

Οι επενδυτικές επιλογές για

ΔΥΟ ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΕΣΩΣΑΝ ΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΣ ΣΤΗΛΗΣ. ΠΕΔΙΟ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΩΝ ΤΟ Α' ΕΞΑΜΗΝΟ, ΓΕΜΑΤΗ ΠΑ



ΑΠΟ ΤΟΝ ΑΝΑΛΥΤΗ ΜΑΝΟ ΧΑΤΖΙΔΑΚΗ

Οταν τέσσερις από τις πέντε επιλογές των long τοποθετήσεων έχουν αρνητική απόδοση ακόμα και αν στο μεσοδιάστημα της περιόδου του α' εξαμήνου έφτασαν να τρέχουν με θετικές διψήφιες αποδόσεις, τότε μπορούμε να μιλάμε για ένα πολύ δύσκολο διάστημα επενδυτικών αποφάσεων. Επί της ουσίας, δύο επιλογές έσωσαν την απόδοση του χαρτοφυλακίου μας, η μετοχή της Intrakat (+29%) και το short στο bitcoin (+57%), γεγονός που δείχνει ότι μία μόνο επιλογή αρκεί για να σώσει ή να καταστρέψει την παρτίδα.

Από την άλλη πλευρά, στο διάστημα αυτό παρατηρήθηκαν ακραία φαινόμενα μεταβλητότητας: οι πρώτοι έξι μήνες του 2018, με εξαίρεση τον Ιούνιο, ήταν... αλλοπρόσαλλοι στη διακύμανσή τους. Αποδόσεις από +10 έως -11% σε επίπεδο δεικτών σε διάστημα λίγων εβδομάδων είναι αδύνατο να αντιμετωπιστούν στατικά, όπως και γίνεται στην τακτική εξαμηνιαία αναφορά μας σε επιλογές μετοχών. Λόγω της συστημικής φύσης των περισσότερων τίτλων, τα έντονα σκαμπανεβάσματα της αγοράς δεν άφησαν ασυγκίνητες τις μετοχές που επιλέξαμε στο τέλος του 2017, οι οποίες προέρχονταν στην πλειονότητά τους από τη μεγάλη κεφαλαιοποίηση.

Πρέπει, πάντως, να επισημανθεί ότι ήμασταν και τυχεροί. Διότι σε επενδυτικές επιλογές προηγούμενων φύλλων η στήλη είχε δείξει την προτίμησή της στη μετοχή της Folli Follie, την οποία απέσυρε από τη φενηνή λίστα, αφού είχε δείξει σημάδια αδυναμίας να κεφαλαιοποιήσει τα υψηλά -θεωρητικά- κέρδη που είχε εμφανίσει. Η χρηματιστηριακή εμπειρία έχει δείξει ότι τίποτα δεν είναι τυχαίο. Τα χαμηλά P/E έχουν λόγο -ή λόγους- που είναι χαμηλά, το ρίσκο εκφράζεται και στην απροθυμία των επενδυτών να προσαρμόσουν τις αποτιμήσεις σε πιο «δίκαια επίπεδα τιμών».

Και δεν είναι η πρώτη φορά που παρατηρείται κάτι τέτοιο στην ελληνική αγορά. Αν μια αποτίμηση βρίσκεται σε έκπτωση έναντι των υπολοίπων με βάση κάποιους αντικειμε-

Δείκτης	Μεταβολή 2018	Ιούνιος	Μάιος	Απρίλιος	Μάρτιος	Φεβρουάριος	Ιανουάριος
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	-5,58%	0,23%	-11,93%	9,96%	-6,60%	-4,91%	9,53%
FTSE Χ.Α. 20	-4,63%	-0,19%	-10,07%	9,59%	-5,17%	-4,78%	7,37%

Χρονιά	«Εκ των έσω»	Γενικός Δείκτης	Εξάμηνο	Απόδοση «Εκ των έσω»
2010	+20%	-36%	H1	+18,0%
			H2	+1,5%
2011	-19%	-52%	H1	+5,3%
			H2	-22,4%
2012	+36%	+33%	H1	-9,5%
			H2	+50,0%
2013	+37%	+28%	H1	+18,1%
			H2	+16,1%
2014	-4%	-29%	H1	+16,2%
			H2	-17,5%
2015	+16%	-24%	H1	+8,9%
			H2	+6,6%
2016	+11,6%	+1,95%	H1	-1,6%
			H2	+12,3%
2017	+5,79%	+24,66%	H1	+5,75%
			H2	+0,04%
2018	+5,23%	-5,58%	H1	+5,23%
			H2	

νικούς επενδυτικούς δείκτες (P/E, EV/EBITDA, P/BV κ.λπ.), τότε χρειάζεται περισσότερη μελέτη και εγρήγορση, αφού μάλλον «κάτι» συμβαίνει για να διαπραγματευτεί μια μετοχή τόσο χαμηλά.

Συνολικά τα κέρδη των 10 επιλέξιμων τίτλων του χαρτοφυλακίου διαμορφώθηκαν στο +5,23% στο α' εξάμηνο. Την ίδια στιγμή, το σύνολο της αγοράς όπως εκφράζεται από τον Γενικό Δείκτη υποχώρησε 5,58%, έπειτα από έναν καταστροφικό Μάιο. Δεν υπάρχει ιδιαίτερη ικανοποίηση για αυτή την επίδοση, καθώς οι περισσότερες επιλογές είχαν αρνητικό αποτέλεσμα. Τα πράγματα θα μπορούσαν να ήταν πολύ καλύτερα ή και πολύ χειρότερα, αυτό που κάπως μετριάζει τη δυσαρέσκεια είναι ότι οι περισσότεροι τίτλοι της ελληνικής αγοράς έκλεισαν στο εξάμηνο με απώλειες: Το 63% των εισηγμένων παρουσίασε αρνητική απόδοση, άρα μπορεί να υποθεθεί ότι το χαρτοφυλάκιο κινήθηκε αναλογικά με την υπόλοιπη αγορά. Η απόδοση του Γενικού Δείκτη, εκτός από τους εσωτερικούς παράγοντες, επηρεάστηκε και από την εικόνα των αναδυόμενων αγορών, οι οποίες σε μεσοσταθμικό επίπεδο υποχώρησαν 11% στο α' εξάμηνο.

Η συνέχεια του 2018 αναμένεται πιο δύσκολη, καθώς οι επενδυτές αναμένεται να γίνουν πολύ πιο επιλεκτικοί σε ό,τι αφορά τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους, απαιτώντας μεγαλύτερη διαφάνεια και πληροφόρηση σε επίπεδο ισολογισμών. Επιπλέον, το πολιτικό σκηνικό θα αρχίσει να επηρεάζει όλο και περισσότερο μετά την έλευση του Σεπτεμβρίου, καθώς το δημοψήφισμα στη FYROM για την ονομασία ενδέχεται να επιταχύνει τις εγχώριες πολιτικές εξελίξεις. Με βάση τα όσα είναι ήδη γνωστά, να τι μπορεί να πάει καλύτερα και χειρότερα στις επόμενες 180 ημέρες:

LONG ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ			
Αξία	30/6/2017	29/12/2017	Δ
Εθνική Τράπεζα	0,319	0,263	-17,55%
Μυτιληναίος	9,14	8,91	-2,52%
ΑΔΜΗΕ	1,936	1,73	-10,64%
Jumbo	14,9	14,2928	-4,08%
Intrakat	1,05	1,35	28,10%
Απόδοση			-1,34%
SHORT ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ			
Αξία	29/12/2017	29/06/2018	Δ
Βιοχάηκο	3,235	3,270	-1,08%
Φουρήης	5,75	6,00	-4,35%
ΟΤΕ	11,5	10,96	4,70%
Τιτάν	22,9	22,25	2,84%
Bitcoin	14.393	6.204	56,90%
Απόδοση			11,80%
Απόδοση (απλός μέσος όρος)			+5,23%

Έχουν υπολογιστεί τα μερίσματα και οι επιστροφές κεφαλαίου σε Μυτιληναίο (0,32 ευρώ), Jumbo (0,173 ευρώ), ΟΤΕ (0,36 ευρώ) και Τιτάν (0,55 ευρώ).

Συνολικά τα κέρδη των 10 επιλέξιμων τίτλων του χαρτοφυλακίου διαμορφώθηκαν στο +5,23% στο α' εξάμηνο. Την ίδια στιγμή, το σύνολο της αγοράς όπως εκφράζεται από τον Γενικό Δείκτη υποχώρησε 5,58%, έπειτα από έναν καταστροφικό Μάιο

Ο κ. Χατζιδάκης είναι αναλυτής της Beta Χρηματιστηριακή. Οι απόψεις είναι προσωπικές.

το β' εξάμηνο του 2018

ΓΙΔΕΣ Η ΣΥΝΕΧΕΙΑ. ΣΥΝΤΗΡΗΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΚΑΙ... ΕΠΙΛΟΓΕΣ BACK TO BASICS

Με στόχο τις 1.000 μονάδες (+):

■ Με ή χωρίς πιστοληπτική γραμμή, το πρόγραμμα χρηματοδότησης της ελληνικής οικονομίας ολοκληρώνεται τον Αύγουστο και, από ό,τι φαίνεται, θα υπάρξει κάποιου είδους ρύθμιση στο ελληνικό χρέος που θα δημιουργήσει δημοσιονομικό χώρο για κάποιες ελαφρύνσεις. Με το απόθεμα ρευστότητας που έχει δημιουργηθεί, εξασφαλίζεται ακόμη η ομαλή αποπληρωμή των δόσεων, ενώ οι δεσμεύσεις που έχει αναλάβει η ελληνική κυβέρνηση δημιουργούν ένα αίσθημα εμπιστοσύνης για να μην παρατηρηθούν φαινόμενα δημοσιονομικής απειθαρχίας, όπως στο παρελθόν.

■ Η αλλαγή της ατζέντας της αγοράς έχει υποστηρίξει σχεδόν από όλους τους εμπλεκόμενους ότι μπορεί να φέρει νέες εισροές από επενδυτές που παρακολουθούν τις εξελίξεις στην Ελλάδα, αλλά αναμένουν ένα σινιάλο που θα τους πείσει ότι η χώρα βρίσκεται σε ένα κομβικό σημείο, σε μια κατάσταση που θα είναι πιο φιλική προς τις επενδύσεις και πολύ πιο πρόθυμη να βελτιώσει το φορολογικό περιβάλλον. Η στιγμή αυτή πλησιάζει και δεν είναι απίθανό να συμβεί πριν από το τέλος της χρονιάς.

■ Η εταιρική κερδοφορία δεν κάμπτεται, οι τάσεις σε περιθώρια κέρδους και οι **μερισματικές αποδόσεις** χτίζουν ένα καλό σενάριο μακροπρόθεσμης διατήρησης των εταιρικών κερδών και ικανοποιητικών αποδόσεων για τους μετόχους. Η μείωση των φορολογικών συντελεστών αρκεί για να υπάρξει ισχυρό κίνητρο επαναπροσδιορισμού των αποτιμήσεων. Το ξεκαθάρισμα της αγοράς από παθογενείς περιπτώσεις αθέμιτου ανταγωνισμού έχει βελτιώσει μερικώς το επιχειρηματικό τοπίο.

■ Οι **αποκρατικοποιήσεις** προχωρούν παρά τις καθυστερήσεις. Το Ελληνικό, ο ΔΕΣΦΑ, τα ΕΛΠΕ αποτελούν κατ'αύτην ταχύτητα με ευρύτερη σημασία, που θα δώσουν ένα σήμα εμπιστοσύνης στην αγορά.

■ Έπειτα από καιρό παρατηρείται πιο έντονη η διάθεση απόκτησης ακινήτων, αρχικά τουριστικών εκμεταλλεύσεων

και δευτερευόντως εμπορικών χρήσεων. Τα καλά νέα έχουν αντίκτυπο και στις αποτιμήσεις των καλυμμάτων που έχουν στα στεγαστικά ή στα επιχειρηματικά δάνεια οι τράπεζες, γεγονός που μεσοπρόθεσμα μπορεί να βελτιώσει την κεφαλαιακή τους θέση, επιταχύνοντας την εξυγίανση του ισολογισμού τους από τα NPLs. Οι τράπεζες έχουν ανταποκριθεί σε ένα άκρως απαιτητικό πρόγραμμα δράσεων και, παρά τις αρχικές δυσκολίες και τις αστοχίες που παρατηρήθηκαν στην πώληση συμμετοχών ή θυγατρικών, βρίσκονται εντός προγράμματος σε ό,τι αφορά τη λειτουργική τους αναδιάρθρωση και εντός στόχων μείωσης των NPLs.

■ Τα επιτόκια στις διεθνείς αγορές μπορεί να ανεβαίνουν, ωστόσο στα ελληνικά ομόλογα η αποκλιμάκωση συνεχίζεται. Οι συστάσεις αγορών στα ελληνικά ομόλογα συμβαδίζουν με τις αναβαθμίσεις των ξένων οίκων.

■ Στην ελληνική αγορά δραστηριοποιούνται ακόμη επενδυτικά κεφάλαια υψηλού επενδυτικού κινδύνου, δεν έχει εισρεύσει ακόμη χρήμα από ποιοτικούς επενδυτές με μακροπρόθεσμη προοπτική. Το δυνητικό περιθώριο νέων εισροών παραμένει ισχυρό.

Απαξίωση και μизέρια (-):

■ Η Ελλάδα βγαίνει από το Μνημόνιο με τα capital controls στη θέση τους, τις τράπεζες ανίσχυρες να δώσουν ρευστότητα στην οικονομία και το χρέος να μην έχει μειωθεί ούτε ένα ευρώ από την έναρξη της κρίσης. Η πρόοδος φαίνεται στα νούμερα, αλλά δεν διοχετεύεται στην οικονομία. Η ανεργία παραμένει ψηλά και τα πλεονάσματα δεν τροφοδοτούνται από εξωτερικές εισροές, αλλά από τη φορολογία των μεσαίων και υψηλών εισοδημάτων.

■ Οι πολιτικοί συσχετισμοί θα παίξουν ισχυρό ρόλο σε ένα σενάριο πρόωρων εκλογών. Αν το πρώτο κόμμα συγκεντρώσει λιγότερες από 151 έδρες και δεν καταφέρει να δημιουργήσει κυβέρνηση συνεργασίας, οι επόμενες εκλογές θα γίνουν με απλή αναλογική, επιτείνοντας το φαινόμε-

νο ακυβερνησίας. Ακόμα και αν υπάρξει, πάντως, αυτοδυναμία, η προεδρική εκλογή του 2019 θα απαιτήσει τις ψήφους 180 βουλευτών, με ό,τι αυτό συνεπάγεται για το ενδεχόμενο πρόωρων εκλογών με απλή αναλογική. Το αποτέλεσμα των εκλογών θα μπει στο μικροσκόπιο της αγοράς ως προς την ικανότητα του πρώτου κόμματος να εξασφαλίσει τις 180 ψήφους της προεδρικής εκλογής με τη συναίνεση άλλων κομμάτων. Και επί του παρόντος το εγχείρημα φαίνεται δύσκολο.

■ Η ιστορία του **Folli Follie** έχει αυξήσει την επιφυλακτικότητα των ξένων επενδυτών, οι οποίοι κινούνται πλέον πολύ επιλεκτικά και με πολύ πιο αυστηρά κριτήρια. Δεν είναι τυχαίο ότι η αγορά βρίσκεται σε πτωτικό σπινάλ από τις 4 Μαΐου, οπότε και ξεκίνησε η δημοσίευση των στοιχείων από το QCM. Ο βαθμός ευαισθησίας της αγοράς έχει αυξηθεί, η αρνητική φημολογία υιοθετείται γρηγορότερα στις επενδυτικές αποφάσεις και θα χρειαστεί χρόνος για να αποκατασταθεί η ηρεμία και το ενδιαφέρον της αγοράς.

■ Οι τράπεζες έχουν προχωρήσει σε ικανοποιητικό βαθμό τη μείωση των NPLs, κυρίως όμως από τη διαγραφή των πολυετών καθυστερούμενων δανείων. Η πώληση των χαρτοφυλακίων δανείων έχει πραγματοποιηθεί σε σχετικά χαμηλά τιμήματα, γεγονός που προβληματίζει ως προς το ποσοστό ανάκτησης του κεφαλαίου. Σε κάθε περίπτωση, οι τράπεζες θα κινηθούν σε επίπεδο μειώσεων των συσσωρευμένων προβλέψεων στο όριο που τους επιτρέπει η λειτουργική τους κερδοφορία, γεγονός που θα τους οδηγήσει σε οριακά αποτελέσματα στην τελική γραμμή ενδεχομένως για τη φετινή και την επόμενη χρήση.

■ Ανάπτυξη χωρίς χρηματοδότηση από τον τραπεζικό κλάδο δεν μπορεί να υπάρξει σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Από ό,τι φαίνεται, οι τράπεζες θα συνεχίσουν να έχουν ως προτεραιότητα την ταχύτερη μείωση των NPLs, παρά την πιστωτική επέκταση. Ενδεχομένως κάποιες μικρές χρηματοδοτήσεις σε μέγεθος να μπορούν να υποστηριχθούν. Όχι όμως στον βαθμό που θα άλ-

λαζε δραματικά τα δεδομένα της οικονομίας.

■ Οι αποκρατικοποιήσεις δεν έχουν το ενδιαφέρον που θα αναμενόταν σε πλήθος ενδιαφερομένων. Τα εγχειρήματα χαρακτηρίζονται από αναβολές και καθυστερήσεις που πιθανόν να στερήσουν τη δυ-

ναμική που έχουν οι αγορές όσο το κόστος δανεισμού παραμένει χαμηλό.

■ Ο εξωτερικός παράγοντας δεν πρέπει να υποτιμάται. Ο εμπορικός πόλεμος Κίνας-Ρωσίας, η κυβερνητική αστάθεια στην Ιταλία, ενδεχόμενες ανάγκες αναχρηματοδότησης

ή ανακεφαλαιοποιήσεων ευρωπαϊκών τραπεζών παραμένουν εν δυνάμει ρίσκα που θα έχουν καθολική επίδραση.

Με βάση τα παραπάνω, η νέα δεκάδα των long και short επιλογών για το β' εξάμηνο του 2018 είναι η εξής:

5 long ιδέες	5 short ιδέες
<p>ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Αγαπημένη μετοχή, δικαιώνει κάθε φορά που την επιλέγουμε στο χαρτοφυλάκιο της στήλης. Κέρδη-ρεκόρ πέρυσι, συνθήκες που ευνοούν μια καλή χρονιά φέτος, μερισματική απόδοση στο 6%. Η επιβατική κίνηση ήδη καταγράφει διψήφιο ποσοστό αύξησης στο εξάμηνο.</p>	<p>ΙΟΕΤΕΣ BUND Έπειτα από μια περίοδο πολύ χαμηλών spreads, ήρθε η ώρα αναπροσαρμογής σε υψηλότερα επίπεδα. Ο Σεπτέμβριος στην Ιταλία θα κρίνει πολλά.</p>
<p>GRIVALIA Συντηρητική επιλογή παντός καιρού, διαπραγματεύεται με μικρό discount (4%) έναντι του NAV. Σταθερό μέρισμα, ικανοποιητική δομή χαρτοφυλακίου ακινήτων και άνοιγμα προς την τουριστική αγορά. Δεν θα υπάρξουν υπεραποδόσεις, αλλά δεν θα υπάρχουν και απογοητεύσεις στους επόμενους έξι μήνες.</p>	<p>ΕΛΛΑΚΤΩΡ Η «ενδοοικογενειακή» κόντρα δεν βοηθά τον όμιλο να ανακάμψει και να προχωρήσει στις αναγκαίες αναδιορθώσεις. Μπορεί η μάχη απόκτησης των ποσοστών να έχει βοηθήσει την αποτίμηση μεσοπρόθεσμα, όμως η εσωστρέφεια έχει αρνητικό αντίκτυπο. Το 2018 αναμένεται να παραμείνει ζημιολόγο.</p>
<p>ΥΓΕΙΑ Είναι απλώς θέμα χρόνου. Η προσφορά του CVC είναι στα 0,92 ευρώ ανά μετοχή, ενώ η ανταγωνιστική μη δεσμευτική προσφορά είναι στα 0,95 ευρώ. Εφόσον εγκριθεί η πρόταση από την επιτροπή ανταγωνισμού, η ψαλίδα θα κλείσει προς την πλευρά της δημόσιας πρότασης. Ανάλογη περίπτωση έχει καταγραφεί στο παρελθόν στην πώληση του Αστέρτα.</p>	<p>ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Αν η αρχή είναι το ήμισυ του παντός, το ξεκίνημα του β' εξαμήνου κάθε άλλο παρά αισιόδοξο φαίνεται. Οι επιστροφές κεφαλαίου ολοκληρώνονται φέτος και από του χρόνου θα μοιράζει μόνο το τακτικό μέρισμα. Αυτό, βέβαια, μπορεί να αλλάξει αν βελτιωθούν θεαματικά οι συναλλαγές. Αν...</p>
<p>JUMBO Ξανά ψήφος εμπιστοσύνης στην εταιρεία που έχει σταθερά υψηλή κερδοφορία, μέρισμα και ανάπτυξη στο εξωτερικό. Διαπραγματεύεται 13,5 φορές τα κέρδη του 2018 και έχει EV/EBITDA 7,35 φορές. Η πίσω της μάλλον αποδίδεται σε μη θεμελιώδεις λόγους.</p>	<p>TITAN Οι δυσκολίες στην Αίγυπτο παραμένουν, ενώ ο εγχώριος κατασκευαστικός κλάδος δεν φαίνεται να είναι κοντά στην ανάκαμψη. Διαπραγματεύεται στις 16 φορές τα κέρδη της χρονιάς και 7,5 φορές τον λόγο EV/EBITDA. Είναι η πρώτη μετοχή που θα πρέπει να αγοράσει κανείς όταν οι εγχώριο δείκτες κατασκευαστικής δραστηριότητας δείξουν κάποια βελτίωση.</p>
<p>ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Μηχανή παραγωγής μετρητών, με τη δυναμικότητα να φτάνει πλέον τα 1.000 MW. Το 65% περίπου της εγκατεστημένης δυναμικότητας είναι στην Ελλάδα. Δυνατές ταμειακές ροές, πρόγραμμα εγκατάστασης άλλων 1.000 MW και ικανοποιητικό μέρισμα ή επιστροφές κεφαλαίων.</p>	<p>ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ Ήταν από τους πρωταγωνιστές του α' εξαμήνου (κέρδη 23%), όμως η καμύλη των προθεσμιακών συμβολαίων δείχνει ότι υπάρχει κάποια κόπωση στην τιμή. Ενδεχομένως οι περιορισμοί από τις ΗΠΑ σε Ιράν να έχουν ήδη προεξοφληθεί.</p>

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

■ Στο επόμενο φύλλο: Νέα από όλα τα ανοικτά μέτωπα. Η μάχη του Υγεία, η μάχη του Ελλάκτωρ, η μάχη για τα ΕΛΠΕ, η μάχη για τους λιγνίτες της ΔΕΗ.