



Ακαδημαϊκό έτος 2021-2022

Εαρινό Εξάμηνο

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Διάλεξη 9^η - 10^η

Κριτηρια Επιλογής Μετοχών

1. Οι βασικότεροι Δείκτες Μετοχικής Αξιολόγησης
2. Θεμελιώδης Ανάλυση
 1. Με βάση τα μοντέλα αποτίμησης των μελλοντικών οικ. μεγεθών
 2. Με βάση την ιστορική απόδοση των οικ. δεικτών
 3. Υποδείγματα χαρακτηριστικών χαρτοφυλακίων
 4. Συνολική προσέγγιση καθορισμού παραμέτρων για 'stock picking'

ΥΛΙΚΟ ΜΕΛΕΤΗΣ

1. Σημειώσεις Α.Α. Δράκος
2. Α.Α. Δράκος, Γ.Α. Καραθανάσης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση των Επιχειρήσεων, 2010, Εκδόσεις Γ. Μπένος. **Κεφάλαιο 11**
3. Bodie, Kane, Marcus, ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ, 2015, Εκδόσεις ΥΤΟΡΙΑ, **Κεφάλαιο 14, 16, 21**
4. CASE STUDY 5ο.
5. ΣΧΕΤΙΚΑ ΑΡΘΡΑ: Eclass – Ενότητα Διάλεξης 9-10

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σε μία αγορά με πολλά περιουσιακά στοιχεία, συχνά το ζητούμενο είναι η σύγκριση των μετοχικών αξιών μεταξύ εταιρειών ή κλάδων. Οι Δείκτες Μετοχικής Αξιολόγησης είναι κατ' εξοχήν η καταλληλότερη μέθοδος για τέτοιες συγκρίσεις, αφού σε μία αγορά η οποία δεν βρίσκεται στο ανώτατο επίπεδο αποτελεσματικότητας η απόκλιση της Εσωτερικής ή Οικονομικής Αξίας κάθε μετοχής από τη τρέχουσα Χρηματιστηριακή της τιμή, είναι και συγκριτικό μέγεθος. Θα ορίσουμε την Οικονομική – Εσωτερική Αξία (Fair-Inttrinsic Value) μίας μετοχής με βάση δύο μεθόδους.

Προκειμένου να κάνουμε σχετική αποτίμηση:

1. Πρέπει να βρούμε εταιρίες οι οποίες είναι συγκρίσιμες, και να αποκτήσουμε αγοραίες αξίες για τις εταιρίες αυτές
2. Να μετατρέψουμε αυτές τις αγοραίες αξίες σε κανονικοποιημένες αξίες, προκειμένου να είναι συγκρίσιμες (εύρεση πολλαπλασιαστών τιμών – price multiples)
3. Να συγκρίνουμε τις “κανονικοποιημένες” αυτές αξίες, σταθμίζοντας για παραμέτρους που μπορεί να αλλοιώνουν το αποτέλεσμα της σύγκρισης.

Ιδιαίτερη προσοχή χρειάζεται στην ανάλυση της κατανομής κάθε υπό εξέταση δείκτη, προκειμένου ο αναλυτής να είναι σε θέση να αποφανθεί αν ο δείκτης είναι υψηλός ή χαμηλός

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΔΕΙΚΤΩΝ:

1. Πολλαπλασιαστές Κερδών

1. *Price / Earnings* ανά μετοχή (PE ή PER)
2. *Price / EBIT*
3. *Price / EBITDA*
4. *Price / Cash Flow*

2. Πολλαπλασιαστές Λογιστικής Αξίας (Book Value)

1. *Price / Book Value (PBV)*
2. *Price / Replacement Cost (Tobin 's Q)*

3. Πολλαπλασιαστές Εσόδων

1. *Price / Sales per share*

1. ΒΑΣΙΚΟΤΕΡΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

$$\frac{P}{e} \rightarrow \frac{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή}}{\text{Λογιστικά Κέρδη Ανά Μετοχή}}$$

Ο ποιο Δημοφιλής Δείκτης που χρησιμοποιείται για το σύνολο των εταιρειών (πλην των επενδυτικών). Ο Δείκτης έχει κάποιες τεχνικές αδυναμίες από τη στιγμή όπου συγκρίνεται ένα Δυναμικό μέγεθος (Τρέχουσα Τιμή Μετοχής) με ένα στατικό (τελευταία δημοσιευμένα κέρδη). Πρόβλήματα, επίσης προκύπτουν από τυχόν διαφορές στις μεθόδους Λογιστικής Απεικόνισης μεταξύ εταιρειών.

Ποια είναι η ερμηνεία του δείκτη?

Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσα χρόνια απαιτούνται για να πάρουμε τα χρήματα μας πίσω με την προϋπόθεση ότι τα κέρδη της εταιρίας διατηρούνται σταθερά. Εναλλακτικά, μας ορίζει τι πρέπει να πληρώσει ένας επενδυτής για κάθε μονάδα κερδών. Για το λόγο αυτό ονομάζεται και **πολλαπλασιαστής κερδών**.

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι υπολογισμού, ανάλογα με τα στοιχεία τα οποία χρησιμοποιούμε:

1. Τιμή: Τρέχουσα Τιμή
Μέση Τιμή έτους
2. Κέρδη: Κέρδη ανά μετοχή του πιο πρόσφατου έτους
Κέρδη ανά μετοχή των τελευταίων 12 μηνών (Trailing PE)
Προβλεπόμενα Κέρδη ανά μετοχή των επομένων 12 μηνών (Leading PE)
Προβλεπόμενα Κέρδη ανά μετοχή του επομένου έτους

Βασικές Προτάσεις:

1. Εταιρίες με υψηλότερο δείκτη ανάπτυξης θα έχουν μεγαλύτερο δείκτη PE από ότι εταιρίες με χαμηλό δείκτη ανάπτυξης.
2. Εταιρίες με υψηλότερο ρίσκο θα έχουν μικρότερο δείκτη PE από ότι εταιρίες με χαμηλό κίνδυνο
3. Εταιρίες με χαμηλότερες ανάγκες επανεπένδυσης των κερδών τους θα έχουν μεγαλύτερο δείκτη PE από ότι εταιρίες με υψηλά ποσοστά επανεπένδυσης των κερδών.

ΠΡΟΣΟΧΗ: Τα συμπεράσμα αυτά ισχύουν ceteris paribus (λοιπών παραμέτρων δεδομένων). Για να έχουμε ασφαλή συμπεράσματα, πρέπει να είμαστε προσεκτικοί όσον αφορά στις εταιρίες που συγκρίνουμε.

Rule of thumb:

- α) Χαμηλός δείκτης PE → υποτιμημένες εταιρίες
- β) Υψηλός δείκτης PE → υπερτιμημένες εταιρίες

Σε μία αποτελεσματική αγορά:

1. Υψηλό PE: αφορά εταιρίες GROWTH
2. Χαμηλό PE: αφορά εταιρίες VALUE

1. ΒΑΣΙΚΟΤΕΡΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

$$\frac{P/e}{G} \rightarrow \frac{\text{Πολλαπλασιαστής Κερδών}}{\text{Προβλεπόμενος Ρυθμός Μεγέθυνσης}}$$

Χρησιμοποιείται πάντα συμπληρωματικά του Δείκτη P/E, διορθώνοντας τα προβλήματα που δημιουργούνται από τον στατικό του χαρακτήρα. Ο δείκτης ίσως παρουσιάσει πρόβλημα στη σύγκλιση αναλυτών για την εκτίμηση του μέσου ετήσιου ρυθμού μεγέθυνσης (g).

Το σημείο το οποίο πρέπει να προσέξει ένας αναλυτής όταν χρησιμοποιεί το δείκτη αυτό είναι, το ποσοστό αύξησης των κερδών να:

1. Είναι υπολογισμένο για την ίδια περίοδο (πχ Trailing, τελευταία χρήση)
2. Έχει εκτιμηθεί για την ίδια περίοδο αναφοράς
3. Προέρχεται από την ίδια πηγή

Βασικές Προτάσεις:

1. Εταιρίες με υψηλότερο ρίσκο θα διαπραγματεύονται σε πολύ μικρότερο δείκτη PEG από ότι εταιρίες με χαμηλό κίνδυνο, οι οποίες έχουν τον ίδιο αναμενόμενο ρυθμό αύξησης των κερδών τους.
2. Εταιρίες οι οποίες μπορούν να πραγματοποιήσουν αύξηση των κερδών πιο αποτελεσματικά (επενδύοντας λιγότερα σε επενδύσεις με καλύτερες αποδόσεις) θα έχουν υψηλότερο δείκτη PEG από ότι εταιρίες οι οποίες αναπτύσσονται με τον ίδιο ρυθμό αλλά λιγότερο αποδοτικά.

ΠΡΟΣΟΧΗ: Τα συμπεράσματα αυτά ισχύουν ceteris paribus (λοιπών παραμέτρων δεδομένων). Για να έχουμε ασφαλή συμπεράσματα, πρέπει να είμαστε προσεκτικοί όσον αφορά στις εταιρίες που συγκρίνουμε.

Rule of thumb:

- α) Δείκτης PEG μικρότερος της μονάδας → υποτιμημένες εταιρίες ή δεν αναμένουμε αύξηση των κερδών τους
- β) Δείκτης PEG μεγαλύτερος της μονάδας → υπερτιμημένες εταιρίες ή αναμένουμε αύξηση των κερδών τους

1. ΒΑΣΙΚΟΤΕΡΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

$$\frac{P}{BV} \rightarrow \frac{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή}}{\text{Λογιστική Αξία Ανά Μετοχή}}$$

Αρκετά δημοφιλής Δείκτης, που ενδείκνυται για εταιρείες Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών (Τράπεζες, Ασφάλειες, Επενδυτικές). Αντιμετωπίζει τα προβλήματα στατικότητας αλλά και Μέθοδων Λογιστικής Αποτίμησης των εταιρειών με σημαντικά Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία.

Το σημείο το οποίο πρέπει να προσέξει ένας αναλυτής όταν χρησιμοποιεί το δείκτη αυτό είναι:

1. Εάν η χρηματιστηριακή τιμή αναφέρεται στις κοινές μετοχές, να χρησιμοποιείται η λογιστική αξία των κοινών μετοχών.
2. Εάν υπάρχουν παραπάνω από μία κλάσεις μετοχών, η χρηματιστηριακή αξία όλων των μετοχών πρέπει να συμπεριληφθεί στον υπολογισμό του δείκτη.

Ποια είναι η ερμηνεία του δείκτη?

Όταν αγοράζει κάποιος μια εταιρία, συνήθως πληρώνει δύο διαφορετικά πράγματα: αφενώς την αξία των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρίας που έχουν πληρωθεί από ίδια κεφάλαια της εταιρίας, και αφετέρου τα άυλα περιουσιακά της στοιχεία, ή τον αποκαλούμενο «αέρα» που αποτελεί την αμοιβή που καταβάλλει ο αγοραστής στον πωλητή, επειδή του παραδίδει ένα σύνολο περιουσιακών στοιχείων διαρθρωμένο κατά τέτοιο τρόπο, έτσι ώστε αυτό να παράγει κέρδη. Ο «αέρας» λοιπόν αποτελεί την αμοιβή που καταβάλλει ο αγοραστής στον πωλητή για την αναμενόμενη επίτευξη μελλοντικών κερδών και τις αφανείς υπεραξίες των στοιχείων της εταιρίας.

Όταν η τιμή του δείκτη της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής μιας μετοχής προς την λογιστική της αξία ισούται με τη μονάδα, τότε ο αγοραστής πληρώνει μόνο για την απόκτηση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας, και καθόλου για τον «αέρα», ή την τυχόν υπεραξία των παγίων κ.λ.π. στοιχείων. Άρα:

Rule of thumb:

- α) Δείκτης PBV μικρότερος της μονάδας → υποτιμημένες εταιρίες
- β) Δείκτης PBV μεγαλύτερος της μονάδας → υπερτιμημένες εταιρίες

Σε μία αποτελεσματική αγορά:

1. $PBV \gg 1$: αφορά εταιρίες GROWTH
2. $PBV \sim 1$: αφορά εταιρίες VALUE

1. ΒΑΣΙΚΟΤΕΡΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

$$\frac{D}{P} \rightarrow \frac{\text{Μέρισμα Ανά Μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή}}$$

Αξιολογεί ουσιαστικά την απόδοση που προσφέρει η εταιρία σε μέσο-μακροπρόθεσμους επενδυτές. Επικριτές του Δείκτη αναφέρουν ότι Υψηλή Μερισματική Απόδοση, στερεί κεφάλαια από την εταιρία, τα οποία σε περιόδους Οικονομικής Αστάθειας ή Υψηλών Επιτοκίων, έχουν υψηλό κόστος.

Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσα χρόνια απαιτούνται για να πάρουμε τα χρήματα μας πίσω με την προϋπόθεση ότι τα κέρδη της εταιρίας διατηρούνται σταθερά. Εναλλακτικά, μας ορίζει τι πρέπει να πληρώσει ένας επενδυτής για κάθε μονάδα κερδών. Για το λόγο αυτό ονομάζεται και πολλαπλασιαστής κερδών.

Όσο υψηλότερη είναι η μερισματική απόδοση, τόσο καλύτερη θεωρείται μια μετοχή, όταν οι υπόλοιποι παράγοντες αξιολόγησης είναι ίδιοι.

1. ΒΑΣΙΚΟΤΕΡΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

$$\frac{EV}{EBITDA} \rightarrow \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Κέρδη Προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων}}$$

Εξαιρετικά σημαντικός δείκτης επίσης, ο δείκτης 'Enterprise Value / EBITDA), ο οποίος χρησιμοποιείται εναλλακτικά του δείκτη PER, ιδιαίτερα στις περιπτώσεις εξαγοράς της υπό εξέταση εταιρίας, διότι λαμβάνει υπόψη τη μόχλευση (δανεισμό) της εταιρίας. Συχνά αναφέρεται ως Πολλαπλασιαστής των EBITDA

Επίσης, ο δείκτης αυτός δεν επηρεάζεται από την κεφαλαιακή διάρθρωση της υπό εξέταση εταιρίας, ενώ είναι ο πλέον δημοφιλής δείκτης στις περιπτώσεις εξαγορών.

Το 'Enterprise value' ισούται με την Αγοραία Κεφαλαιοποίηση της εταιρίας, συν τα δάνεια, μείον τα ρευστά διαθέσιμα) Ένας χαμηλός δείκτης σημαίνει ότι η εταιρία ίσως είναι υποτιμημένη.

Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται κυρίως στις κάτωθι περιπτώσεις:

1. Για σύγκριση εταιριών που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές χώρες, γιατί αγνοεί την επίδραση των τοπικών φορολογικών συντελεστών
2. Για εύρεση ελκυστικών εταιριών προς εξαγορά (αφού λαμβάνει υπόψη και την αγοραία κεφαλαιοποίηση της υπό εξέταση εταιρίας).

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Τα βασικότερα προβλήματα αξιοπιστίας των αποτελεσμάτων από τους Δείκτες μετοχικής Αξιολόγησης είναι :

- a) Οι σημαντικές διαφορές στα μεγέθη των συγκρινόμενων εταιριών
- b) Οι διαφορές στα στάδια ωρίμανσης
- c) Οι διαφορές στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου προϊόντων.

ΑΚΟΜΑ ΚΑΙ ΣΕ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΕΛΕΥΘΕΡΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ, ΕΙΝΑΙ ΣΧΕΔΟΝ ΑΔΥΝΑΤΟΝ ΝΑ ΒΡΟΥΜΕ 2 ΟΜΟΙΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ. ΣΤΗ ΛΟΓΙΚΗ ΑΥΤΗ ΟΣΟ ΜΕΓΑΛΟ ΚΑΙ ΝΑ ΕΙΝΑΙ ΕΝΑ ΔΕΙΓΜΑ Ο ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΕΩΝ ΑΠΟ «ΟΜΟΙΕΣ - ΣΥΓΚΡΙΣΙΜΕΣ» ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΔΕΝ ΕΙΝΑΙ ΑΠΟΛΥΤΑ ΑΞΙΟΠΙΣΤΟΣ ΓΙΑ ΝΑ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΩ ΤΟ FAIR VALUE ΜΙΑΣ ΕΞΕΤΑΖΟΜΕΝΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 1: ΒΑΣΙΚΟΤΕΡΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

(in mil.€)	2008/09	2009/10 E	2010/11 F
Turnover	193.06	171.82	160.24
EBITDA	1.20	-8,83	-12,10
Margin %	0,62%	0,23%	0,45%
Net Income	-6,37	-12,67	-15,31
Margin %	3,30%	5,24%	7,27%
Price (07/05/2010)	1,55		
Shares	17250000		
Mkt Cap	26737500		
Hist. Beta	0,8		
Div. 07/05	0,21		
	2008/09	2009/10 E	2010/11 F
P/E	-3,78	-3,36	-3,14
P/BV	1,26	1,12	1,04

Company	Country	Market Cap (€)	P/E ('09)	P/BV('09)
Dixons Group	UK	1.122.058.823,52	24,49	26,49
Best Buy	US	14.721.311.475,40	13,95	2,82
Ikona	Greece	3.337.600,00	-1,45	1,33
Plaisio	Greece	110.179.200,00	13,86	2,15
Electroniki	Greece	26.737.500,00	-3,78	1,26

Market Cap. 15.956.887.098,92

	P/E	P/BV	DCF
Peer Group Avg	12,7125	8,1975	
Market cap Weighted Avg	9,41	6,81	

Implied Target Price(weights)	P=E (long term)*9,41 = 3,39	P=BV (long term)*6,81 =7,49	DCF=0,82
weights	45,00%	5,00%	50,00%

Implied Target Price **0,77**

Current Share Price 1,55

Upside Potential -50,33%

Συγκλίνουν τα αποτελέσματα των 2 μεθόδων Αποτίμησης?

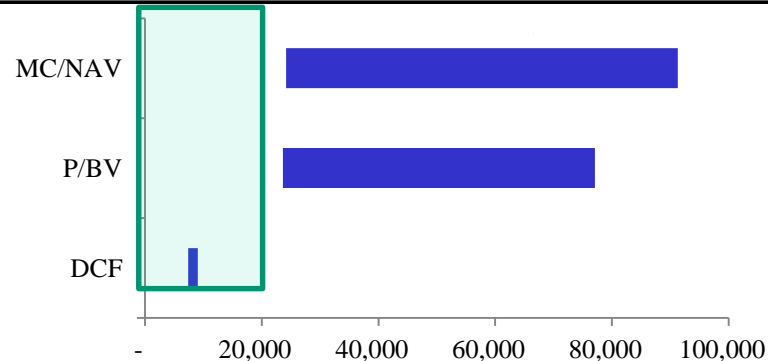
ποσά εκφρασμένα σε χιλ.€	31/12/2009	2010	2011	2012	2013	Διηλεκτές
Καθαρά Κέρδη		-3.944,30	-4.801,70	-4.719,50	-2.836,10	-2.836,10
Ετήσιες Αποσβέσεις		114,8	114,8	114,8	114,8	114,8
Τόκοι*(1-ΦΣ)		6.679,90	7.354,90	7.354,90	6.129,10	6.129,10
Μεταβολές Κεφαλαίου Κίνησης		151,4	13,2	26,6	80,6	82,2
Κεφαλαιουχικές Επενδύσεις		114,8	114,8	114,8	114,8	114,8
Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές		2.584,30	2.540,00	2.608,90	3.212,50	3.210,90
Συντελεστής προεξόφλησης		0,94	0,88	0,82	0,78	23,42
Προεξοφλημένες ταμειακές ροές		2.418,40	2.224,00	2.138,00	2.510,80	

Το παράδειγμα της PASAL REAL ESTATE / 2009

ΠΑ Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών	9.291,50
Growth στο διηλεκτές	2%
Υπολειμματική Αξία	75.200,60
ΠΑ Υπολειμματικής Αξίας	58.774,20
Αξία μη επενδυτικών Ακινήτων	45.090,10
Αξία συμμετοχών (37% της TRASTOR) - σε τιμές αγοράς	23.057,00
Αξία Εταιρειάς	136.212,80
Δάνεια	133.443,00
Μετρητά	5.440,00
Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου	8.209,80
αριθμός μετοχών (σε εκ.)	14.968
Αξία ανά μετοχή (σε €)	0,55

	Ελάχιστο	Μέγιστο
DCF	7.388,81	9.030,76
P/BV	23.614,88	77.083,35
MC/N		
AV	24.202,59	91.292,22

Εταιρία	Κύκλος εργασιών	ΑΕ/ EBITDA	ΑΕ/ EBIT	P/BV	MC/NAV
PASAL Development	13,26	-12,07	-11,65	0,12	0,1
LAMDA Development	6,99	10,88	12,81	0,44	0,37
ALPHA Αστικά Ακίνητα	6,89	12,88	14,28	0,97	0,95
EUROBANK properties	32,23	24,48	24,49	0,6	0,61
R.E.D.S	13,61	-40,82	-35,04	0,31	0,3
SCIENS	18,58	-40,67	-39,48	0,43	0,43
BABIS VOVOS	15,78	-12,11	-12,03	0,3	0,25
TRASTOR A.E.E.A.Π.	7,64	10,79	10,88	0,55	0,58
Μέσος όρος	12,52	-3,65	-1,82	0,47	0,46



Comparable and DCF - PASAL REAL ESTATE - 2009 Οι σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ των 2 μεθόδων αποτίμησης οφείλονται στα διαφορετικά στάδια ωρίμανσης των επενδυτικών τους ακινήτων (άρα σταθερότητα των Ταμειακών Ροών από τη ενοικίαση των ακινήτων) και στην καλύτερη κεφαλαιακή διάρθρωση των συγκρινόμενων εταιρειών, στοιχεία τα οποία η συγκριτική ανάλυση δεν μπορεί να τα λάβει υπόψη.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 2: ΒΑΣΙΚΟΤΕΡΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ FOURLIS (πηγή: www.ase.gr)

FOURLIS ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ FOURLIS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

Αριθμός Μητρώου Ανωνύμων Εταιρειών 13110/06/Β/86/01 - ΕΑΡΑ: Α.ΚΗΦΙΣΙΑΣ 340 - 154 51 Ν.ΨΥΧΙΚΟ

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΧΡΗΣΗΣ από 1 Ιανουαρίου 2009 έως 31 Δεκεμβρίου 2009

(δημοσιευμένα βάσει του κ.ν.2190/20, άρθρο 135 για επιχειρήσεις που συντάσσουν ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ενοποιημένες και μη, κατά τα ΔΛΠ)

Τα παρακάτω στοιχεία και πληροφορίες, που προκύπτουν από τις οικονομικές καταστάσεις, στοχεύουν σε μία γενική ενημέρωση για την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα της FOURLIS ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ και του ΟΜΙΛΟΥ FOURLIS. Συνιστούμε επομένως την αναγνώστη, πριν προβεί σε οποιαδήποτε είδους επενδυτική επιλογή ή άλλη συναλλαγή με τον εκδότη, να ανατρέξει στη διεύθυνση διαδικτύου του εκδότη, όπου αναρτώνται οι οικονομικές καταστάσεις καθώς και η έκθεση ελέγχου του ορκωτού ελεγκτή λογιστή όποτε αυτή απαιτείται.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ενοποιημένη και ατομική) ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες €

	ΕΝΟΠΙΩΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2008
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Μη Κυκλοφορούν Ενεργητικό				
Ιδιοχρησιμοποιούμενα Ενσώματα περιουσιακά στοιχεία	193.252	212.487	86	71
Επενδύσεις σε ακίνητα	20.387	23.822	0	0
Άλλα περιουσιακά στοιχεία	12.578	5.145	123	35
Συμμετοχές	9.755	95	88.570	88.267
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	14.480	5.065	138	180
Αναβαλλόμενοι φόροι	2.460	1.244	58	46
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	252.911	247.858	88.975	88.599
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία ενεργητικού				
Αποθέματα	105.619	110.655	0	0
Φόρος εισοδήματος εισπρακτέος	15.092	12.767	3.870	3.281
Απαιτήσεις από πελάτες	108.519	139.582	449	482
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	15.938	24.504	110	319
Ταμειακά διαθέσιμα & ισοδύναμα	94.140	104.218	21.547	40.343
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία κατεχόμενα προς πώληση	0	49	0	47
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	339.308	391.775	25.977	44.472
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	592.220	639.633	114.951	133.071
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Ίδια Κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής				
Μετοχικό κεφάλαιο	50.953	50.953	50.953	50.953
Αποθεματικά υπέρ το άρτιο	11.864	11.864	12.208	12.208
Αποθεματικά	66.733	64.152	30.781	29.151
Αδιανέμητα κέρδη	84.894	74.784	17.205	33.664
Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων ιδιοκτητών μητρικής (α)	214.444	201.753	111.146	125.976
Δικαιώματα μειοψηφίας (β)	1.019	945	0	0
Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων (γ)=(α)+(β)	215.463	202.698	111.146	125.976
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις				
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	92.334	87.054	0	0
Παροχές προσωπικού	2.254	1.855	29	24
Προβλέψεις	251	265	0	0
Αναβαλλόμενοι φόροι	5.699	4.940	0	0
Άλλες μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	4.002	164	121	163
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	104.540	94.278	150	187
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις				
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	49.726	67.114	0	0
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων	9.755	91.585	0	0
Φόρος εισοδήματος	20.657	20.550	2.788	5.924
Προμηθευτές και λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	192.078	163.408	867	984
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	272.216	342.657	3.655	6.908
Σύνολο Υποχρεώσεων (δ)	376.756	436.935	3.805	7.095
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (γ)+(δ)	592.220	639.633	114.951	133.071

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ (ενοποιημένη και ατομική) ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες €

	ΕΝΟΠΙΩΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	1/1-31/12/2009	1/1-31/12/2008	1/1-31/12/2009	1/1-31/12/2008
Κύκλος εργασιών	751.722	784.447	0	0
Κόστος πωληθέντων	-521.402	-546.347	0	0
Μικτά κέρδη	230.320	238.100	0	0
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	25.004	42.355	2.115	24.573
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	-157.151	-150.080	0	0
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	-30.698	-31.809	-2.576	-1.840
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	-4.778	-7.070	-371	-20
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	62.698	91.496	-831	22.713
Χρηματοοικονομικά έξοδα	-12.397	-19.013	-1	-1
Χρηματοοικονομικά έσοδα	3.336	3.750	1.156	700
Έξοδα / έσοδα από συνδεδεμένες επιχειρήσεις	-358	0	6.000	11.000
Κέρδη προ φόρων	53.278	76.233	6.325	34.412
Φόρος εισοδήματος	-21.124	-20.591	-3.184	-5.731
Κέρδη μετά από φόρους (Α)	32.154	55.642	3.141	28.681
Κατανέμονται σε:				
- Ιδιοκίπτες μητρικής	31.621	55.057	3.141	28.681
- Δικαιώματα μειοψηφίας	533	585	0	0
Καθαρά κέρδη περιόδου (Α)	32.154	55.642	3.141	28.681
Λοιπά συγκεντρωτικά έσοδα				
Επίδραση ισοτιμιών από τη μετατροπή οικονομικών καταστάσεων σε Ξ.Ν.	-403	-895	0	0
Αποτίμηση στην εύλογη αξία μέσων αναστάθμισης ταμειακών ροών	-535	0	0	0
Σχηματισμός αποθεματικού αναπροσαρμογής παγίων	0	12.304	0	0
Λοιπά συγκεντρωτικά έσοδα μετά από φόρους (Β)	-939	11.409	0	0
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Α)+(Β)	31.215	67.051	3.141	28.681
Κατανέμονται σε:				
- Ιδιοκίπτες μητρικής	30.682	66.466	3.141	28.681
- Δικαιώματα μειοψηφίας	533	585	0	0
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικά (σε €)	0.6206	1.0805	0.0616	0.5629
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - απομειωμένα (σε €)	0.6158	1.0789	0.0612	0.5621
Προτεινόμενο μέρισμα ανά μετοχή - βασικά (σε €)			0.2500	0.3600
Κέρδη προ φόρων, χρηματοοικονομικών, επενδ. αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων	72.909	101.727	-812	22.727

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 2: ΒΑΣΙΚΟΤΕΡΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ FOURLIS (πηγή: www.ase.gr)

Επίσης:

Τιμή 31.12.2009: 9,19 EUR

Αριθμός μετοχών: 50.952.920

Ρυθμός Αύξησης Κερδών: 4%

ΣΤΟΙΧΕΙΑ	
Τιμή ανά μετοχή	9,3 EUR
Αριθμος μετοχών	50.925.920
Καθαρά Κέρδη	32.154.000 EUR
Λογιστική Αξία Εταιρίας	215.463.000 EUR
Κέρδη ανά μετοχή	0,6314
Λογιστ. Αξία Ανά μετοχή	4,2309
Μέρισμα Περιόδου	18.807.000
Μέρισμα Ανά μετοχή	0,3691

ΔΕΙΚΤΗΣ	
P/E	14,73
PEG	3.6823
PBV	2,19
D/P	3,96%

Valuation

We use a **SOIP** valuation approach

We employ a sum-of-the parts approach in order to value Fourlis Holdings. We use a 3-stage DCF model for the major subsidiaries of the group, i.e House Market, Intersport, Fourlis Trade, Euroelectronics, For the rest of the companies that are much smaller, we simply add their book value. We then add the value of the stake held in Kotsovolos, valued at the price paid by Dixons i.e. EUR6.50/share, the inflow from the sale to Dixons, while we deduct the cost of the acquisition of the minorities in Fourlis Trade as well as the Fourlis Holding parent's FY2004e net debt. The table below presents the main assumptions regarding the valuation.

Table 19: Fourlis Holding SOTP valuation assumptions

	House Market	Euroelectronics	Fourlis Trade	Intersport
Long Term Free Risk Rate	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
Estimated Beta	1.4	1.4	1.4	1.4
Equity Risk Premium	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
Cost of Equity	10.80%	10.80%	10.80%	10.80%
Target Capital Gearing	20.00%	0.00%	30.00%	20.00%
WACC	9.34%	10.80%	8.61%	9.34%
Average growth to perpetuity	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EURm				
Sum of FCFs (04e-08f)	17.9	13.91	3.69	-5.29
Sum of FCFs 2 nd stage (09f-16f)	99.6	15.79	14.66	13.67
FCF to perpetuity	100.47	14.75	11.09	14.04
Total FCF	205.98	45.12	29.44	22.42
Plus cash & market value of investments	11.52	7.57	28.55	2.12
Less Current Borrowings	-42.48	0.00	-44.44	-10.75
Implied value of equity	187.05	52.00	13.55	13.79
<i>Fourlis stake in the subsidiary</i>	100%	79%	100%	100%
<i>Value of Fourlis stake</i>	187.05	41.08	13.55	13.79
<i>Value per each Fourlis share</i>	3.67	0.81	0.27	0.27
Equity value	255.47			
Implied value of Kotsovolos (EUR6.5/share)	138.9			
Value of Fourlis stake in Kotsovolos (20%)	27.78			
Total Equity Value including Kotsovolos stake	283.25			
Plus : BV of subsidiaries	3.25			
Revenue from Kotsovolos sale	29.9			
Minus : cost of acquisition of Fourlis	16			
Trade's minorities				
Debt of Fourlis Holding parent company	15			
Net equity value	285.4			
No of shares, m.	50.95			
Value per share	5.60			
Upside from current levels	12%			

Source: Egnatia Securities

Sum of The Parts Analysis
SOTP of DCF - FOURLIS
/ Egnatia Securities - 2004

We apply a high beta to account for the non-listed nature of the companies

Note that we do not add any cash flows from the sale of a further 20% stake in two tranches in 2006 and 2008. In all models we use a 5-year first stage of explicit estimates and a second stage of implicit estimates that is up to 2016. Risk free rate and equity risk premium is set at 4.5% on all companies. We use a relatively

high beta of 1.4 in order to account for the fact that all subsidiaries of Fourlis are not listed.

Note that the low Wacc of Intersport and Fourlis Trade, is the result of the high target capital gearing. Fourlis Trade in particular is a company, which needs debt to operate, hence its valuation is highly affected by the relatively low cost of debt.

As regards House Market, the company has started generating positive cash flows, which will become negative again next year due to the increased capex needed for the second Athens store. The company will start generating strong cash flows from 2006 onwards.

House Market will start generating ample cash flows from 2006

Table 20: Valuation Multiples Comparables

	Market Cap (EUR m)	P/E04e	P/E05f	EV/EBITDA 04e	EV/EBITDA 05f	EV/Sales 04e	EV/Sales 05f
Dixons Group	4,680.7	12.3x	11.3X	5.3x	4.8x	0.3x	0.3x
Kesa	2,206.4	14.7x	14.1x	6.7x	6.3x	0.4x	0.4x
Kingfisher	9,881.7	14.3x	12.9x	8.9x	8.1x	1.0x	0.9x
Electroniki Athinon	50.9	17.6x	15.8x	4.4x	4.1x	0.4x	0.3x
Weighted average of Peer group		13.7x	12.5x	7.6x	7 x	0.7x	0.7x
Kotsovolos	138.9	11.6x	9.7x	4.4x	3.5x	0.3x	0.3x
Premium/(Discount)		(15.3%)	(22.4%)	(42.1%)	(50%)	(57.1%)	(57.1%)

Source: Egnatia Securities

We used the valuation implied by the EUR6.5/share Dixons paid ifor Kotsovolos

As far as Kotsovolos is concerned, we chose to use the valuation that Dixons paid for the acquisition of a 21.5% stake a few weeks ago. We consider this value as a strong benchmark, which will be difficult to be ignored by investors in the medium term. As we explained earlier in the report, we consider the deal favourable for both sides for different reasons. The table 19 above, provides a comparison of key valuation multiples with other European retailers, as well as with local peer Electroniki Athinon, with all of them indicating significant discounts for Kotsovolos.

Multiples valuation was not possible for Fourlis due to the lack of peers

We do not use multiples in order to value Fourlis group, as there aren't peers with its characteristics. However, the group is trading at demanding multiples, which if adjusted for the EUR18.4m one-off capital gains this year would stand at 28.3x (04e), or 22.1x(05e) on our DCF derived target price. One should note, however, the transition period in which the group is at the moment, which could justify a premium in multiples. The Ikea business, which is a robust cash flow generator, is not in full swing yet. The P/CF is standing at 13.5x this year, which reflect the cash flow ability the group is enjoying relative to its earnings.

All in all, we end up with a EUR5.60 target price per share, which implies an 12% upside to current price levels. The group can now focus on an area, which can provide robust growth the following years. Our explicit forecasts regarding Ikea are quite conservative and so is our valuation.

As regards House Market, we have to admit that we are very conservative. The assumptions we have used in terms of expansion are rather pessimistic and the same goes to the operating performance of the company in order to be on the safe side. We therefore end-up with a theoretical value for House Market of EUR187m, which could be easily shifted upwards if we allow for a faster expansion.

Comparables
KOTSOVOLOS
/ Egnatia Securities - 2004

2. ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ

Η θεμελιώδης ανάλυση, στηρίζεται κυρίως στη μελέτη των θεμελιωδών μεγεθών-παραγόντων που επηρεάζουν την οικονομία, τον κλάδο και την εταιρία. Στόχος των αναλυτών στην περίπτωση της θεμελιώδους ανάλυσης είναι η ανάλυση των οικονομικών (λογιστικών) καταστάσεων, προκειμένου να προσδιορίσουν την δίκαιη αξία των υπό εξέταση εταιριών. Με την αναγνώριση των θεμελιωδών μεταβλητών καταλήγουν στις εκτιμήσεις τους για την εξέλιξη της αγοράς μετοχών.

Η θεμελιώδης ανάλυση ως εκ τούτου δίνει σημασία στα ακόλουθα:

1. Στα κέρδη και στις πωλήσεις της εταιρίας - ποια είναι η αναμενόμενη κερδοφορία τη εταιρίας, η οποία και θα εξασφαλίσει τη βιωσιμότητα και κερδοφορία της
2. Στη ζήτηση και προσφορά των προϊόντων που παράγει η εταιρία – το μικρο περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται η εταιρία
3. Σε εποχιακούς παράγοντες - αν οι ταμειακές ροές της εταιρίας εξαρτώνται από εποχικά φαινόμενα, πχ κατανάλωση αναψυκτικών και καλοκαίρι
4. Στη δυναμικότητα της κάθε εταιρίας – που περιλαμβάνει τα πλάνα ανάπτυξης, τόσο στην εγχώρια, όσο και σε διεθνείς αγορές.
5. Στις συνθήκες ανταγωνισμού – πόσες εταιρίες δραστηριοποιούνται στο κλάδο και ποιες οι επιπτώσεις από την αύξηση ή μείωση των υπαρχόντων εταιριών
6. Στο μερίδιο της αγοράς που έχει η κάθε εταιρία – άρα το κατά πόσο υπάρχουν περιθώρια μεγένθυσης, ή μόνο ανάγκη διατήρησης του υπάρχοντος μεριδίου
7. Στη δυναμική και στην προοπτική ανάπτυξης του κλάδου που ανήκει κάθε εταιρία – κατά πόσο το σύνολο του κλάδου έχει περιθώρια αύξησης του κύκλου εργασιών του
8. Σε κινδύνους που ενδεχομένως αντιμετωπίζει η εταιρία, και δεν μπορεί να αποτυπωθεί στο συντελεστή βήτα – όπως για παράδειγμα συνεχές μεταβολές στο φορολογικό πλαίσιο, ή το μη ευνοϊκό πλαίσιο εξαγωγών
9. Στους δείκτες μετοχικής αξιολόγησης – χρήση των προαναφερμένων δεικτών προκειμένου να εντοπίσουμε υποτιμημένες ή υπερτιμημένες μετοχές
10. Στη κεφαλαιακή διάρθρωση – για παράδειγμα η μη δυνατότητα ικανοποίησης υψηλού δανεισμού
11. Στη Χρηματιστηριακή Αξία της εταιρίας – και η μεγάλη ή μικρή της διαφορά με το ENTERRISE VALUE

Όλες αυτές οι παράμετροι πρέπει να ληφθούν υπόψη από έναν αναλυτή, προκειμένου να αποτυπώσει τη Δίκαιη Αξία (Fair Value) της εταιρίας.

2. ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ

ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ vs ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Σε αντίθεση με τη Θεμελιώδη ανάλυση, η Τεχνική Ανάλυση είναι μια μέθοδος εξέτασης των μετοχών (και των χρηματαγορών – χρηματιστηριακών δεικτών) που στηρίζεται στην ανάλυση γραφημάτων (όπως για παράδειγμα των τιμών και των αποδόσεων μίας μετοχής). Τον τεχνικό αναλυτή δεν τον απασχολούν οι ισολογισμοί της εταιρείας, ή οι δείκτες μετοχικής αξιολόγησής της, αλλά το γράφημα της μετοχής (ή του δείκτη) αυτό καθαυτό.

Βασική υπόθεση της τεχνικής ανάλυσης είναι πως ότι είναι γνωστό (ή φημολογείται) για μια εταιρεία είναι ήδη ενσωματωμένο στην τιμή της. Για τον τεχνικό αναλυτή δεν έχει σημασία τι προκάλεσε την άνοδο ή κάθοδο μιας μετοχής, αλλά πόσο έγκυρη είναι η μεταβολή της τιμής της.

Ως εκ τούτου, αυτό που τον βοηθάει να αποφασίσει αν είναι έγκυρη η μεταβολή είναι το παρελθόν. **Μελετώντας μεταβολές τιμών από το παρελθόν, προσπαθούμε να εντοπίσουμε έγκαιρα τις μεταβολές του μέλλοντος. Πίσω από μια τέτοια θεώρηση κρύβεται η παραδοχή ότι οι άνθρωποι αντιδρούν με τον ίδιο τρόπο σε παρόμοια ερεθίσματα .**

Οι βασικές υποθέσεις της τεχνικής ανάλυσης είναι οι ακόλουθες:

- 1. Οι τιμές καθορίζονται από την προσφορά και τη ζήτηση*
- 2. Οι τιμές κινούνται με τάσεις που διαρκούν μεγάλο διάστημα*
- 3. Οι τιμές προσαρμόζονται από ένα παλαιό επίπεδο ισορροπίας σε ένα νέο.*
- 4. Ο τεχνικός αναλυτής πιστεύει ότι μπορεί να ανακαλύψει τις μεταβολές των τάσεων*

Τα εργαλεία της τεχνικής ανάλυσης είναι οι δείκτες. Ένας δείκτης είναι ένας μαθηματικός υπολογισμός που στηρίζεται στην τιμή της μετοχής ή τον όγκο συναλλαγών της ή και στα δύο. Ενδεικτικά αναφέρουμε κάποιους από τους πλέον γνωστούς δείκτες τεχνικής ανάλυσης: Σύγκλιση-Απόκλιση Κινητών Μέσων Όρων, Στοχαστικός δείκτης, Λωρίδες Bollinger κ.λπ.

Ενδεικτική Βιβλιογραφία είναι διαθέσιμη σε όποιον φοιτητή θελήσει να ασχοληθεί περαιτέρω με την Τεχνική Ανάλυση

2. ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ

2.1. ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ

ΑΠΟΛΥΤΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Στην περίπτωση της Θεμελιώδους ανάλυσης, η οποία βασίζεται στα μοντέλα Αποτίμησης των μελλοντικών Οικονομικών μεγεθών, ουσιαστικά αναφερόμαστε στα μοντέλα προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών, τα οποία έχουν αναλυθεί εκτενώς στη Διάλεξη 7-9, και ουσιαστικά ενσωματώνουν τις εκτιμήσεις ενός αναλυτή για τις μελλοντικές ταμειακές ροές της εταιρίας (πχ μερίσματα, αδέσμευτες ταμειακές ροές), προκειμένου να αποτυπώσει τη δίκαιη της αξία.

Συνοπτικά τα μοντέλα είναι τα ακόλουθα:

ΑΠΟΛΥΤΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Στα πλαίσια της θεμελιώδους ανάλυσης, ο αναλυτής, βασιζόμενος στις παραμέτρους που αναφέρθηκαν στη Διαφάνεια 9 της παρούσας Διάλεξης, εκτίμα κατά τον καλύτερο δυνατό τρόπο τη κερδοφορία της εταιρίας, προκειμένου να προσδιορίσει το μέρισμα που θα διανείμει η εταιρία σε συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα

ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΔΕΣΜΕΥΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Στα πλαίσια της θεμελιώδους ανάλυσης, ο αναλυτής, βασιζόμενος στις παραμέτρους που αναφέρθηκαν στη Διαφάνεια 9 της παρούσας Διάλεξης, εκτίμα κατά τον καλύτερο δυνατό τρόπο τις αδέσμευτες ταμειακές ροές της εταιρίας, σε συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα

2. ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ

2.2. ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Στην περίπτωση της Θεμελιώδους ανάλυσης, η οποία βασίζεται στην ιστορική απόδοση των οικονομικών δεικτών, ουσιαστικά αναφερόμαστε στον υπολογισμό των δεικτών μετοχικής αξιολόγησης, και τη σύγκριση των αποτελεσμάτων με:

1. Τους κλαδικούς δείκτες

2. Τους δείκτες άλλων μετοχών που ανήκουν στο κλάδο

3. Αποτελέσματα αναφοράς (πχ μεγαλύτερος ή μικρότερος του 1, στην περίπτωση του Δείκτη PBV τα οποία έχουν αναλυθεί εκτενώς στη παρούσα Διάλεξη).

ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΕΣ ΚΕΡΔΩΝ

1. **P/E:**

Χαμηλός δείκτης PE → υποτιμημένες εταιρίες

Υψηλός δείκτης PE → υπερτιμημένες εταιρίες

2. **PEG:**

a) Δείκτης PEG μικρότερος της μονάδας → υποτιμημένες εταιρίες ή δεν αναμένουμε αύξηση των κερδών τους

b) Δείκτης PEG μεγαλύτερος της μονάδας → υπερτιμημένες εταιρίες ή αναμένουμε αύξηση των κερδών τους

ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ

1. **PBV:**

Δείκτης PBV < 1 → υποτιμημένες εταιρίες

Δείκτης PBV > 1 → υπερτιμημένες εταιρίες

ΑΛΛΟΙ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΕΣ

1. **D/P:**

Όσο υψηλότερη είναι η μερισματική απόδοση, τόσο καλύτερη θεωρείται μια μετοχή, όταν οι υπόλοιποι παράγοντες αξιολόγησης είναι ίδιοι.

Ενδεικτικό Case study (Ανάλυση Μετοχών με βάση τους Δείκτες Μετοχικής Αξιολόγησης) θα βρείτε στο e-class σχετικά με την αποτίμηση μετοχών μέσω δεικτών μετοχικής αξιολόγησης

3. ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Ο πλέον συνηθισμένος τρόπος αξιολόγησης της επίδοσης ενός χαρτοφυλακίου με απλό τρόπο και σε καθημερινή βάση, είναι η σύγκριση του με ένα 'Χαρακτηριστικό Χαρτοφυλάκιο' ή αλλιώς 'Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς' (Benchmark portfolio). Το ρόλο των λεγόμενων Χαρτοφυλακίων Αναφοράς τον έχουν οι Μετοχικοί ή Χρηματιστηριακοί Δείκτες (Stock Indices).

Οι Δείκτες των Χρηματιστηρίων αρχικά δημιουργήθηκαν:

1. Για να αποτυπώνουν την πορεία ενός Χρηματιστηρίου (ή ενός συγκεκριμένου κλάδου)
2. Για να χρησιμοποιηθούν ως μέτρο σύγκρισης της απόδοσης των Διαχειριστών Κεφαλαίων.

Ο Χρηματιστηριακός Δείκτης (Index) είναι ένας αριθμός που εκφράζει τη σχέση μεταξύ του επιπέδου μιας δεδομένης μεταβλητής για μια στιγμή και ότι σε άλλη προγενέστερη χρονική στιγμή (η βασική τιμή).

1. Η τιμή βάσης μπορεί να οριστεί αυθαίρετα και είναι η αρχική τιμή του δείκτη.
2. Η μεταβλητή είναι η **τιμή ενός χαρτοφυλακίου** (του οποίου την πορεία αποτυπώνει ο δείκτης)

Ο τρόπος με τον οποίο προσδιορίζεται το χαρτοφυλάκιο του δείκτη, είναι διαφορετικός για κάθε Χρηματιστηριακή Αγορά, και βασίζεται σε προκαθορισμένα κριτήρια (Στο παράρτημα του παρόντος επισυνάπτεται τρόπος με τον οποίο προσδιορίζεται το χαρτοφυλάκιο που αποτελεί τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών).

Οι βασικότερες παράμετροι στις οποίες πρέπει να ληφθεί απόφαση για το προσδιορισμό του δείκτη είναι οι ακόλουθες:

1. Πόσες μετοχές θα συμπεριληφθούν στο Δείκτη (πχ όχι μικρός αριθμός προκειμένου να είναι πιο αντιπροσωπευτικός)
2. Ποιες μετοχές θα συμπεριληφθούν στο Δείκτη (πχ πρέπει να υπάρχει ικανοποιητική διασπορά και να περιλαμβάνονται μετοχές από τους περισσότερους κλάδους)
3. Ποιες θα είναι οι σταθμίσεις που θα τους δοθούν.

3. ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Οι Δείκτες κατατάσσονται σε διάφορες κατηγορίες:

1. Γενικοί Δείκτες: οι οποίοι αναφέρονται στο σύνολο των εισηγμένων εταιριών μίας Χρηματιστηριακής αγοράς (Παράδειγμα: Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών)

2. Κλαδικοί δείκτες: οι οποίοι αναφέρονται σε συγκεκριμένο κλάδο (πχ Δείκτης Τραπεζών)

3. Ειδικοί Δείκτες: οι οποίοι αποτυπώνουν τη πορεία χαρτοφυλακίων με ειδικά χαρακτηριστικά (πχ FTSE/ATHEX 20: αποτυπώνει την πορεία των μετοχών του ΧΑΑ με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση)

Σχετικά με τη στάθμιση των μετοχών, έχουμε τα ακόλουθα:

ΔΕΙΚΤΕΣ ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟΙ ΚΑΤΑ ΤΙΜΗ

Στην περίπτωση αυτή, αγοράζουμε μία μετοχή από τις μετοχές που έχουμε επιλέξει, οπότε όσο μεγαλύτερη η τιμή, τόσο μεγαλύτερη η επίδραση της μετοχής στο δείκτη

$$I_t = \frac{P^1_t + P^2_t + \dots + P^N_t}{\sum P^i_0} * I_0$$

ΔΕΙΚΤΕΣ ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟΙ ΚΑΤΑ ΑΞΙΑ

Στην περίπτωση αυτή, η στάθμιση κάθε μετοχής είναι ο λόγος της κεφαλαιοποίησης κάθε εταιρίας, προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση των μετοχών που περιλαμβάνονται στο δείκτη

$$I_t = \frac{N^1_t P^1_t + N^2_t P^2_t + \dots + N^N_t P^N_t}{\sum N^i_0 P^i_0} * I_0$$

Όπου:

I_t = Η τιμή του Δείκτη τη χρονική στιγμή t

I_0 = Η τιμή του Δείκτη τη χρονική περίοδο βάσης

P^i_t = Η τιμή της μετοχής i τη χρονική στιγμή t

P^i_0 = Η τιμή της μετοχής i τη χρονική στιγμή 0

N^i_t = Ο αριθμός (τεμάχια) της μετοχής i τη χρονική στιγμή t

N^i_0 = Ο αριθμός (τεμάχια) της μετοχής i τη χρονική στιγμή 0

ΕΥΡΕΩΣ ΓΝΩΣΤΟΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΔΕΙΚΤΕΣ

Standard & Poor's 500
Dow Jones Industrial Aver.
Nasdaq
FTSE - 100
DAX
CAC 40
Nikkei 225
Hang Seng

ΕΓΧΩΡΙΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Γενικός Δείκτης
FTSE/ATHEX 20
FTSE/ATHEX 40
FTSE/ATHEX 80

Στο παράρτημα του παρόντος επισυνάπτεται τρόπος με τον οποίο προσδιορίζονται οι ανω δείκτες

4. STOCK PICKING

Για τη δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου, η διαδικασία της επιλογής μετοχών, είναι ίσως η πιο σημαντική διαδικασία, ενδεχομένως ακόμα και από τη διαχείριση ενός ήδη καθορισμένου χαρτοφυλακίου, καθώς ο εκάστοτε διαχειριστής πρέπει να χρησιμοποιήσει όλα τα εργαλεία τα οποία έχουμε ήδη αναφέρει, προκειμένου να κάνει τις σωστές επιλογές, και οι οποίες να είναι σύμφωνες με τη στρατηγική που έχει θέσει.

Πέρα από τους παράγοντες που ήδη έχουμε αναλύσει στη σειρά των διαλέξεων αυτών (σχέση κινδύνου απόδοσης χαμηλή συσχέτιση μεταξύ μετοχών με στόχο τη διαφοροποίηση), υπάρχουν και άλλοι παράγοντες, οι οποίοι μπορούν να διαδραματίσουν πολύ σημαντικό ρόλο στη διαδικασία επιλογής, και είναι:

1. Διεθνείς (που αφορούν τις εξελίξεις στις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές)
2. Εγχώριοι (που αφορούν τις εξελίξεις στην τοπική οικονομία και κεφαλαιαγορά)
3. Ψυχολογικοί (όπως για παράδειγμα ο φόβος και η απληστία)

Στη παρούσα ενότητα θα παρουσιαστεί μια συνολική προσέγγιση καθορισμού παραμέτρων για την επιλογή των μετοχών που θέλουμε να συμπεριλάβουμε στο χαρτοφυλάκιο μας.

Κατά τη διαδικασία δημιουργίας ενός χαρτοφυλακίου, τα εξής βήματα πρέπει να ακολουθηθούν:

1. Προσδιορισμός της στρατηγικής που θέλουμε να ακολουθήσουμε
2. Επιλογή της ομάδας των μετοχών από την οποία θα προέλθουν οι υπό επιλογή μετοχές
3. Προσδιορισμός των παραμέτρων με βάση τις οποίες θα επιλέξουμε τις μετοχές
4. Ποσοτικοποίηση των επιλεγμένων παραμέτρων (ήτοι, ανάλογα με τη στρατηγική που θα ακολουθήσουμε, να προσδιορίσουμε το εύρος τιμών στο οποίο θα πρέπει οι μετοχές που θα επιλέξουμε, να εμπίπτει.
5. Προσδιορισμός πίνακα Scoring (ποιες μετοχές ικανοποιούν τα κριτήρια που έχουμε θέσει στο Βήμα 4., και ταξινόμηση αυτών),
6. Τελική επιλογή των μετοχών.

Τα βήματα τα οποία θα αναλύσουμε στην επόμενη διαφάνεια είναι τα βήματα 3 και 4.

4. STOCK PICKING

ΒΗΜΑ 3. ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΠΑΡΑΜΕΤΡΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Οι παράμετροι τις οποίες συνήθως χρησιμοποιούν οι αναλυτές και οι διαχειριστές Κεφαλαίων για την επιλογή μετοχών χωρίζονται σε 3 κατηγορίες

ΘΕΜΕΛΙΩΔΕΙΣ ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ:

1. Δείκτες Μετοχικής Αξιολόγησης

1. **PER** (δείκτης τιμής προς κέρδη ανά μετοχή) - προκειμένου να βρούμε υπερτιμημένες ή υποτιμημένες μετοχές
2. **PBV** (δείκτης τιμής προς λογιστική αξία ανά μετοχή) - προκειμένου να βρούμε υπερτιμημένες ή υποτιμημένες μετοχές

2. Λογιστικοί Δείκτες

1. **Λογιστική αξία (Book Value)** – προκειμένου να αναγνωρίσουμε μετοχές αξίας (value) ή ανάπτυξης (growth)
2. **Current Ratio** (Κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις) – προκειμένου να ελέγξουμε την δυνατότητα κάλυψης των βραχυπροθεσμων αναγκών της εταιρίας
3. **Αποδόσεις Ιδίων Κεφαλαίων (Καθαρά Κέρδη προς Ίδια κεφάλαια)** – προκειμένου να ελέγξουμε πόσο καλά η εταιρία διαχειρίζεται τα χρήματα των μετόχων της

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ:

1. **Κεφαλαιοποίηση** (αριθμός μετοχών επί τρέχουσα τιμή της μετοχής)
2. **Ρευστότητα** (αριθμός μετοχών που διαπραγματεύονται ανά περίοδο)
3. **Συντελεστής βήτα** (μέτρο του συστηματικού κινδύνου)

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΕΣ ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ:

1. Ιστορικές αποδόσεις
2. Τυπική απόκλιση (μέτρο κινδύνου για μία μετοχή)
3. Συνδιακύμανση μεταξύ των μετοχών
4. Συσχέτιση μεταξύ των μετοχών

ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΗ: Ο αριθμός των παραμέτρων είναι ενδεικτικός, και αφορούν τους πλέον ευρέως χρησιμοποιούμενους δείκτες από τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων. Ωστόσο, ανάλογα με τα χαρακτηριστικά της αγοράς και του νομικού πλαισίου, μπορούν να υιοθετηθούν και άλλες παράμετροι

4. STOCK PICKING

ΒΗΜΑ 4. ΠΟΣΟΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΜΕΤΡΩΝ

Αφού προσδιορίσουμε τον αριθμό των παραμέτρων που θέλουμε να λάβουμε υπόψη, για την κατασκευή ενός χαρτοφυλακίου, δίνουμε σε αυτές τις 'κριτικές τιμές – τιμές στόχο', ήτοι σε ποιο εύρος τιμών πρέπει να περιλαμβάνεται η τιμή της παραμέτρου κάθε μετοχής, ώστε να ικανοποιεί το κριτήριο που έχουμε θέσει.

Το ακόλουθο παράδειγμα είναι ενδεικτικό και αφορά την υιοθέτηση μίας παθητικής στρατηγικής (στόχος είναι να πετύχουμε την απόδοση της αγοράς – Εκτενής ανάλυση των στρατηγικών παρουσιάζεται στην επόμενη Διάλεξη).

Stock Picking στα πλαίσια Παθητικής Στρατηγικής Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου

Ο ακόλουθος πίνακας περιλαμβάνει μερικές από τις παραμέτρους τις οποίες παρουσιάσαμε στη διαφάνεια 16, και τις τιμές στόχο για κάθε μία παράμετρο.

1.Κεφαλαιοποίηση: Σε μία παθητική στρατηγική, συνήθως καταφεύγουμε σε εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης, διότι εμπειρικά οι μετοχές αυτές είναι οι μετοχές με τις μικρότερες διακυμάνσεις (value stocks)

2.Ρευστότητα: Συνήθως επιλέγουμε μετοχές με μεγάλη ρευστότητα, προκειμένου να έχουμε τη δυνατότητα εξόδου (πώλησης) εφόσον το επιλέξουμε

3.Βήτα: Επιλέγουμε μετοχές οι οποίες έχουν συντελεστή βήτα κοντά στο 1, γιατί είναι αυτές που κινούνται σχεδόν παράλληλα με την αγορά

4.Τυπική απόκλιση: Σε μία παθητική στρατηγική, επιλέγουμε μετοχές με μικρή τυπική απόκλιση, ήτοι μικρό κίνδυνο, ώστε να μην έχουμε σημαντικές αποκλίσεις από τις αναμενόμενες αποδόσεις.

5.PER: για το δείκτη Τιμή προς κέρδη ανά μετοχή, επιλέγουμε μετοχές οι οποίες είναι κοντά στο μέσο όρο του κλάδου, άρα να μην έχουμε σημαντικά υποτιμημένες ή υπερτιμημένες μετοχές

6.PBV: Ομοίως και για το δείκτη Τιμής προς Λογιστική Αξία ανά μετοχή

	Τιμή Στόχος
	Indexing
Κεφαλαιοποίηση	Υψηλή
Ρευστότητα	Υψηλή
Βήτα	$0,85 < b < 1,15$
Τυπ. απόκλιση	$\sigma < 45\%$
PER	$\pm 15\%$ από μέσο όρο κλάδου
PBV	$\pm 15\%$ από μέσο όρο κλάδου

ΒΗΜΑ 5. ΠΙΝΑΚΑΣ SCORING

Το επόμενο βήμα είναι να επιλέξουμε ποιες μετοχές έχουν ικανοποιήσει τα περισσότερα κριτήρια, προκειμένου να τις συμπεριλάβουμε το χαρτοφυλάκιό μας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Βιβλιογραφία

- Δράκος, Α., Καραθανάσης, Γ., 'Χρηματοοικονομική Διοίκηση των Επιχειρήσεων', Κεφάλαιο 11
- Elton, E., Gruber, M., Brown, S., Goetzmann, W., 'Modern Portfolio Theory Investment Analysis', Κεφάλαιο 18
- Fabozzi, F, Modigliani, F., 'Capital Markets, Institutions and Instruments', Ενότητα 2
- Damodaran, A., 'Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset'
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., 'Corporate Finance', Κεφάλαιο 18

Αρθρογραφία

- Miller, M., Modigliani, F. (1961), 'Dividend Policy, Growth and the Valuation of shares', Journal of Business
- Cragg, J.G., and B.G. Malkiel, 1968, 'The Consensus and Accuracy of Predictions of the Growth of Corporate Earnings', Journal of Finance, v23, 67-84.
- Jacobs, B.I. and K.N. Levy, 1988b, 'On the Value of 'Value'', Financial Analysts Journal, Vol 44, 47-62.
- Wilcox, J.W., 'The P/B-ROE Valuation Model', Financial Analysts Journal, v40, 58-66.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: ΒΑΣΙΚΟΤΕΡΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ (πηγή: www.investopedia.com)

ZIMMER HOLDINGS, INC. AND SUBSIDIARIES		2005 FORM 10-K		
Consolidated Statements of Earnings				
(in millions, except per share amounts)				
For the Years Ended December 31,	2005	2004	2003	
Net Sales	\$3,288.1	\$2,980.9	\$1,901.0	
Cost of products sold	739.4	779.9	516.2	
Gross Profit	2,548.7	2,201.0	1,384.8	
Research and development	175.5	166.7	105.8	
Selling, general and administrative	1,259.6	1,190.0	737.5	
In-process research and development	-	-	11.2	
Acquisition, integration and other	56.6	81.1	79.6	
Operating expenses	1,491.7	1,437.8	934.1	
Operating Profit	1,055.0	763.2	450.7	
Interest expense, net	14.3	31.7	13.2	
Earnings before income taxes, minority interest and cumulative effect of change in accounting principle	1,040.7	731.5	437.5	
Provision for income taxes	307.3	189.6	146.8	
Minority interest	(0.9)	(0.1)	0.5	
Earnings before cumulative effect of change in accounting principle	732.5	541.8	291.2	
Cumulative effect of change in accounting principle, net of tax	-	-	55.1	
Net Earnings	\$ 732.5	\$ 541.8	\$ 346.3	
Earnings Per Common Share – Basic				
Earnings before cumulative effect of change in accounting principle	\$ 2.96	\$ 2.22	\$ 1.40	
Cumulative effect of change in accounting principle, net of tax	-	-	0.27	
Earnings Per Common Share – Basic	\$ 2.96	\$ 2.22	\$ 1.67	
Earnings Per Common Share – Diluted				
Earnings before cumulative effect of change in accounting principle	\$ 2.93	\$ 2.19	\$ 1.38	
Cumulative effect of change in accounting principle, net of tax	-	-	0.26	
Earnings Per Common Share – Diluted	\$ 2.93	\$ 2.19	\$ 1.64	
Weighted Average Common Shares Outstanding				
Basic	247.1	244.4	207.7	
Diluted	249.8	247.8	211.2	

The accompanying notes are an integral part of these consolidated financial statements.

Επιπλέον:

Τιμή 30.12.2005: 67,44\$

Ρυθμός Αύξησης Κερδών: 11%

Υπολογίστε τους ακόλουθους δείκτες:

1.Price to Book Value

2.Price / Earnings Ratio

3.Price / Earnings Growth Ratio

4.Dividend Yield

ZIMMER HOLDINGS, INC. AND SUBSIDIARIES		2005 FORM 10-K	
Consolidated Balance Sheets			
(in millions, except share amounts)			
December 31,	2005		
ASSETS			
Current Assets:			
Cash and equivalents	\$ 233.2	\$ 154.6	
Restricted cash	12.1	18.9	
Accounts receivable, less allowance for doubtful accounts	524.2	524.8	
Inventories, net	583.7	536.0	
Prepaid expenses	68.7	54.0	
Deferred income taxes	153.7	272.6	
Total Current Assets	1,575.6	1,560.9	
Property, plant and equipment, net	708.8	628.5	
Goodwill	2,428.8	2,528.9	
Intangible assets, net	756.6	794.8	
Other assets	252.1	182.4	
Total Assets	\$5,721.9	\$5,695.5	
LIABILITIES AND STOCKHOLDERS' EQUITY			
Current Liabilities:			
Accounts payable	\$ 123.6	\$ 131.6	
Income taxes payable	82.1	34.2	
Other current liabilities	401.2	507.7	
Short-term debt	-	27.5	
Total Current Liabilities	606.9	701.0	
Other long-term liabilities	348.3	420.9	
Long-term debt	81.6	624.0	
Total Liabilities	1,036.8	1,745.9	
Commitments and Contingencies (Note 16)			
Minority Interest	2.3	7.1	
Stockholders' Equity:			
Common stock, \$0.01 par value, one billion shares authorized, 247.8 million (245.5 million in 2004) issued and outstanding	2.5	2.5	
Paid-in capital	2,601.1	2,485.2	
Retained earnings	1,934.0	1,201.5	
Accumulated other comprehensive income	149.3	253.3	
Treasury stock, 59,200 shares in 2005	(4.1)	-	
Total Stockholders' Equity	4,682.8	3,942.5	
Total Liabilities and Stockholders' Equity	\$5,721.9	\$5,695.5	

The accompanying notes are an integral part of these consolidated financial statements.