891.049	811.072	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	891.049	811.072
Λογαριασμοί τάξεως χρεωστικού	363.295	378.397	Λογαριασμοί τάξεως πιστωτικού	363.295	378.397

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

	30.6.04	30.6.03
Έσοδα από πωλήσεις	219.981	200.208
Κόστος πωληθέντων	-132.928	-123.269
Αποσβέσεις	-19.377	-7.042
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	2.636	1.982
Μικτά αποτελέσματα εκμετάλλευσης	60.312	71.879
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	-15.447	-12.525
Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	-1.717	-1.701
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έσοδα/έξοδα	-2.528	-2.416
Έσοδα συμμετοχών	13.772	15.153
Καθαρά αποτελέσματα εκμετάλλευσης	63.392	70.390
Ανόργανα έσοδα-κέρδη	8.680	8.658
Ανόργανα έξοδα-ζημιές	-856	-232
Καθαρά κέρδη εξαιμίου προ φόρων	71.216	78.816
Πρόβλεψη αναλογούντων φόρων	-18.446	-24.440
ΚΕΡΔΗ ΕΞΑΙΜΙΟΥ ΜΕΤΑ ΤΟΥΣ ΦΟΡΟΥΣ	52.770	54.376

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ :

- Έχουν τηρηθεί οι Βασικές Λογιστικές Αρχές του Ισολογισμού της 31.12.2003.
- Οι Απαιτήσεις και Υποχρεώσεις σε ξένο νόμισμα αποτιμήθηκαν με ισοτιμίες 30ης Ιουνίου κάθε έτους. Στο λογαριασμό "Προβλέψεις Διάφορες" της 30.6.04 περιλαμβάνονται πιστωτικές συναλλαγματικές διαφορές € 29,1 εκατ. (εξαμήνου 2003 € 32,5 εκατ.) που προέκυψαν από την αποτίμηση των Μακροπρόθεσμων Δανείων, σύμφωνα με το άρθρο 28 παρ. 7 του Π.Δ. 186/92 (Κ.Β.Σ.).
- Η "Πρόβλεψη αποζημιώσεως προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία" προσδιορίστηκε, όπως και στην προηγούμενη αντίστοιχη περίοδο, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 31 παρ. 1 του Κ.Ν. 2238/1994 και επιβραβύθηκαν τα αποτελέσματα του εξαμήνου με € 4,3 εκατ. περίπου. Με βάση αναλογιστική μελέτη υπολογισμού υποχρεώσεως για αποζημιώσεις που διενεργήθηκε για λογαριασμό της εταιρίας από εταιρία αναλογιστικών μελετών, για το σύνολο του προσωπικού, το ύψος της πρόβλεψης που περιλαμβάνεται στο λογαριασμό "Προβλέψεις Διάφορες" υπολείπεται κατά € 11,9 εκατ. περίπου.
- Η αποτίμηση των συμμετοχών σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις έγινε στην τιμή κήσεως τους. Εάν γινόταν με βάση τις διατάξεις του άρθρου 43 του Ν.2190/1920, που προβλέπει διαφορετικό τρόπο αποτίμησης, η εσωτερική λογιστική αξία των συμμετοχών αυτών θα ήταν μικρότερη κατά € 79 εκατ. περίπου.
- Παγιοποίησης εξαμήνου 2004 € 16,1 εκατ. (εξαμήνου 2003 € 19,6 εκατ.).
- Επί των παγίων στοιχείων δεν υφίστανται εμπράγματα βάρη
- Δεν υπάρχουν επίδικες ή υπό διαιτησία διαφορές ενώπιον δικαστικών ή διαιτητικών οργάνων που ενδέχεται να έχουν σημαντική επίπτωση στην οικονομική κατάσταση της εταιρίας.
- Αριθμός απασχολούμενου την 30.6.04 προσωπικού : 1.161 άτομα.
- Η τελευταία αναπροσαρμογή της αξίας των ακινήτων σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν.2085/1992, όπως τροποποιήθηκαν και ισχύουν έγινε την 22.12.2000
- Το μισοχικό κεφάλαιο της Εταιρίας αυξήθηκε κατά ποσό € 67.146.259,20 με κεφαλαιοποίηση ειδικού αφορολόγητου αποθεματικού του άρθρου 20 του Ν. 1892/1990. Οι πληροφορίες σχετικά με την τελευταία αύξηση του Μισοχικού Κεφαλαίου με καταβολή μετρητών που πραγματοποιήθηκε την 18.12.2003 αναφέρονται στον Ισολογισμό της 31.12.2003.
- Ορισμένα κονδύλια του εξαμήνου 2003 αναμορφώθηκαν για να είναι συγκρίσιμα με τα αντίστοιχα του 2004.
- Η Εταιρία έχει ελεγχθεί από τις φορολογικές αρχές μέχρι και τη χρήση 2001.
- Οι πωλήσεις κατά κατηγορία ΣΤΑΚΟΔ 2003, αναλύονται ως εξής: κωδ. 265.1 Τσιμέντα € 199.422 χιλ, κωδ. 142.1 Αδρανή υλικά € 8.326 χιλ, κωδ. 262.1 Είδη εκ πορσελάνης € 5.073 χιλ, κωδ. 515.1 Στερεά καύσιμα € 4.572 χιλ, κωδ. 296.4 Κονιάματα € 2.129 χιλ, κωδ. 519.0 Εμπόρια λοιπών χονδρικών € 459 χιλ.

Αθήνα, 20 Αυγούστου 2004
 Ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου
ΑΝΔΡΕΑΣ Α. ΚΑΝΕΛΛΟΠΟΥΛΟΣ
 Α.Δ.Τ. Α010727

Αθήνα, 20 Αυγούστου 2004
 Ο Διευθύνων Σύμβουλος
ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ Θ. ΠΑΠΑΛΕΞΟΠΟΥΛΟΣ
 Α.Δ.Τ. Ε163588

Ο Προϊστάμενος του Λογιστηρίου
ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ Χ. ΜΑΥΡΟΔΗΜΗΤΡΑΚΗΣ
 Α.Δ.Τ. Ν237613

ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΕΛΕΓΧΟΥ ΟΡΚΩΤΟΥ ΕΛΕΓΚΤΗ ΛΟΓΙΣΤΗ

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ

Διενεργήσαμε τον έλεγχο που προβλέπεται από τις διατάξεις του άρθρου 6 του π.δ. 360/1985, όπως τροποποιήθηκε με το άρθρο 90 του ν. 2533/1997, εφαρμόζοντας, στα πλαίσια των αρχών και κανόνων ελεγκτικής που ακολουθεί το ΣΩΜΑ ΟΡΚΩΤΩΝ ΕΛΕΓΚΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΩΝ, τις ελεγκτικές διαδικασίες που κρίναμε κατάλληλες, για να διαπιστώσουμε ότι οι ανωτέρω συνοπτικές οικονομικές καταστάσεις της «ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ», που καλύπτουν την περίοδο από την 1η Ιανουαρίου 2004 μέχρι την 30η Ιουνίου 2004 δεν περιέχουν ανακρίβειες ή παραλείψεις που να επηρεάζουν ουσιαστικά την περιουσιακή διάρθρωση και την οικονομική θέση της εταιρίας, καθώς και τα αποτελέσματα που εμφανίζονται σε αυτές. Στα πλαίσια του ελέγχου αυτού λάβαμε και γνώση του λογιστικού απολογισμού των εργασιών των υποκαταστημάτων της εταιρίας. Τέθηκαν στη διάθεσή μας τα βιβλία και στοιχεία που τήρησε η εταιρία και μας δόθηκαν οι αναγκαίες για τον έλεγχο πληροφορίες και επεξηγήσεις που ζητήσαμε.

Η εταιρία εφάρμοσε ορθά το Γενικό Λογιστικό Σχέδιο. Δεν τροποποιήθηκε η μέθοδος απογραφής σε σχέση με την αντίστοιχη προηγούμενη περίοδο, εκτός από την μέθοδο αποτίμησης συμμετοχών, όπως αναφέρεται και στις παρατιθέμενες από την εταιρία σημειώσεις αριθμός 4 και 11. Το κόστος παραγωγής προσδιορίστηκε σύμφωνα με τις παραδεγμένες αρχές λογισμού του κόστους. Με βάση τον έλεγχο που διενεργήσαμε, διαπιστώσαμε ότι οι ανωτέρω οικονομικές καταστάσεις προκύπτουν από τα βιβλία και στοιχεία της εταιρίας και αφού ληφθούν υπόψη οι παρατιθέμενες από την εταιρία σημειώσεις, δεν περιέχουν ανακρίβειες ή παραλείψεις που να επηρεάζουν ουσιαστικά την εμφανιζόμενη περιουσιακή διάρθρωση και την οικονομική θέση της εταιρίας, κατά την 30η Ιουνίου 2004, καθώς και τα αποτελέσματα της περιόδου που έληξε στην ημερομηνία αυτή, βάσει των σχετικών διατάξεων που ισχύουν και των λογιστικών αρχών και μεθόδων που εφαρμόζει η εταιρία, οι οποίες έχουν γίνει γενικά παραδεκτές και δεν διαφέρουν από εκείνες που εφαρμόστηκαν στην αντίστοιχη περίοδο της προηγούμενης χρήσης, εκτός από τη μέθοδο αποτίμησης συμμετοχών, όπως αναφέρεται παραπάνω.

Αθήνα, 30 Αυγούστου 2004
P RICE WATERHOUSE COOPERS
 Ανώτερη Ελεγκτική Εταιρεία
 Ορκωτοί Ελεγκτές-Λογιστές

Αθήνα, 30 Αυγούστου 2004
 Ο ΟΡΚΩΤΟΣ ΕΛΕΓΚΤΗΣ ΛΟΓΙΣΤΗΣ
 Κωνσταντίνος Κοτσάλης
 Α.Μ. ΣΟΕΛ 12711

ΟΜΙΛΟΣ Α.Ε. ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ

ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗΤΡΩΟΥ Α.Ε. 0013/00Β/89/90

ΕΝΟΠΙΩΜΕΝΗ ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΗΣ 30.6.04 (ΣΕ ΧΙΛΙΑΔΕΣ ΕΥΡΩ)

	30.6.04	30.6.03		30.6.04	30.6.03
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			ΠΑΘΗΤΙΚΟ		
Πόσιον ενεργητικό - Αρχική αξία	1.388.503	1.212.852	Μετοχικό κεφάλαιο	167.866	100.599
Μείον - Αποσβέσεις μέχρι 30.6	544.713	484.356	Αποθεματικά & λοιπά λογ. ιδ. κεφαλαίων	338.439	335.224
Υπόλοιπο	841.790	728.496	Αποτελέσματα προηγούμενων χρήσεων	73.984	72.473
Ασώματες ακινητοποιήσεις	26.907	30.076	Διαφορές ενοποίησης	-152.626	-117.009
Συμμετοχές & μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	59.626	91.139	Κέρδη εξαμήνου Ομίλου μετά τους φόρους	79.598	46.139
Αποθέματα	113.743	108.210	Καθαρή θέση Ομίλου	507.261	437.426
Πελάτες	229.512	208.743	Δικαιώματα μειοψηφίας	25.163	49.227
Λοιπές απαιτήσεις	39.089	38.658	Σύνολο καθαρής θέσης	532.424	486.653
Χρεώματα	4.683	4.047	Προβλέψεις διαφορές	167.724	169.122
Διαθέσιμα	29.818	41.606	Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	353.648	344.225
Μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού	3.491	3.821	Τράπεζες λογ. βραχυθέρμων υποχρεώσεων	149.883	104.097
			Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	136.518	138.585
			Μερίσματα πληρωτέα	1.996	2.520
			Μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού	6.466	9.594
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	1.348.659	1.254.796	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	1.348.659	1.254.796
Λογαριασμοί τόξων χρεωστικού	151.683	206.039	Λογαριασμοί τόξων πιστωτικού	151.683	206.039

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

	30.6.04	30.6.03
Έσοδα από πωλήσεις	526.727	488.197
Κόστος πωληθέντων	-346.174	-327.208
Αποσβέσεις	-42.449	-29.864
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	8.549	2.615
Μικτά αποτελέσματα εκμετάλλευσης	146.653	133.640
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	-33.732	-31.310
Έξοδα λειτουργίας διαθέσιμων	-11.202	-11.563
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έσοδα/έξοδα	-5.056	-9.047
Καθαρά αποτελέσματα εκμετάλλευσης	96.663	81.720
Ανόργανα έσοδα-κέρδη	16.556	12.168
Ανόργανα έξοδα-ζημιές	-11.486	-23.892
Συνολικά καθαρά αποτελέσματα	101.733	69.994
Αναλογία μειοψηφίας επί αποτελεσμάτων	10	-4.855
Κέρδη εξαμήνου Ομίλου προ φόρων	101.743	65.139
Πρόβλεψη αναλογούντων φόρων	-22.145	-19.000
ΚΕΡΔΗ ΕΞΑΜΗΝΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΜΕΤΑ ΤΟΥΣ ΦΟΡΟΥΣ	79.598	46.139

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ:

- Στο εξάμηνο 2004 έχουν περιληφθεί επιπροσθέτως με τη μέθοδο της ολικής ενοποίησης οι εταιρίες Zlatna Panega Cement AD, Zlatna Panega Beton ΕΟΟΔ και Granitoid AD (πρώτη ενοποίηση από 5.5.2004).
- Στο λογαριασμό αποτελεσμάτων εξαμήνου 2004 περιλαμβάνονται τα αποτελέσματα των εταιρών Plwensem Limited και Plwenski Cement AD έως την ημερομηνία πώλησής τους (5.5.2004).
- Έχουν τηρηθεί οι Βασικές Λογιστικές Αρχές του Ισολογισμού της 31.12.2003.
- Οι Απαιτήσεις και Υποχρεώσεις σε ένα νόμισμα αποτιμήθηκαν με ισσομίες 30ης Ιουλίου κάθε έτους. Στο λογαριασμό "Πρόβλεψεις Διαφορές" της 30.6.04 περιλαμβάνονται πιστωτικές συναλλαγματικές διαφορές € 29,1 εκατ. (εξάμηνο 2003 € 32,5 εκατ.) που προκύπτουν από την αποτίμηση των μακροπρόθεσμων δανείων της Μητρικής Εταιρίας, σύμφωνα με το άρθρο 28 παρ. 1 του Π.δ. 188/92 (Κ.Β.Σ.).
- Η Πρόβλεψη αποζημιώσεων προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία* προσαυράστηκε, όπως και στην προηγούμενη αντίστοιχη περίοδο, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 31 παρ. 1 του Κ.Ν. 2238/1994 και επιβάρυνθηκαν τα αποτελέσματα του εξαμήνου με € 5,3 εκατ. περίπου. Με βάση αναλυτική μελέτη υπολογισμού υποχρεώσεων για αποζημιώσεις που διενεργήθηκε για λογαριασμό της εταιρίας από εταιρία αναλογιστικών μελετών, για το σύνολο του προσωπικού του ομίλου, το ύψος της πρόβλεψης που περιλαμβάνεται στο λογαριασμό "Πρόβλεψεις Διαφορές" υπολείπεται κατά € 15,4 εκατ. περίπου.
- Παρομοιότητες εξαμήνου 2004 € 88,8 εκατ. (εξάμηνο 2003 € 109,8 εκατ.).
- Επί των παγίων στοιχείων δεν υφίστανται εμπράγματα βάρη.
- Δεν υπάρχουν επίδικες ή υπό άδικη διαφοράς εκκείμενες δικαστικών ή διοικητικών οργάνων που ενδέχεται να έχουν σημαντική επίπτωση στην οικονομική κατάσταση του Ομίλου.
- Αριθμός αποσχετούμενου την 30.06.04 προσωπικού: 5.222 άτομα.
- Οι πωλήσεις κατά κατηγορία ΣΤΑΚΟΔ 91, αναλόγως ως εξής: κωδ. 285.1 Τσιμέντα € 283.899 χιλ., κωδ. 286.3 Έτοιμο σκυρόδεμα € 155.067 χιλ., κωδ. 142.1 Αδραχία υλικό € 48.773 χιλ., κωδ. 286.1 Τσιμεντοκίττα € 24.362 χιλ., κωδ. 282.1 Είδη εκ παραπάνης € 5.076 χιλ., κωδ. 802.4 Οδική μεταφορά εμπορευμάτων € 3.329 χιλ., κωδ. 741.4 Περιοχή υπηρεσιών € 2.378 χιλ., κωδ. 286.4 Κοιμήματα € 2.130 χιλ., κωδ. 515.1 Στερεά καύσιμα € 617 χιλ., κωδ. 519.0 Εμπόριο λοιπών γονιμών € 1.096 χιλ.

Αθήνα, 24 Αυγούστου 2004

Ο Διευθύνων Σύμβουλος

Ο Προϊστάμενος Υπηρεσίας Ενοποίησης

ΑΝΔΡΕΑΣ Α. ΚΑΝΕΛΛΟΠΟΥΛΟΣ
Α.Δ.Τ. Α010727

ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ Θ. ΠΑΠΑΛΕΞΟΠΟΥΛΟΣ
Α.Δ.Τ. Ε183588

ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ Σ. ΝΤΑΝΑΣ
Α.Δ.Τ. Ε410959

ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΕΛΕΓΧΟΥ ΟΡΚΩΤΟΥ ΕΛΕΓΚΤΗ ΛΟΓΙΣΤΗ

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ

Διενεργήσαμε τον έλεγχο που προβλέπεται από τις διατάξεις του άρθρου 6 του π.δ. 360/1985, όπως τροποποιήθηκε με το άρθρο 90 του ν. 2533/1997, εφαρμόζοντας, στα πλαίσια των αρχών και κανόνων ελεγκτικής που ακολουθεί το ΣΩΜΑ ΟΡΚΩΤΩΝ ΕΛΕΓΚΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΩΝ, τις ελεγκτικές διαδικασίες που κρίναμε κατάλληλες, για να διαπιστώσουμε ότι οι ανωτέρω ενοποιημένες συνοπτικές οικονομικές καταστάσεις της ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ, που καλύπτουν την περίοδο από την 1η Ιανουαρίου 2004 μέχρι την 30η Ιουλίου 2004, δεν περιέχουν ανακρίβειες ή παραλείψεις που να επηρεάζουν ουσιωδώς την ενοποιημένη περιουσιακή διάρθρωση και οικονομική θέση, καθώς και τα ενοποιημένα αποτελέσματα της ανωτέρω μητρικής εταιρίας και των θυγατρικών της που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση.

Με βάση τον έλεγχο που διενεργήσαμε, διαπιστώσαμε ότι οι ανωτέρω ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις έχουν καταρτιστεί σύμφωνα με τις σχετικές διατάξεις του κωδ. Ν. 2190/1920 περί ανωνύμων εταιριών και αφού ληφθούν υπόψη οι παρατηρήσεις σημειώσιμες της εταιρίας, δεν περιέχουν ανακρίβειες ή παραλείψεις που να επηρεάζουν ουσιωδώς την ενοποιημένη περιουσιακή διάρθρωση και οικονομική θέση του συνόλου των επιχειρήσεων που περιλήφθηκαν στην ενοποίηση κατά την 30η Ιουλίου 2004, καθώς και τα ενοποιημένα αποτελέσματα της περιόδου που έληξε αυτή την ημερομηνία, βάσει των σχετικών διατάξεων που ισχύουν και λογιστικών αρχών και μεθόδων που εφαρμόζει η μητρική εταιρία και οι οποίες έχουν γίνει γενικά παραδεκτές και δεν διαφέρουν από εκείνες που εφαρμόσθηκαν στην αντίστοιχη περίοδο της προηγούμενης χρήσεως.

Αθήνα, 30 Αυγούστου 2004

Ο ΟΡΚΩΤΟΣ ΕΛΕΓΚΤΗΣ ΛΟΓΙΣΤΗΣ

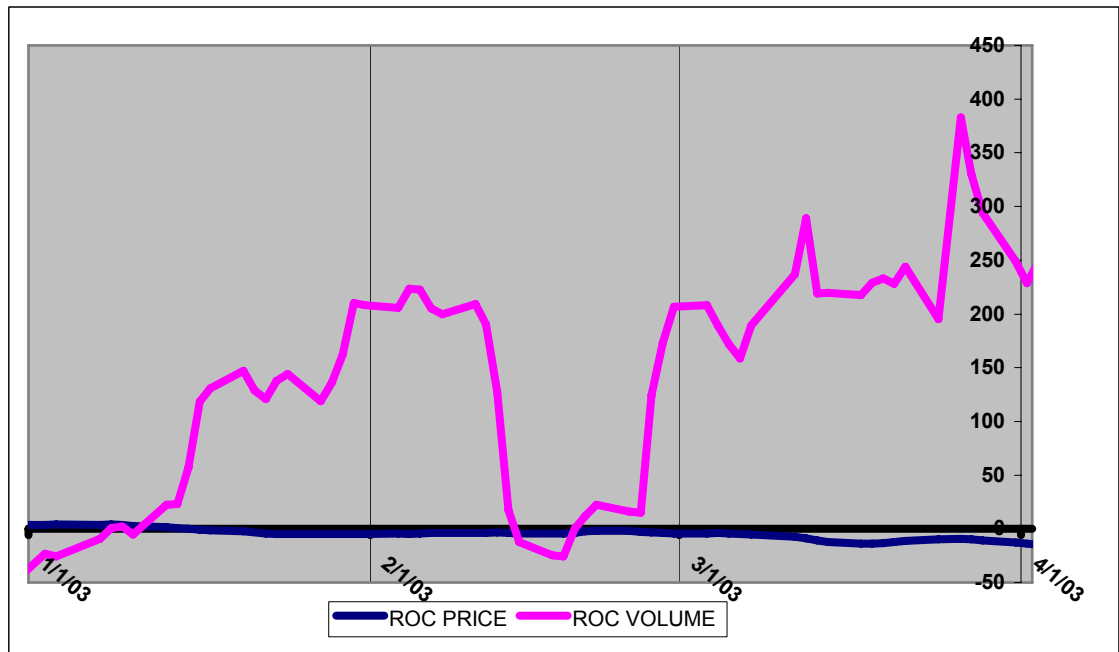
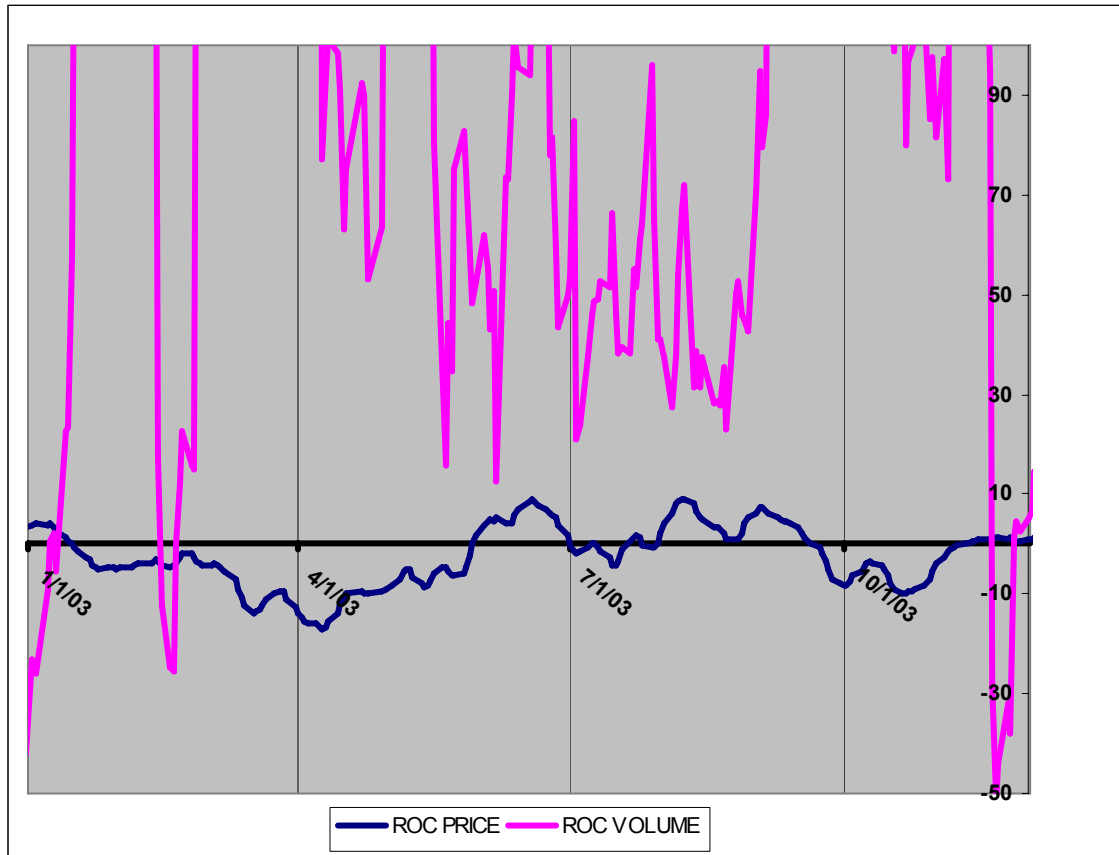
PRICEWATERHOUSECOOPERS

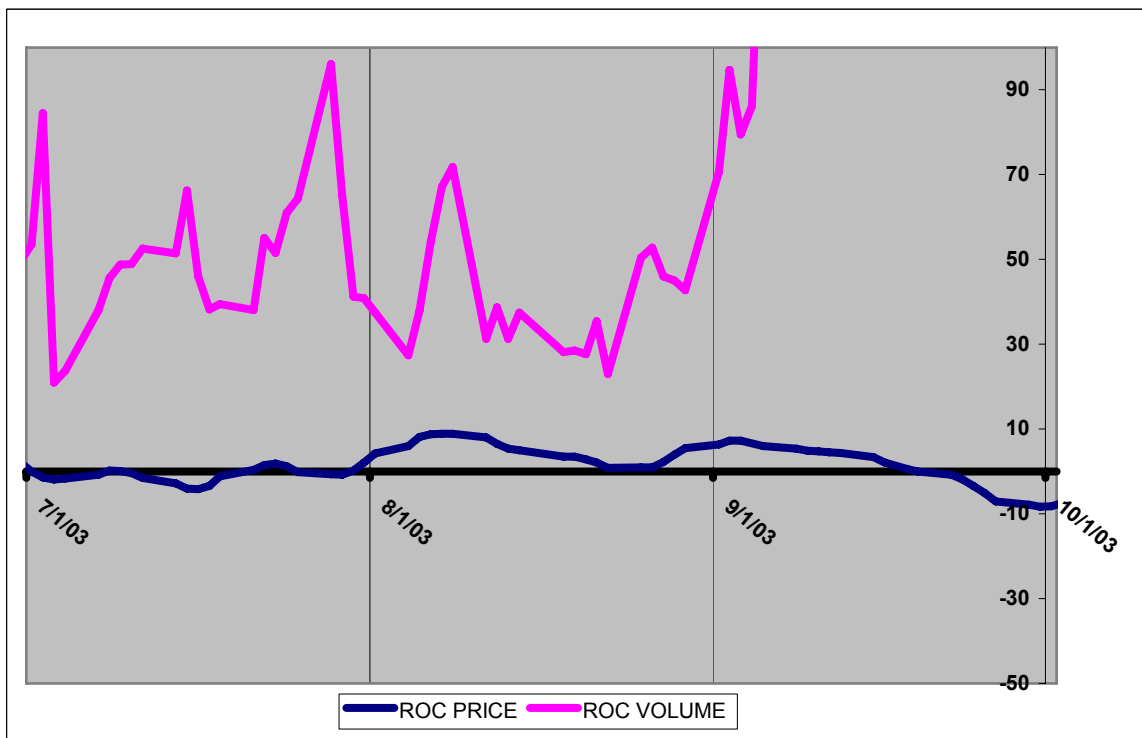
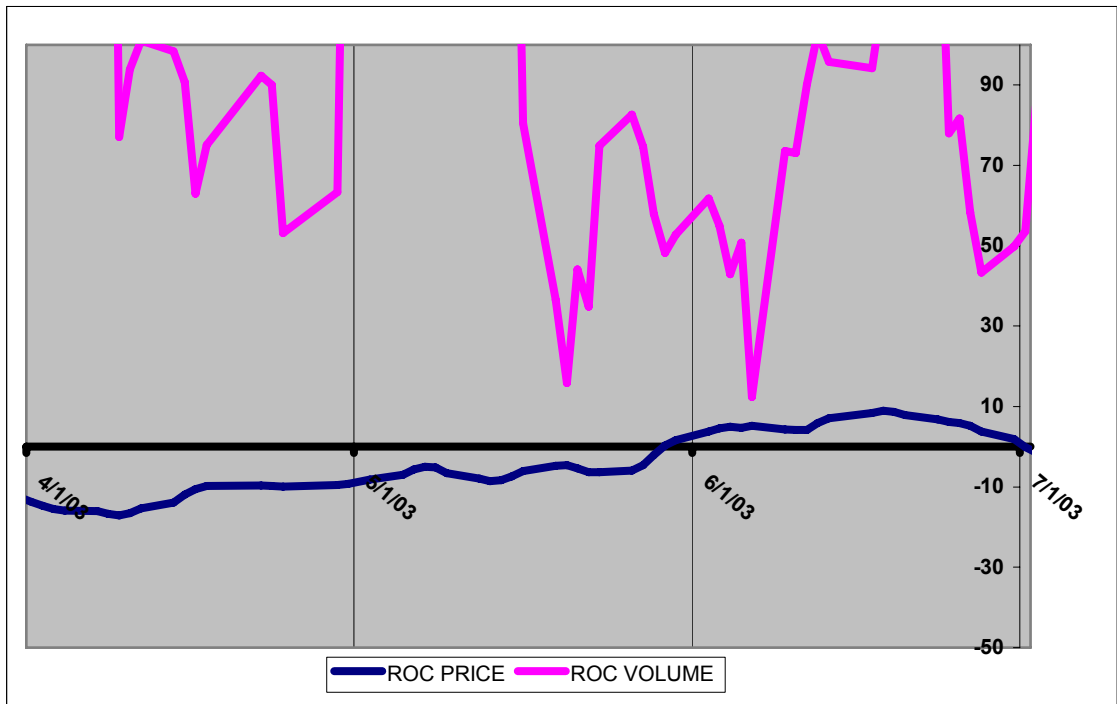
Ανώτατη Ελεγκτική Εταιρεία

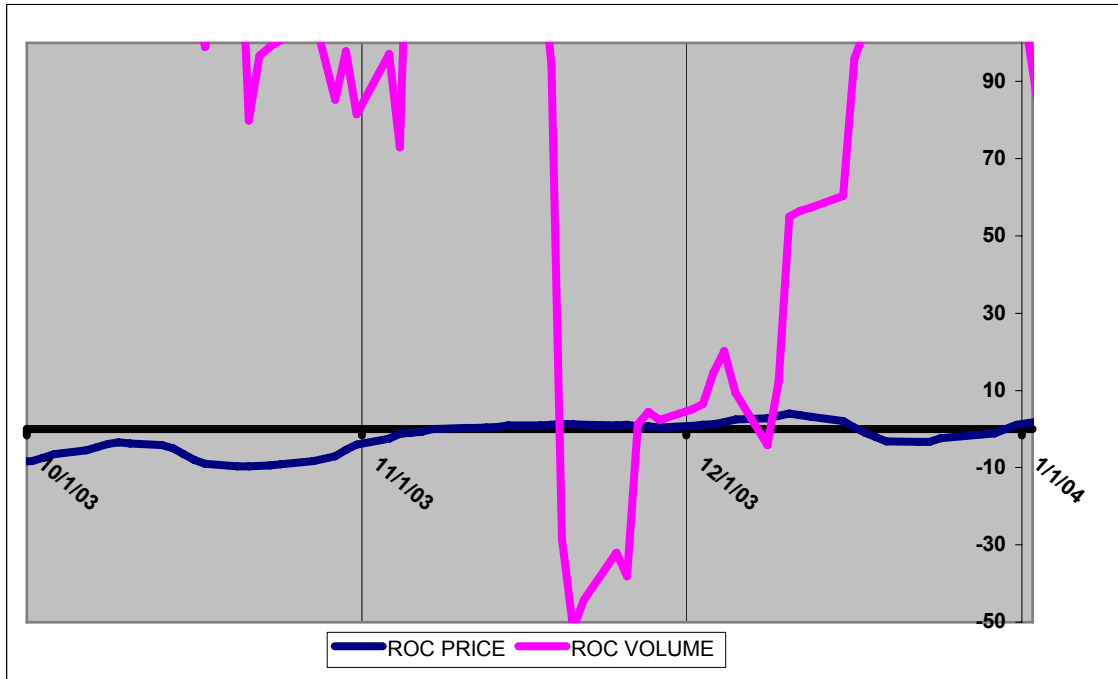
Ορκωτοί Ελεγκτές-Λογιστές

Κωνσταντίνος Κοτσάλης
Α.Μ. ΣΟΕΛ 12711

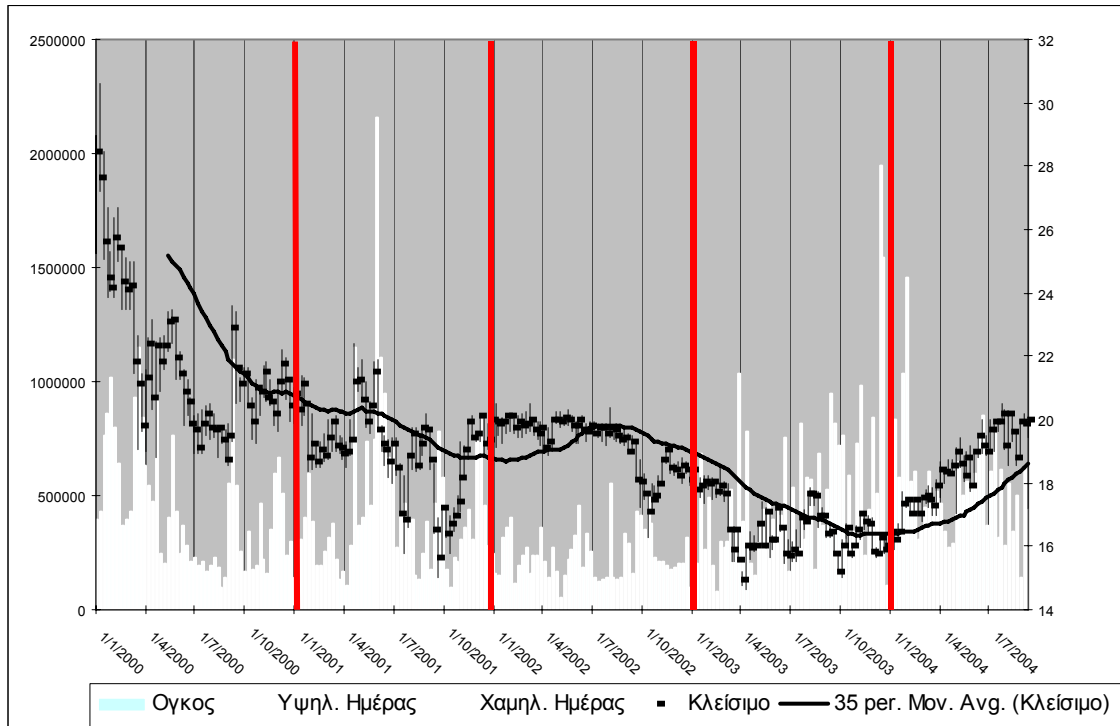
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ- Β –Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ROC







ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ- Γ –Κ.Ο250



ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ- Δ –ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ

