

## Εικόνα κερδοφορίας

Ισολογισμοί: 221

### Βασικοί Λογαριασμοί

Κύκλος Εργασιών: 71.052.666  
Δ(%): -5,0%

Λειτουργικά Κέρδη: 5.412.043  
Δ(%): -21,8%

Κέρδη μετά από φόρους: 2.490.269  
Δ(%): 128,9%

Κερδοφόρες εταιρίες: 80

▲▲ Αύξηση Κερδών: 23

▲ Μείωση Κερδών: 26

↻ Επιστροφή σε κέρδη: 31

Ζημιογόνες εταιρίες: 141

▼▼ Αύξηση Ζημιών: 52

▼ Μείωση Ζημιών: 71

↻ Επιστροφή σε ζημιές: 18



## Προετοιμάζοντας το μέλλον

- Πολλά έκτακτα αποτελέσματα που διαστρεβλώνουν την εικόνα
- Ποσοτικές βελτιώσεις στις ταμειακές ροές, διατήρηση περιθωρίων και εξαγωγικού προσανατολισμού
- Επιχειρήσεις δύο ταχυτήτων στην Ελληνική οικονομία
- Περισσότερα turn arounds φέτος αλλά η εικόνα παραμένει υπέρ των ζημιογόνων

Το 2013 ξεκίνησε άσχημα, στην πορεία βελτιώθηκε και στο τέλος έκλεισε με σημαντικές απώλειες για τις περισσότερες εισηγμένες αφού η εικόνα επηρεάστηκε σε σημαντικό βαθμό από μη λειτουργικούς παράγοντες και μη επαναλαμβανόμενες εγγραφές. Σε αυτή την εξέλιξη έχει παίξει ρόλο και η αδυναμία στο μέτωπο της ρευστότητας στην πραγματική οικονομία με αποτέλεσμα πολλές εταιρίες να κινηθούν συντηρητικότερα και να φέρουν στο 2013 ζημιές και απομειώσεις προκειμένου να αποφύγουν φορολογικές υποχρεώσεις και προκαταβολές φόρων. Είναι ενδεικτικό ότι φέτος τα διανεμόμενα μερίσματα και επιστροφές κεφαλαίου φαίνεται ότι θα μείνουν πολύ κάτω από τα 500 εκ. ευρώ η οποία είναι η χειρότερη ταμειακή εκροή προς τους μετόχους των εισηγμένων εταιριών από την εφαρμογή των ΔΛΠ (Μερίσματα 2012:516 εκ. ευρώ). Ενδεχομένως το σκεπτικό πίσω από αυτή την εικόνα για πολλές από τις εισηγμένες είναι να ξεκινήσει η χρονιά με καθαρότερους ισολογισμούς και λιγότερες εκκρεμότητες πείθοντας έτσι περισσότερο για την σταθερότητα των μελλοντικών προοπτικών παρά να υπάρχουν θέματα ή αμφισβητούμενοι λογαριασμοί που θα βάζουν αστερίσκους στις αποτιμήσεις. Αυτά για την μεγαλύτερη μερίδα των εισηγμένων εταιριών.

Για ένα μικρότερο δείγμα εισηγμένων όλα τα παραπάνω έγιναν σε πολύ νωρίτερο στάδιο και όταν η κρίση μέτραγε τα πρώτα τρίμηνα υποχώρησης του ΑΕΠ. Τώρα οι εταιρίες αυτές έχουν καλύτερα περιθώρια, υψηλή ταμειακή θέση και παρά την μείωση του τζίρου τους και την αύξηση των φορολογικών συντελεστών καταφέρνουν να εμφανίσουν καλύτερο αποτέλεσμα από πέρυσι. Το γεγονός αυτό οφείλεται και στην έξοδο πολλών επιχειρήσεων από την αγορά φαινόμενο το οποίο έχει επιδράσει θετικά στο μικτό και λειτουργικό περιθώριο.

Το 2013 μπορεί να μην μείνει στην ιστορία ως το έτος με την μεγαλύτερη οργανική κερδοφορία, θα μείνει ωστόσο ως το έτος με τις μεγαλύτερες μειώσεις κόστους που επιχειρήθηκαν να γίνουν με επαναλαμβανόμενο αντίκτυπο. Οι μειώσεις κόστους

έχουν συντελεσθεί είτε με εθελούσιες εξόδους προσωπικού είτε με την μείωση άλλων σταθερών εξόδων (ενοίκια, ενεργειακό κόστος, κλπ). Στο δ' τρίμηνο οι δύο συστημικές τράπεζες τα Ελληνικά Πετρέλαια και ο ΟΤΕ επιβάρυναν τα αποτελέσματα τους με εθελούσιες εξόδους οι ωφέλειες των οποίων αναμένεται να εμφανιστούν στο 2014.

#### Πόσοι εργαζόμενοι έφυγαν με εθελούσια έξοδο στις εισηγμένες εταιρίες

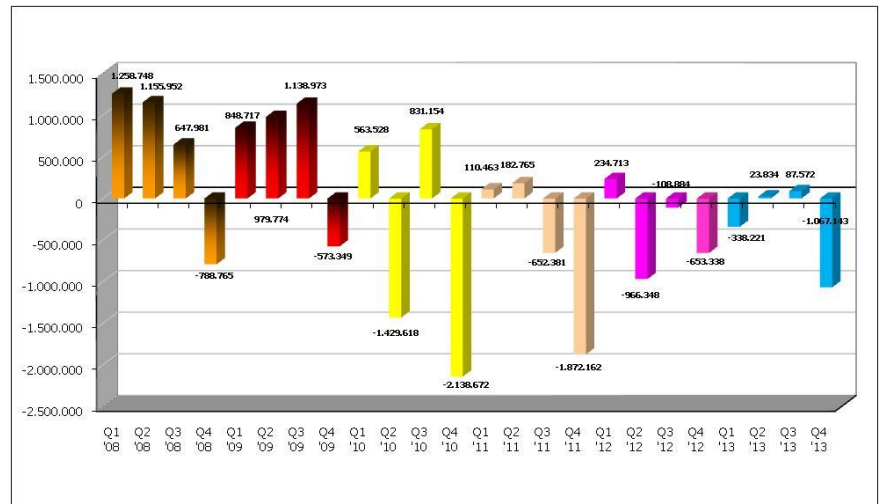
Εταιρία Μείωση προσωπικού

- ΟΤΕ: 1.827
- Εθνική Τράπεζα: 2.510
- Eurobank: 1.100
- Ελληνικά Πετρέλαια 300
- Τράπεζα Πειραιώς: 2.182 (γ' τρίμηνο)

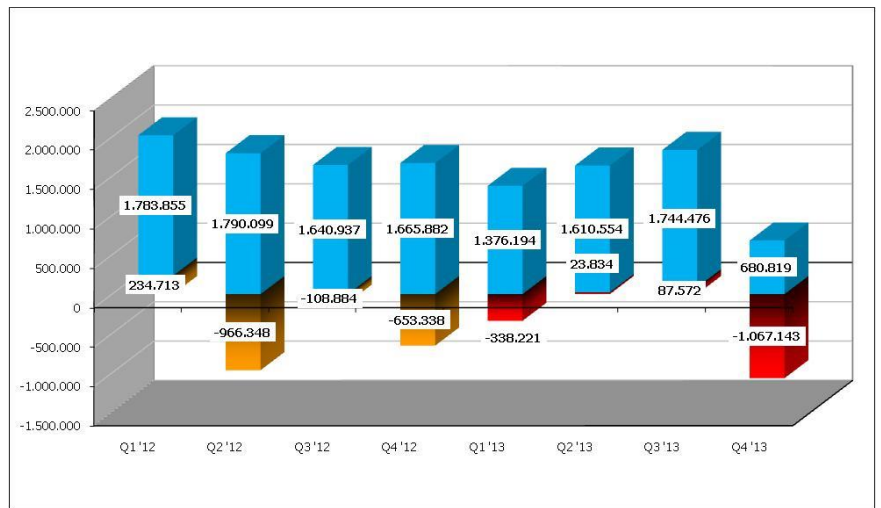
Πολύ πιο αντιπροσωπευτική της εικόνας που επικρατεί στις εισηγμένες επιχειρήσεις είναι το λειτουργικό αποτέλεσμα το οποίο παρουσιάζει μείωση που προσεγγίζει το 22%. Ελαφρυντικά υπάρχουν καθώς ο ΟΠΑΠ φορολογείται πλέον από την γραμμή των μικτών κερδών με 30% ενώ σε πολλές εταιρίες υπάρχουν μη επαναλαμβανόμενα κονδύλια ως άλλα έξοδα ή έξοδα διάθεσης (ΕΥΔΑΠ, ΓΕΚΤΕΡΝΑ, Ελλάκτωρ, ΟΤΕ, ΟΠΑΠ κλπ).

Ο τζίρος εμφανίζεται μειωμένος κατά 5% στα 71 δις ευρώ, αναμενόμενα λόγω κάμψης της εγχώριας ζήτησης και ενδεχομένως λόγω του κορεσμού των εξαγωγών ή της δυνατότητας αύξησης των πωλήσεων στο εξωτερικό. Σε επίπεδο τριμήνου οι εισηγμένες εμφανίζουν μείωση στο τζίρο τους περίπου 900 εκ. ευρώ στα 17,7 δις ευρώ το οποίο σε επίπεδο δ' τριμήνου μεταφράζεται ως το χειρότερο από πλευράς τζίρου από το 2004.

#### Τριμηνιαία εξέλιξη των καθαρών κερδών των εμποροβιομηχανικών εταιριών κατά την διάρκεια της ύφεσης (2008– 2013)



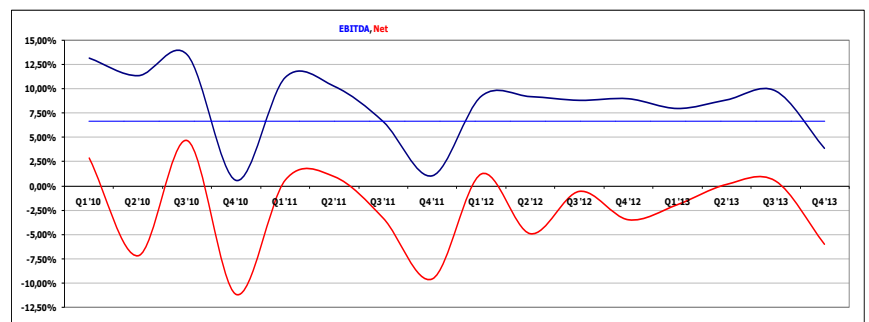
Πως εξελίσσονται τζίρος και τα λειτουργικά σε τριμηνιαία βάση πέρυσι και φέτος (χιλ. ευρώ)



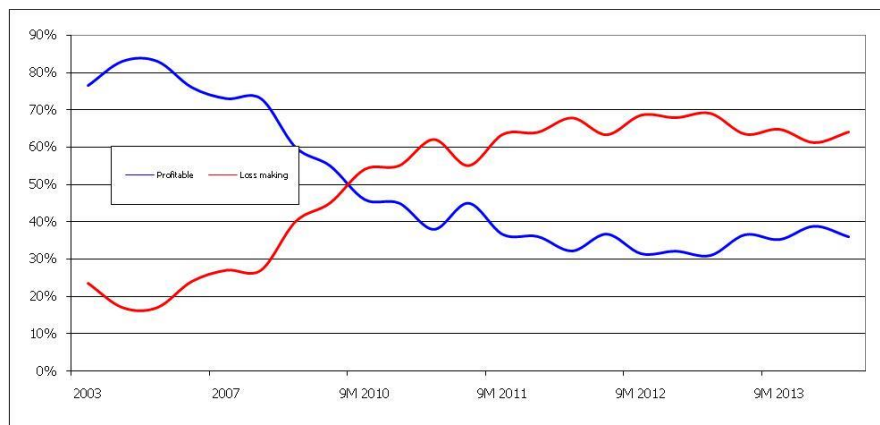
Η σχέση μεταξύ κερδοφόρων και ζημιωγόνων εταιριών παρουσίασε μικρή βελτίωση η οποία αποδίδεται και στην μη δημοσίευση αποτελεσμάτων από προβληματικές εταιρίες ή από την συνεχιζόμενη έξοδο εταιριών από το ΧΑ λόγω χρεοκοπίας διατηρώντας τον πλειοψηφικό λόγο υπέρ των ζημιωγόνων εταιριών στο 64:36 όταν το 2012 η σχέση ήταν 69:31. Με βάση αυτό το μέτρο φαίνεται ότι η αγορά έχει φτάσει σε ένα πυθμένα ζημιών που δεν μπορεί να διασπάσει με βάση τα διαμορφωμένα δεδομένα της ζήτησης. Ειδικά για τις εταιρίες που συνιστούν το 30% των κερδοφόρων εταιριών υπάρχει ισχυρή ανθεκτικότητα σε «αντίξοες» συνθήκες και θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι λόγω της συνεπούς παρουσίας τους στην πλευρά των κερδοφόρων ισολογισμών κάθε χρόνο συνιστούν ένα πλήθος εταιριών «παντός καιρού».

Τέλος, το λειτουργικό περιθώριο μετά από ανάσες δύο τριμήνων έπεσε στο 3,48% από 5,8% πέρυσι, σε μεγάλο βαθμό όμως αυτή η εικόνα αποδίδεται σε ΟΠΑΠ και διυλιστήρια αφενός λόγω της ύπαρξης της φορολογίας των μικτών κερδών με 30% στην πρώτη περίπτωση αφετέρου λόγω του πολύ μέτριου τριμήνου των δύο εισηγμένων εταιριών διύλισης και εμπορίας πετρελαιοειδών. Χωρίς την επίδραση τους τα λειτουργικά περιθώρια σε ετήσια βάση υποχωρούν κατά 110 μονάδες βάσης στο 10,6%.

**Τριμηνιαία εξέλιξη των περιθωρίων κέρδους των εμποροβιομηχανικών εταιριών (2010 – 2013)**



**Εξέλιξη ισοζυγίου κερδοφόρων ζημιωγόνων εταιριών (2002 – 2013)**



**Έκτακτα αποτελέσματα:** Ισχυρές είναι οι επιρροές των εκτάκτων αποτελεσμάτων στην φετινή χρήση καθώς :

#### Τα τραπεζικά μη επαναλαμβανόμενα:

- **Eurobank:** Στο τέταρτο τρίμηνο τα αποτελέσματα έχουν επιβαρυνθεί από: 176 εκ. ευρώ από εφάπαξ φορολογικές διαφορές, 142 εκ. ευρώ από την υποτίμηση των συμμετοχών της σε Βουλγαρία, Σερβία και Ρουμανία, 64 εκ. ευρώ από το πρόγραμμα εθελουσίας εξόδου, 87 εκ. ευρώ από απομειώσεις ακινήτων και 95 εκ. ευρώ από έξοδα αναδιάρθρωσης. Το σύνολο των αρνητικών εκτάκτων είναι 563 εκ. ευρώ. Από την άλλη πλευρά η τράπεζα έκανε χρήση του 100% του αναβαλλόμενου φόρου το οποίο βελτίωσε τα αποτελέσματα κατά 2,09 δις ευρώ.
- **Εθνική Τράπεζα:** Τα έκτακτα που καταγράφονται στο τέταρτο τρίμηνο περιλαμβάνουν την προσθήκη του αναβαλλόμενου φόρου (864 εκ. ευρώ) το έξοδο για την εθελουσία εξόδου (193 εκ. ευρώ) καθώς και έξοδα απομειώσεων συμμετοχών και χρεογράφων (140 εκ. ευρώ)
- **Τράπεζα Πειραιώς:** Το πρόγραμμα εθελουσίας εξόδου επιβάρυνε τα αποτελέσματα κατά 102 εκ. ευρώ. Επίσης έκτακτο αρνητικό αποτέλεσμα καταγράφεται και από την συμμετοχή με 44 εκ. ευρώ στο ταμείο εγγυοδοσίας.
- **Alpha bank:** Από απομειώσεις η τράπεζα επιβαρύνθηκε κατά 62,5 εκ. ευρώ, η αύξηση της συμμετοχής στο ταμείο εγγυοδοσίας είχε κόστος 28 εκ. ευρώ ενώ από υπάρχει εργοδοτικές αποζημιώσεις υπάρχει όφελος 32 εκ. ευρώ πιθανόν λόγω κάποιας αντιστροφής πρόβλεψης.

#### Τα εμποροβιομηχανικά έκτακτα:

- **ΟΤΕ:** Το πρόγραμμα εθελουσίας εξόδου επιβάρυνε τα αποτελέσματα κατά 250,9 εκ. ευρώ.
- **Παπουτσάνης:** Ο αναβαλλόμενος φόρος επιβάρυνε τα αποτελέσματα κατά 195 χιλ. ευρώ.
- **Τηλέτυπος:** Ο αναβαλλόμενος φόρος βελτίωσε τα αποτελέσματα κατά 2,7 εκ. ευρώ.
- **Ηλεκτρονική Αθηνών:** Από απομείωση αξίας θυγατρικής η εταιρία κατέγραψε ζημιά 1 εκ. ευρώ.
- **Ελληνικά Πετρέλαια:** Από αναδιρθώσεις που αφορούσαν μειώσεις προσωπικού (εθελουσία) η επιβάρυνση στα αποτελέσματα τριμήνου διαμορφώθηκε σε 35 εκ. ευρώ.
- **Τιτάν:** Από διαφορές ισοτιμιών η διαφορά στο τρίμηνο ήταν 6,1 εκ. ευρώ.
- **ΕΧΑΕ:** Από την φορολόγηση αποθεματικών του ν. 4.172 υπήρξε έκτακτο έξοδο 13,1 εκ. ευρώ.
- **ΤΕΡΝΑ Ενεργειακή:** Στο τέταρτο τρίμηνο καταγράφεται απομείωση απαιτήσεων με ισόποση μείωση αποτελεσμάτων 6,5 εκ. ευρώ.
- **Φουρλής:** Από την υποτίμηση της Τουρκικής λίρας η κατάσταση αποτελεσμάτων επιβαρύνθηκε με 2 εκ. ευρώ και από την φορολόγηση αποθεματικών του ν. 4.172 υπήρξε επιπλέον έξοδο 1,4 εκ. ευρώ.
- **Βαλκάν Ακινήτων:** Η κερδοφορία οφείλεται στην συνεισφορά του αποτελέσματος από συγγενείς επιχειρήσεις το οποίο ανήλθε σε ποσό κερδών €19,343 χιλ. έναντι ζημιών ποσού €158χιλ. την προηγούμενη περίοδο. Η κερδοφορία των συγγενών επιχειρήσεων οφείλεται στις θετικές υπεραξίες που προέκυψαν από την αποτίμηση των ακινήτων τους σε εύλογη αξία.

Αναλυτικά τα κέρδη της συγγενούς (21%) επιχείρησης ΜΗΧΑΝΙΚΗ ΡΩΣΙΑ ανήλθαν σε ποσό €83,970χιλ. ενώ της συγγενούς ΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΙΓΥΠΤΟΣ (25%) ανήλθαν σε ποσό €5,997χιλ.

- **ΔΕΗ:** Από την απομείωση του ΑΔΜΗΕ καταγράφεται στο τέταρτο τρίμηνο ζημιά 228,3 εκ. ευρώ. Επίσης από την αναδρομική ρύθμιση της τιμής πώλησης ρεύματος προς το Αλουμίνιο καταγράφεται έκτακτο έξοδο 105 εκ. ευρώ.
- **Frigoglass:** Από τις συνολικές ζημίες των 30,7 εκατ. ευρώ, τα 17 εκατ. ευρώ οφείλονται στο κλείσιμο του εργοστασίου στην Αμερική και άλλα 11,5 εκατ. ευρώ στην επίδραση αναβαλλόμενου φόρου.
- **Intralot** Από συναλλαγματικές διαφορές τα καθαρά κέρδη μειώθηκαν 10,8 εκ. ευρώ ενώ από επιβαρύνσεις απομειώσεων τα μεγέθη μειώθηκαν περαιτέρω κατά 13,7 εκ. ευρώ.
- **Σιδενόρ:** Τα αποτελέσματα επιβαρύνθηκαν και από έκτακτες ζημίες ύψους 12,8 εκ. ευρώ, τα οποία κατά κύριο λόγο αφορούσαν στην προσωρινή αναστολή της παραγωγικής λειτουργίας του εργοστασίου της Sovel στον Αλμυρό Μαγνησίας, στο κόστος αδράνειας των εργοστασίων της Stomana Industry και της Σωληνοουργεία Κορίνθου.
- **ΕΛΛΑΚΤΩΡ:** Η μείωση των λειτουργικών κερδών οφείλεται 1) στην προσαρμογή της αξίας των ακινήτων του Ομίλου σε εύλογες αξίες, της τάξης των 41,9 εκατ. ευρώ, 2) σε προβλέψεις των κλάδων Περιβάλλοντος και Αιολικών Πάρκων βάσει του «new deal» ύψους περίπου 5,3 εκατ. ευρώ και 3) στην επιβάρυνση από την έκτακτη εισφορά στις ΑΠΕ για όλη τη χρήση ύψους 6,6 εκατ. ευρώ. Χωρίς τις απομειώσεις αυτές, τις προβλέψεις και την έκτακτη εισφορά, τα λειτουργικά κέρδη της χρήσεως ανέρχονται σε 129,8 εκατ. ευρώ, βελτιωμένα κατά ~11% σε σχέση με το 2012 Σε επίπεδο καθαρών κερδών μετά από φόρους ο Όμιλος παρουσίασε ζημίες ύψους 49,0 εκατ. ευρώ έναντι κερδών 32,4 εκατ. ευρώ το 2012, διότι πέραν των αναπροσαρμογών περιλαμβάνουν και επιβάρυνση ποσού 30,3 εκατ. ευρώ από α) την υποχρεωτική αναπροσαρμογή της αναβαλλόμενης φορολογίας που είχε σχηματιστεί έως τις 31.12.2012 λόγω μεταβολής του φορολογικού συντελεστή από 20% σε 26% και β) την πρόβλεψη φόρου 19% επί των αφορολόγητων αποθεματικών που είχαν σχηματιστεί μέχρι 31.12.2013 (ν. 4172/2013).
- **ΕΛΒΙΜΙΕΚ:** Η εύλογη αξία των ακινήτων μειώθηκε κατά 9,3 εκ. ευρώ.
- **MIG:** Από την πώληση της Olympic καταγράφεται έσοδο 42 ε. ευρώ. Αντίθετα από αναβαλλόμενη φορολογία καταγράφονται ζημίες 35 εκ. ευρώ, από απομείωση ακινήτων 10,8 εκ. ευρώ και από απομείωση συμμετοχών 47,5 εκ. ευρώ.
- **Νηρέας:** Η επίπτωση της υποχώρησης των τιμών πωλήσεων ψαριών ανήλθε σε € 30 εκ., εκ των οποίων τα € 10 εκ. αντιστοιχούν στην αξία πωλήσεων και τα € 20 εκ. στην εκτίμηση της αγοραίας αξίας των βιολογικών αποθεμάτων που έγινε με χρήση των χαμηλών τιμών Ιανουαρίου 2014. Ο Όμιλος σχημάτισε έκτακτες προβλέψεις συνολικού ύψους € 11,3 εκ., εκ των οποίων τα € 6,4 εκ. αφορούν συνδεδεμένες εταιρείες και επιβάρυναν τις χρηματοοικονομικές δαπάνες, και τα € 4,9 εκ. αφορούν πελάτες και επιβάρυναν τις λειτουργικές δαπάνες. Τελευταία, η αύξηση του εταιρικού φορολογικού συντελεστή από 20% σε 26%, επιβάρυνε τα καθαρά αποτελέσματα με πρόσθετο αναβαλλόμενο φόρο € 2,7 εκ.

#### Τι επηρέασε τα μεγέθη του δ' τριμήνου και το 2013:

- Η αύξηση του φορολογικού συντελεστή κατά 600 μονάδες βάσης και ακολούθως η αύξηση της αναβαλλόμενης φορολογίας που επηρέασε σημαντικό πλήθος εισηγμένων. Επιπλέον πολλές εισηγμένες προχώρησαν σε πρόβλεψη φορολόγησης των ειδικών αποθεματικών τους.
- Οι επιπλέον ημέρες που ήταν ανοικτές οι «Κυριακές» στο δ' τρίμηνο βελτίωσαν την ροή της ζήτησης κατά την εορταστική περίοδο Οι τέσσερις Κυριακές και η «λευκή νύκτα» εκτιμάται ότι είχαν αυξητική επίδραση 2% στις πωλήσεις σε επίπεδο τριμήνου.
- Ο αναβαλλόμενος φόρος που προέκυψε από το κούρεμα των ομολόγων (PSI) τραπεζών ο οποίος αύξησε την λογιστική κερδοφορία του κλάδου.
- Οι αλλαγές στην αγορά ενέργειας με την πληρωμή υψηλότερων παγίων στις θερμικές μονάδες.
- Τα πολύ χαμηλά περιθώρια διύλισης τα οποία δεν αντισταθμίστηκαν παρά

την αυξημένη ζήτηση σε πετρέλαιο θέρμανσης και την σταθεροποίηση της ζήτησης στα καύσιμα κίνησης.

- Καλή εικόνα είχαν οι πωλήσεις αυτοκινήτων και οι διελύσεις από την Αττική οδό σε σχέση με το αντίστοιχο περυσινό τρίμηνο.
- Οι απομειώσεις των απαιτήσεων των Νοσοκομείων μετά την υποχρεωτική έκπτωση (Rebate and clawback) του Ελληνικού Δημοσίου.
- Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες τέλος κινήθηκαν υπέρ του ευρώ ευνοώντας τις εισαγωγικές εταιρίες.
- Η φορολογία των μικτών κερδών του ΟΠΑΠ με 30% είχε σημαντική επίδραση στην τελική εικόνα του λειτουργικού αποτελέσματος των εισηγμένων εταιριών.

## Πρωταγωνιστές

Δυνατό φινάλε για FFGroup, Αεροπορία Αιγαίου, Jumbo (2ο τρίμηνο), Eurobank Properties, ΟΛΘ και ΜΕΤΚΑ. Εικόνα βελτίωσης για Φουρλή, Coca Cola, Σε μικρότερες εταιρίες επισημάνουμε τις Κυριακίδης, Ευρωπαϊκή Πίστη, Πλαίσιο, Γενική Εμπορίου, Αττικές Εκδόσεις, Μύλοι Κεπενού, Κανάκης, Revoil, Πετρόπουλος, Paperpack, Λάμπα και Byte. Για άλλο ένα τρίμηνο καλές επιδόσεις ανακοινώθηκαν από Καρέλια, Σαράντη, ΕΥΔΑΠ, ΕΥΑΘ και Πλαστικά Κρήτης.

Σε επίπεδο έτους Ελληνικά Χρηματιστήρια, Τράπεζα Ελλάδος, ΕΥΔΑΠ, ΜΕΤΚΑ, Πλαίσιο είχαν εξαιρετικές επιδόσεις ενώ από μικρότερες εταιρίες MLS Πληροφορική, Inform Lycos, Elton Χημικά και Ευρωπαϊκή Πίστη έδειξαν μεγέθη με ιστορικά υψηλές αναφορές. Από την Εναλλακτική αγορά ξεχώρισαν Entersoft, Vidano και Euroxx που γύρισαν σε κερδοφορία ενώ πολύ καλή εικόνα είχε και η Envitex παρά την μείωση της κερδοφορίας της.

Αρνητικά μεγέθη ή κατώτερα των προσδοκιών ανακοινώθηκαν από Ιντραλοτ, Ελληνικά Πετρέλαια, Frigoglass, και Τιτάν.

Με σημαντικές ζημιές έκλεισαν την χρονιά όλος ο **όμιλος Βιοχάλκο καθώς και η Μητρική ενώ υψηλές ζημιές παρουσιάζουν MIG, Παρνασσός, Τροπαία, Forthnet, Πήγασος, Καθημερινή, Αλουμυλ, ΕΛΓΕΚΑ, Spider, Dionic, Αχον, Yalco, Lavipharm, Intertech, Ηλεκτρονική Αθηνών, Creta Farm, Νίκας, Ακρίτας, Ηρακλής σχεδόν το σύνολο των εταιριών στις Ιχθυοκαλλιέργειες, το σύνολο των Ναυτιλιακών εταιριών και του κλάδου Υγείας**. Θα πρέπει να επισημανθεί ωστόσο ότι σε πολλές από τις παραπάνω εταιρίες η ζημιά ενισχύθηκε από μη επαναλαμβανόμενους παράγοντες (απομειώσεις, προβλέψεις, διακύμανση ισοτιμιών και εμπορευμάτων) με αποτέλεσμα να μεγεθύνεται δυσανάλογα με την επίδοση των λειτουργικών αποτελεσμάτων η πίεση στην τελική γραμμή.

## Η συνέχεια...

Επόμενος σταθμός στους ισολογισμούς θα είναι η μείωση του κόστους δανεισμού. Ήδη επιχειρείται μια προσπάθεια μείωσης της καθαρής δανειακής θέσης είτε με αυξήσεις κεφαλαίου είτε με εξοφλήσεις δανείων. Το εγχείρημα δύσκολο καθώς οι εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης είναι περιορισμένες ωστόσο η σταθεροποίηση των λειτουργικών κερδών αποτελεί μια καλή αρχή για την επιστροφή και της τελικής γραμμής στο «συν».

Στο α' τρίμηνο μεγάλο μέρος των αναδιαρθρώσεων θα αρχίσουν να πιάνουν τόπο πριν την γραμμή των λειτουργικών κερδών. Όσο θα εξελίσσεται η χρήση το όφελος θα γίνεται πιο ορατό αφού το σταθερό κόστος έχει συμπίεστεί κατεβάζοντας χαμηλότερα το νεκρό σημείο. Για να επιτευχθεί ωστόσο το όφελος θα χρειαστούν καύσιμα, τουτέστιν ρευστότητα στην οποία ο τραπεζικός κλάδος δεν φαίνεται να έχει ακόμα ανοίξει –φθηνές- γραμμές για αύξηση του κεφαλαίου κίνησης.

Οι βελτιώσεις ωστόσο που αναμένονται στο προσεχές διάστημα δεν θα προέλθουν μόνο από την διοχέτευση ρευστότητας: Ο κλάδος των κατασκευών λόγω επανέναρξης των έργων στις παραχωρήσεις θα αρχίσει να εμφανίζει θετικό πρόσημο ενώ παράπλευρες ωφέλειες αναμένονται και στην ζήτηση οικοδομικών υλικών. Καλά είναι τα πρώτα μηνύματα από το μέτωπο των κρατήσεων στον τουρισμό. Η αύξηση του κύκλου εργασιών στον ΟΠΑΠ με την εγκατάσταση των VLT's στο β' εξάμηνο θα βελτιώσει την κερδοφορία του. Κοιτάζοντας μακρύτερα η εκμετάλλευση του «Ελληνικού» καθώς και άλλες αποκρατικοποιήσεις (λιμάνια, ύδρευση, κλπ)

δημιουργούν δυνητικά νέα περιθώρια δραστηριότητας για τις εισηγμένες.

Από την άλλη πλευρά οι αποτιμήσεις της Ελληνικής αγοράς δεν είναι πια φθηνές, υπάρχει ίσως περισσότερη αισιοδοξία από όση επιτρέπουν οι ιστορικοί μέσοι όροι αποτιμήσεων των εταιριών. Το 2014 τρέχει με PE 20 ενώ το 2015 με PE 15 με αρκετό ρίσκο ωστόσο εκτέλεσης και πολλά «αν» στις βασικές παραδοχές. Ως εκ τούτου η προσέγγιση μας στην αγορά είναι αυστηρά επιλεκτική και πολύ εστιασμένη στις ειδικές προοπτικές του κάθε κλάδου αλλά και της χρηματοοικονομικής δομής που έχει πλέον η κάθε εταιρία. Από την άλλη πλευρά η ανάκαμψη θα περάσει και μέσα από τις τραπεζικές μετοχές οι οποίες παρά το γεγονός της μη ύπαρξης λειτουργικών κερδών ακόμα και το 2014 φαίνεται να προσελκύουν το ενδιαφέρον λόγω των μεγάλων ωφελειών που αναμένεται να έχουν από την επόμενη χρήση από την μείωση του κόστους, τις συνέργιες ενοποίησης, το γύρισμα της οικονομίας και την μείωση του ρίσκου από την τακτοποίηση των κεφαλαιακών τους αναγκών.

Οι βασικές μας επιλογές αφορούν τα τρία θέματα που έχουμε επιλέξει σαν κύριους καταλύτες για το 2014: Αποκρατικοποιήσεις, Ανάκαμψη, Αναδιαρθρώσεις. Σε αυτό το πλαίσιο επιλέγουμε τις **ΔΕΗ, ΜΕΤΚΑ, Alpha bank, και Ελλάκτωρ**. Μας αρέσουν ακόμα **Jumbo, Πλαίσιο, ΕΧΑΕ, ΟΠΑΠ λόγω ισολογισμών και υψηλού beta στις διακυμάνσεις της εγχώριας ζήτησης** όπως και οι **Μυτιληναίος και ΤΕΡΝΑ Ενεργειακή λόγω των εξελίξεων στο χώρο της ενέργειας**.

Παραμένουμε τέλος θετικοί για μικρότερες εταιρίες που έχουν αποδείξει ότι οι επιδόσεις τους δεν είναι συγκυριακές: Κρι- Κρι, Elton Χημικά, Κυριακίδης Μάρμαρα, Πλαίσιο, Ικτίνος, Ευρωπαϊκή Πίστη, Eurobank Properties, Καρέλιας, Πλαστικά Κρήτης, Flexorack και Autohellas. Αν η εμπορευσιμότητα των εταιριών αυτών βελτιωθεί τότε θα αρχίσουν να κεφαλαιοποιούν τα καλά μεγέθη και την επιτυχία των διοικήσεων τους.

**Μάνος Χατζηδάκης**

**Υπ. Τμήματος Ανάλυσης**

## Γνωστοποιήσεις

### Υπεύθυνο Πρόσωπο

- Υπεύθυνο πρόσωπο: Beta Χρηματιστηριακή ΑΕΠΕΥ.
- Συντάκτες Ανάλυσης: Μανώλης Χατζηδάκης, Υπεύθυνος Τμήματος Ανάλυσης, Πιστοποιημένος Αναλυτής Μετοχών και Αγοράς
- Αρμόδια Εποπτική Αρχή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

### Ανεξαρτησία Αναλυτή

Ο αναλυτής ο οποίος εκπονεί αυτή την ανάλυση του οποίου τα στοιχεία αναφέρονται ανωτέρω βεβαιώνει ότι:

- (α) όλες οι γνώμες που αναφέρονται σε αυτή την ανάλυση αντικατοπτρίζουν προσωπικές απόψεις, σχετικά με όλους τους εκδότες τίτλων και χρηματοοικονομικά μέσα που αναφέρονται στην ανάλυση / πρωινή - εβδομαδιαία ενημέρωση / επενδυτική στρατηγική,
- (β) η αμοιβή του δεν συνδέεται ούτε πρόκειται να συνδεθεί άμεσα ή έμμεσα με τις συγκεκριμένες συστάσεις ή απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα ανάλυση / πρωινή - εβδομαδιαία ενημέρωση / επενδυτική στρατηγική, ούτε συνδέεται με υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής που τυχόν παρέχει η Beta Χρηματιστηριακή ΑΕΠΕΥ.

### Πιθανή Σύγκρουση Συμφερόντων

- Σημειώνεται ότι η Beta Χρηματιστηριακή ΑΕΠΕΥ και οι εργαζόμενοι στην εταιρία ενδέχεται να προβαίνουν σε κάθε είδους νόμιμες συναλλαγές επί μετοχών για ίδιο λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων ή και να παρέχουν τις υπηρεσίες τους στους εκδότες των μετοχών αυτών. Συνεπώς, οι επενδυτές θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους ότι η Beta Χρηματιστηριακή ΑΕΠΕΥ ενδέχεται να έχει σύγκρουση συμφερόντων η οποία θα μπορούσε να επηρεάσει την αντικειμενικότητα της ανάλυσης. Η Beta Χρηματιστηριακή ΑΕΠΕΥ δεν αναλαμβάνει ευθύνη για επενδυτικές αποφάσεις βασισμένες στα κείμενα ή τις αξιολογήσεις του παρόντος.

### Σημαντικές Γνωστοποιήσεις

- Το περιεχόμενο των παραπάνω αναλύσεων, απόψεων, εκτιμήσεων, κρίσεων δεν έχει αποσταλεί στις αναφερόμενες εταιρίες.
- Για την σύνταξη της ανάλυσης ή/ και για τον καλύτερο σχηματισμό άποψης για την (τις) εταιρεία (είες) που αναφέρεται (ονται) στην παρούσα ανάλυση / πρωινή - εβδομαδιαία ενημέρωση / επενδυτική στρατηγική, ο αναλυτής, μπορεί να έχει δεχθεί την συνδρομή των στελεχών της εταιρίας η οποία μπορεί να είναι, πρόσβαση στο διαδικτυακό τόπο της εταιρίας, προσωπικές συναντήσεις με την διοίκηση και επιτελικά στελέχη της, παρουσιάσεις και συνεντεύξεις τύπου της εταιρίας ή δημοσιεύματα στον διεθνή και εγχώριο τύπο.
- Η Beta Χρηματιστηριακή ΑΕΠΕΥ θα προβαίνει σε επικαιροποίηση των αναλύσεων των επιμέρους αναφερόμενων εταιριών χωρίς προκαθορισμένη περιοδικότητα αναλόγως με τις εταιρικές ανακοινώσεις, εξελίξεις, τις συνθήκες της αγοράς και τυχόν άλλες δημοσιοποιούμενες πληροφορίες.
- Όλες οι απόψεις, εκτιμήσεις και κρίσεις εκφράζουν την άποψη του αναλυτή κατά την ημερομηνία σύνταξης της ανάλυσης / πρωινής - εβδομαδιαίας ενημέρωσης / επενδυτικής στρατηγικής και υπόκεινται σε αλλαγές χωρίς προηγούμενη προειδοποίηση.
- Η ανάλυση / πρωινή - εβδομαδιαία ενημέρωση / επενδυτική στρατηγική εκπονήθηκε από το τμήμα ανάλυσης με απόλυτη εχεμύθεια και εμπιστευτικότητα χωρίς τη συμμετοχή στελεχών εκτός του τμήματος αυτού και δημοσιοποιήθηκε μετά την ολοκλήρωσή της ταυτοχρόνως στο κοινό και τα στελέχη της εταιρίας.
- Το παραπάνω κείμενο περιέχει πληροφορίες και στοιχεία με σκοπό αποκλειστικά την πληροφόρηση των πελατών της Beta Χρηματιστηριακή ΑΕΠΕΥ και σε καμία περίπτωση δεν μπορεί να θεωρηθεί ως προσφορά, συμβουλή ή προτροπή προς πώληση, αγορά ή διακράτηση εισηγμένων στο ΧΑ μετοχών, παραγώγων προϊόντων, ομολόγων ή άλλων αξιόγραφων. Οι εν λόγω πληροφορίες βασίζονται σε πηγές που θεωρούνται ως αξιόπιστες, των οποίων όμως δεν μπορεί να ελεγχθεί η ακρίβεια και πληρότητα.

### Αναφερόμενες Τιμές

- Οι ανωτέρω αναφερόμενες τιμές και οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που σχετίζονται με αυτές αναφέρονται στο κλείσιμο της προηγούμενης εργάσιμης ημέρας, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά.

### Επεξηγήσεις Αξιολόγησης

- Αξιολόγηση Κινδύνου: Αξιολογούμε τον κίνδυνο της εταιρίας με βάση υποκειμενικά θεμελιώδη στοιχεία, την ιστορική μεταβλητότητα της τιμής της μετοχής καθώς επίσης και την προηγούμενη εμπειρία μας για το βαθμό προβλεψιμότητας των μελλοντικών οικονομικών μεγεθών της εταιρίας, ως ακολούθως: Χαμηλού κινδύνου, Μεσαίου κινδύνου, Υψηλού κινδύνου.

### Αξιολόγηση Απόδοσης

- Υπεραπόδοση (Outperform): Απόδοση μεγαλύτερη από 10% σε σχέση με την απόδοση του Γενικού Δείκτη, κατά του επόμενου 12 μήνες.
- Απόδοση ανάλογη της αγοράς (Neutral): Απόδοση μεταξύ -10% και +10% σε σχέση με την απόδοση του Γενικού Δείκτη κατά του επόμενου 12 μήνες.
- Υποαπόδοση (Underperform) : Απόδοση μικρότερη από 10% σε σχέση με την απόδοση του Γενικού Δείκτη, κατά του επόμενου 12 μήνες.



### Ανάλυση

Μάνος Χατζηδάκης  
210-64.78.755  
[mchatzidakis@beta.gr](mailto:mchatzidakis@beta.gr)

### Πωλήσεις Θεσμικών Επενδυτών

Πέτρος Παπαθανασίου  
210-64.78.764  
[petrosp@beta.gr](mailto:petrosp@beta.gr)

Βαγγέλης Χαρατσής  
210-64.78.920  
[zaratsisv@beta.gr](mailto:zaratsisv@beta.gr)

Γιώργος Καραδήμας  
210-64.78.766  
[gkaradimas1@beta.gr](mailto:gkaradimas1@beta.gr)

Κωνσταντίνος Μακρής  
210-64.78.982  
[makris@beta.gr](mailto:makris@beta.gr)

Ανδρέας Κοντογούρης  
210-64.78.777  
[andreaks@beta.gr](mailto:andreaks@beta.gr)

Φρίντα Σωτηροπούλου  
210-64.78.793  
[f.sotiropoulou@beta.gr](mailto:f.sotiropoulou@beta.gr)

### Ξένες Αγορές

Νίκος Ριτσώνης  
210-64.78.928  
[ritsonisn@beta.gr](mailto:ritsonisn@beta.gr)

Κώστας Μπούκας  
210-64.78.995  
[kboukas@beta.gr](mailto:kboukas@beta.gr)

Πάνος Μπινιάρης  
210-64.78.926  
[binjaris@beta.gr](mailto:binjaris@beta.gr)

Μιχάλης Τζάβλας  
210-64.78.758  
[tzavlas@beta.gr](mailto:tzavlas@beta.gr)

### Πωλήσεις Παραγώγων

Νίκος Ζαχαρόπουλος  
210-64.78.946  
[zaxaropoulos@beta.gr](mailto:zaxaropoulos@beta.gr)

Εύη Τρέκα  
210-64.78.786  
[e.treka@beta.gr](mailto:e.treka@beta.gr)

### Beta Χρηματιστηριακή ΑΕΠΕΥ

Μέλος της Αγοράς Μετοχών και της Αγοράς Παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών  
Ξένες Αγορές, Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Συμβουλευτικές Υπηρεσίες, On Line Trading

Λεωφόρος Αλεξάνδρας 29, Τ.Κ. 114 73, Αθήνα  
Τηλ: 210 64 78 900 | Fax: 210 64 78 901 | Email: [info@beta.gr](mailto:info@beta.gr) | Web: [www.beta.gr](http://www.beta.gr)