



Σοφοκλέους 7-9, Αθήνα 105 59/7-9 Sofokleous Str. Athens Greece 105 59  
Τηλ./Tel. +30 210 3213913, 3237711-13  
Φαξ/Fax +30 210 3216115  
Email: [nchryso@otenet.gr](mailto:nchryso@otenet.gr)  
Web: [www.chrysochoidis.gr](http://www.chrysochoidis.gr)

## **ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2017**

Το 2016 υπήρξε μια δυναμική χρονιά για τις μεγάλες διεθνείς αγορές αλλά και μια ‘χαμένη χρονιά’ για την Ελληνική Οικονομία. Από πλευράς Επενδυτικής Στρατηγικής είμαστε ιδιαίτερα ικανοποιημένοι από την πορεία των επιλογών μας όπως αυτές διατυπώθηκαν στα τέλη του περασμένου έτους: Η υπέρ-απόδοση των μετοχών των Αμερικανικών Αγορών και η αντίστοιχη θετική πορεία του Δολαρίου σε σχέση με τα διεθνή βασικά νομίσματα καθώς και η θετική απόδοση των Ελληνικών επιλογών μας, δικαίωσαν τις εκτιμήσεις μας.

Το σταθερά βελτιούμενο μακροοικονομικό περιβάλλον στις ΗΠΑ (ιστορικά χαμηλό επίπεδο ανεργίας και σταθεροποίηση του πληθωρισμού στον μακροπρόθεσμο στόχο του 2%) και οι προσδοκίες για το πρόγραμμα αναδιάρθρωσης του φορολογικού πλαισίου και δημοσίων έργων του νέου Προέδρου, αντισταθμίζουν τους επενδυτικούς φόβους λόγω της έναρξης του ανοδικού κύκλου των επιτοκίων. Θεωρούμε πως το 2017 θα είναι δύσκολο έτος από πλευράς αποδόσεων λόγω των υπέρ-αγορασμένων συνθηκών στις μετοχικές αγορές (αλλά και των εκροών που παρατηρούνται στους Τίτλους Σταθερού Εισοδήματος στις Η.Π.Α.) και θα είμαστε ιδιαίτερα προσεκτικοί προκειμένου να αποκομίσουμε τα σημαντικά κέρδη από τις εν λόγω επιλογές. Οι Ευρωπαϊκές μετοχές ωφελήθηκαν, όπως αναμενόταν, από τη ‘διευκολυντική’ νομισματική πολιτική της ΕΚΤ και παρά τις αναιμικές μακροοικονομικές επιδόσεις των κρατών της Ευρωζώνης, είχαν άλλη μια θετική χρονιά χωρίς ωστόσο να δικαιολογούν ιδιαίτερη αισιοδοξία για το 2017. Το νέο έτος συνοδεύεται από σοβαρές πολιτικές (εκλογές) και οικονομικές (τράπεζες) προκλήσεις για τη συνοχή και λειτουργία της Ε.Ε. οι οποίες στο τρέχον περιβάλλον χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης θα μπορούσαν να προκαλέσουν μεγάλη μεταβλητότητα και εκροές από τις Ευρωπαϊκές μετοχές. Αντιμετωπίζουμε ως πιο ενδιαφέροντα επενδυτικά θέματα για τη νέα χρονιά την αντίδραση της Βρετανικής οικονομίας στα νέα δεδομένα που διαμορφώνονται (:) στη μετά-Brexit εποχή και την διαφαινόμενη υποτίμηση του Yen σε σχέση με το USD που θα μπορούσε να εξασφαλίσει ζήτηση για τις Ιαπωνικές μετοχές.

Στο εγχώριο επενδυτικό γίνεσθαι, οι ατέρμονες διαπραγματεύσεις για την εφαρμογή των προαπαιτούμενων μέτρων του προγράμματος στήριξης και η καθυστέρηση στην ολοκλήρωση των αναγκαίων δημοσιονομικών μεταρρυθμίσεων συντηρούν τη χαμηλή ορατότητα της αγοράς και ακολούθως τη μεγάλη επιφυλακτικότητα μας. Ακόμα και το γεγονός της εμφάνισης πρωτογενούς πλεονάσματος αποτελεί κυρίως απόρροια της επιβολής πρόσθετων φορολογικών μέτρων και όχι ουσιαστικής ανάπτυξης. Για την νέα περίοδο ζητούμενο αποτελεί η ομαλοποίηση των μακροοικονομικών συνθηκών σε συνδυασμό με την ενδεχόμενη ένταξη των Ελληνικών Κρατικών Ομολόγων στο Ευρωπαϊκό Πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης (QE), εξασφαλίζοντας ρευστότητα στην εγχώρια οικονομία και περεταίρω αποκλιμάκωση του επιπέδου ρίσκου της χώρας όπως έχει αρχίσει να αποτυπώνεται στο 10ετές Ελληνικό Κρατικό Ομόλογο. Άλλωστε και για το 2017 το ασφάλιστρο κινδύνου για την Ελλάδα παραμένει σε υψηλότατο επίπεδο καθιστώντας δυσχερή την ορθή αποτίμηση των εγχώριων αξιών και μόνο μια θετική ροή επενδύσεων και ρευστότητας που μπορεί να προκληθεί από την εντατική προσήλωση στις διαρθρωτικές αλλαγές αλλά και την επανένταξη των Ελληνικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας θα μπορούσε να οδηγήσει σε βελτιωμένα επίπεδα αποτίμησης. Είχαμε ήδη περιγράψει στον απόηχο των εξαιρετικά δυσμενών συνθηκών του Ιουλίου του 2015 (βλ. *Hellenic Equities: A new start-July 2015*) την μεθοδολογία μας για την δίκαιη αποτίμηση των χρεογράφων στην Ελληνική αγορά μέσω της χρήσης τριών διαφορετικών επιπέδων κινδύνου (Risk Free Rate) προκειμένου να καλύψουμε τα πιθανά σενάρια ειδικών συνθηκών ασφάλιστρου κινδύνου χώρας (country risk premium). Ομοίως εξακολουθούμε να αποτιμούμε βάσει των εναλλακτικών επιπέδων ώστε να είμαστε ακριβείς στον υπολογισμό της δίκαιης τιμής των κορυφαίων μας επιλογών. Συμπερασματικά, παραμένουμε προσηλωμένοι σε συγκεκριμένα επενδυτικά θέματα και όχι σε επίπεδο συνολικής αγοράς.

Στα πλαίσια της Επενδυτικής Στρατηγικής μας για την Ελληνική Αγορά, οι κορυφαίες επιλογές μας για το 2016 κατάφεραν να ανταπεξέλθουν επιτυχώς στο δοκιμαζόμενο οικονομικό περιβάλλον και διατήρησαν σε μεγάλο βαθμό τα ισχυρά θεμελιώδη μεγέθη τους εξασφαλίζοντας σημαντικές αποδόσεις για τους μετόχους τους. Εξαίρεση στις καλές αποδόσεις των κορυφαίων επιλογών αποτέλεσε η μετοχή της Αεροπορίας Αιγαίου (ΑΡΑΙΓ - 17% YTD) που αντιμετώπισε μια αρκετά απαιτητική χρονιά λόγω εξωγενών παραγόντων που επηρέασαν σε μεγάλο βαθμό τα λειτουργικά της αποτελέσματα. Εντούτοις, διατηρούμε την ΑΡΑΙΓ στο χαρτοφυλάκιο των Κορυφαίων επιλογών μας θεωρώντας ότι μπορεί να παράξει αξία για τους μετόχους ξεπερνώντας τα επιχειρηματικά ζητήματα που προέκυψαν. Το χαρτοφυλάκιο των κορυφαίων επιλογών μας για το 2016 απέδωσε 13.00% έναντι -0.05% του Γενικού Δείκτη και -6.00% του FTSE 25.

Για το νέο έτος παραμένουμε σταθεροί στο σύνολο των κορυφαίων επιλογών μας, διατηρώντας παράλληλα τη θετική άποψη μας για ορισμένες ακόμα επενδυτικές ιδέες. Συγκεκριμένα οι επιλογές μας για το 2017 είναι: Ο ΟΤΕ, ο ΟΠΑΠ, η Coca Cola HBC, ο Όμιλος ΤΙΤΑΝ, η Αεροπορία Αιγαίου (ΑΡΑΙΓ) οι εταιρίες του Ομίλου Μυτιληναίου, και ο Όμιλος Ελληνικών Χρηματιστηρίων ενώ οι εταιρίες που διατηρούμε θετική άποψη είναι ο η εταιρία ΚΡΙ-ΚΡΙ, τα Πλαστικά Θράκης, η ΤΕΡΝΑ Ενεργειακή και η ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ.

Ο όμιλος ΟΤΕ επιβεβαίωσε την εκτίμηση μας για σταθεροποίηση στα έσοδα της εγχώριας αγοράς σταθερής τηλεφωνίας (μετά από ένα μεγάλο χρονικό διάστημα μείωσης των εσόδων του από τον συγκεκριμένο λειτουργικό τομέα). Ο τομέας της κινητής τηλεφωνίας που παραδοσιακά αντιμετωπίζει τον εντονότερο ανταγωνισμό δείχνει αυξητική τάση στα έσοδα του. Αναμένουμε σημαντική ώθηση στα αποτελέσματα του Ομίλου και από τον τομέα της συνδρομητικής τηλεόρασης. Για το σύνολο του 2017 εκτιμούμε ότι οι πωλήσεις του Ομίλου θα ανέλθουν στα 3,94 δις Ευρώ, το λειτουργικό κέρδος προ αποσβέσεων και απομειώσεων στα 1,30δις Ευρώ και τα καθαρά κέρδη στα 195 εκ. Ευρώ.

Η χρόνια επιφύλαξε μια σημαντική εξέλιξη για τον ΟΠΑΠ, καθώς τέθηκαν οι βάσεις για την ολοκλήρωση του project των Αυτομάτων Τερματικών Λοταριών (VLT'S) έπειτα από την ψήφιση και επιβολή του νέου θεσμικού πλαισίου για την λειτουργία τους. Η συγκεκριμένη εξέλιξη αποτυπώθηκε στην εντυπωσιακή πορεία της μετοχής (ΟΠΑΠ +15% YTD) και θα επιτρέψει στον ΟΠΑΠ να θέσει σταδιακά σε λειτουργία στην Ελληνική αγορά παιγνίων 35.000 τερματικά, γεγονός ικανό να αλλάξει πλήρως τα μεγέθη του Ομίλου (βλ. *HELLENIC ORGANIZATION OF FOOTBALL PROGNOSTICS (OPAP)151116*). Οι εκτιμήσεις μας για το 2017 περιλαμβάνουν και την συμβολή μέρους από το σύνολο των VLT's. Συμπερασματικά, εκτιμούμε ότι το επίπεδο πωλήσεων για τον ΟΠΑΠ θα ανέλθει στα 1,80 δις Ευρώ σε όρους GGR (Gross Gaming Revenues), τα λειτουργικά κέρδη προ αποσβέσεων και απομειώσεων (EBITDA) στα 414εκ. Ευρώ και η καθαρή κερδοφορία στα 162εκ Ευρώ.

Η μετοχή της Coca Cola Hellenic επιβράβευσε την μεθοδολογία μας σχετικά με την αποτίμηση της βάσει χαμηλότερου επιπέδου ασφάλιστρου κινδύνου έπειτα από την μεταφορά της έδρας στην Ελβετία (βλ HBC13112013), όπως και τις προβλέψεις μας σχετικά με την αύξηση των μεγεθών της, καθιστώντας την ένα διαχρονικά σημαντικό value pick με σημαντικά περιθώρια ανόδου. Για το 2017 εκτιμούμε συνέχιση της αύξησης των εσόδων και στις τρεις γεωγραφικές περιοχές δραστηριότητας της εταιρίας και αύξηση στην λειτουργική και καθαρή κερδοφορία της. Ενδεικτικά υπολογίζουμε τα συνολικά έσοδα του Ομίλου στα 6,80δις. Ευρώ, τα λειτουργικά κέρδη προ αποσβέσεων και απομειώσεων σε 795 εκ. Ευρώ και καθαρά κέρδη στα 278εκ. Ευρώ.

Τα οικονομικά αποτελέσματα του Ομίλου TITAN ευθυγραμμίστηκαν με τις προβλέψεις μας για τα συνολικά έσοδα, την σημαντική συμβολή των εργασιών στις Ηνωμένες Πολιτείες που ενισχύουν τα μεγέθη της εταιρίας όπως και τα αυξημένα λειτουργικά περιθώρια συνέπεια της ολοκλήρωσης της επένδυσης στην Αίγυπτο για την χρήση σταθερών καυσίμων αντί φυσικού αερίου. Για το 2017 θεωρούμε ότι ο γεωγραφικός τομέας των Ηνωμένων Πολιτειών θα συνεχίσει την σημαντική του ανάπτυξη ενώ οι υπόλοιποι τρεις θα κινηθούν στα επίπεδα του 2016. Παράλληλα έχουμε εφαρμόσει στο μοντέλο αποτίμησης μας βελτιωμένα λειτουργικά περιθώρια και χαμηλότερες ανάγκες σε κεφαλαιουχικές επενδύσεις έπειτα από την ολοκλήρωση της επένδυσης της Αιγύπτου. Για το 2017 οι προβλέψεις μας για το επίπεδο πωλήσεων, τα λειτουργικά κέρδη προ αποσβέσεων και απομειώσεων και καθαρής κερδοφορίας είναι 1,55δισ Ευρώ, 264εκ. Ευρώ και 55εκ. Ευρώ αντίστοιχα.

Το 2016 αποτέλεσε μια χρονιά σημαντικών προκλήσεων για την Αεροπορία Αιγαίου καθώς αντιμετώπισε αφενός την πίεση του αυξανόμενου ανταγωνισμού στους προορισμούς Ελλάδος και Εξωτερικού αφετέρου την επιβολή πρόσθετου φόρου στις υπηρεσίες της, παράγοντες που μείωσαν αισθητά τα έσοδα της. Τα συγκεκριμένα γεγονότα μας οδήγησαν να μεταβάλλουμε τις προβλέψεις μας σχετικά με τα οικονομικά μεγέθη του Ομίλου υπό το πρίσμα της αυξανόμενης επιβατικής κίνησης αλλά και της διατήρησης χαμηλότερου μέσου ναύλου. Αυτές οι αλλαγές διαφοροποιούν τις προβλέψεις μας για την δίκαιη τιμή της εταιρίας μειώνοντας την (βλ *AEGEAN AIRLINES 270916*) και οδηγούν σε εκτιμώμενα έσοδα για το 2017 ύψους 963,50 εκ.Ευρώ, EBITDA 95,20εκ.Ευρώ και καθαρά κέρδη 52,10 εκ. Ευρώ.

Το 2017 αποτελεί για τον Όμιλο Μυτιληναίου έτος εταιρικού μετασχηματισμού καθώς έχει αποφασιστεί η ολική απορρόφηση της METKA, της Protergia και του Αλουμινίου από την μητρική εταιρεία. Εκτιμούμε ότι οι μέτοχοι θα ωφεληθούν από τις αυξημένες συνέργειες καθώς και από τη σημαντική μείωση της συμμετοχής των μειοψηφιών στα καθαρά κέρδη, εξέλιξη που έχει αποτιμηθεί με άνοδο 69% στη μετοχή. Επιπλέον, το νέο σχήμα θα είναι σε θέση να εξασφαλίσει μειωμένο κόστος κεφαλαίου και να απλοποιήσει τις παραγωγικές διαδικασίες σε όφελος της δημιουργίας επιπλέον αξίας για τους μετόχους. .

Η μετοχή των Ελληνικών Χρηματιστηρίων (EXAE) αποτελεί πάγια επιλογή μας χάρη στην ισχυρή κεφαλαιακή διάρθρωση του Ομίλου, την πλεονάζουσα ρευστότητα προς όφελος των μετόχων και τον ρόλο της ως proxy στις όποιες θετικές εξελίξεις στην εγχώρια κεφαλαιαγορά.

Η θετική απόδοση των μετοχών που θεωρούνται επικουρικές επιλογές των κορυφαίων επιλογών μας αξίζει να σημειωθεί: εμφάνισαν σημαντική ανάπτυξη, βελτίωσαν επιπλέον τα μεγέθη τους και αποτέλεσαν σημαντικές εναλλακτικές επιλογές που προσέφεραν έκθεση σε ενδιαφέροντα πεδία οικονομικής δραστηριότητας..

Τα Πλαστικά Θράκης εξέπληξαν τόσο με τα βελτιωμένα αποτελέσματα τους όσο και με την πορεία της κεφαλαιοποίησης τους στην αγορά καθώς επιβεβαίωσαν την τιμή στόχο των 2,00 Ευρώ/μετοχή που αποτιμούσαμε την εταιρία (βλ. *Thrace Plastics Co. 05042016*). Το μίγμα των προϊόντων της εταιρείας, η υγιής κεφαλαιακή βάση και το πλεονέκτημα των αυξημένων λειτουργικών περιθωρίων λόγω των μειωμένων τιμών της πρώτης ύλης συντηρούν την θετική άποψη μας για τη μετοχή.

Η ΤΕΡΝΑ Ενεργειακή συνεχίζει την επιτυχημένη αύξηση της παραγωγικής δυναμικότητας παραγωγής Ηλεκτρικής Ενέργειας από ΑΠΕ (ανανεώσιμες πηγές ενέργειας) που πλέον συμβαδίζει με το επενδυτικό πλάνο ανάπτυξης της γεγονός που αποτυπώνεται στα οικονομικά της αποτελέσματα.

Το έτος 2016 ήταν ένα από τα ισχυρότερα για τον Όμιλο ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ καθώς κατέγραψε τα υψηλότερα λειτουργικά αποτελέσματα της τελευταίας 15ετίας εκμεταλλευόμενος την λειτουργική αρτιότητα των διυλιστηρίων του, τα ανοδικά και υψηλά περιθώρια διύλισης όπως και τις τιμές του πετρελαίου και της ισοτιμίας που επιδρούν θετικά στα αποτελέσματα του. Αναμένουμε την επιστροφή των λειτουργικών μεγεθών της ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ σε πιο κανονικά επίπεδα πέρα από τους έκτακτους ευνοϊκούς παράγοντες που επικράτησαν και θεωρούμε την εταιρία σημαντική επιλογή ποιότητας και παραγωγής αξίας για τους μετόχους της.

Τέλος, ο όμιλος ΚΡΙ ΚΡΙ συνεχίζει να αναπτύσσεται σημαντικά με υγιή κεφαλαιακή βάση και εκμεταλλεύεται τα οφέλη από την αύξηση των εξαγωγών σε χώρες της Ευρωπαϊκής ένωσης.

## Appendix:

### Top Picks Yield Table:

HELLENIC TELECOM. ORG S.A	-5%
HELLENIC ORGANIZATION OF FOOTBALL PROGNOSTICS S.A	15%
COCA COLA HBC AG	1%
TITAN CEMENT COMPANY S.A	21%
AEGEAN AIRLINES S.A	-17%
MYTILINEOS HOLDINGS	69%
EXAE	-12%

*\*Yield-to-Date, Source: N.Chrysochoidis Research Department*

## Top Picks Fundamentals Estimates

Company	Ticker	Price	# Shares	M Cap.	Revenues17(E)	EBITDA17(E)	NI17(E)	EPS 16(E)	EPS 17(E)	P/E 16(E)	P/BV 16(E)	FV@6,50%	FV@8,50%
HELLENIC TELECOM. ORG S.A	HTO	8,65	490.150.389	4.239.800.865	3.932.008.689	1.297.562.867	195.005.126	0,37	0,40	23	1,88	10,71	9,06
HELLENIC ORGANIZATION OF FOOTBALL PROGNOSTICS S.A	OPAP	8,23	319.000.000	2.625.370.000	1.793.845.915	414.037.734	161.716.511	0,23	0,51	36	2,28	15,00	9,86
COCA COLA HBC AG	EEE	20,15	367.690.225	7.408.958.034	6.719.679.337	795.377.554	277.783.165	0,72	0,76	28	2,63	21,75	N/A
TITAN CEMENT COMPANY S.A	TITK	21,95	84.632.528	1.857.683.990	1.555.505.249	264.131.365	54.905.269	0,39	0,65	57	1,15	21,85	15,10
AEGEAN AIRLINES S.A	AEGN	6,23	71.417.100	444.928.533	963.500.000	95.145.000	51.361.491	0,67	0,72	9	2,00	8,50	7,45
MYTILINEOS HOLDINGS	MYTIL	6,20	116.915.862	724.878.344	1.274.191.991	182.521.239	45.850.538	0,27	0,39	23	0,75	6,18	4,82
*Closing Prices 21/12/16 Source N.Chrysochoidis Research Department													

**Ρήτρα Περιορισμού Ευθύνης:**

Απαγορεύεται η αναδημοσίευση του παρόντος χωρίς την άδεια της Ν. ΧΡΥΣΟΧΟΪΔΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ Α.Ε.Π.Ε.Υ. Οι απόψεις που περιέχονται βασίζονται σε πηγές που θεωρούνται αξιόπιστες, ωστόσο η Ν. ΧΡΥΣΟΧΟΪΔΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ. δεν ευθύνεται για την εγκυρότητα, ορθότητα ή αξιοπιστία τους και διατηρεί το δικαίωμα αλλαγής τους χωρίς πρότερη ειδοποίηση. Τόσο η Ν. ΧΡΥΣΟΧΟΪΔΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ. όσο και οι διευθύνοντες και υπάλληλοι της δεν φέρουν ουδεμία ευθύνη για οποιαδήποτε συνέπεια των πληροφοριών αυτών. **Το παρόν δεν αποτελεί προσφορά, προτροπή ή επενδυτική πρόταση για αγορά ή πώληση μετοχών ή άλλων κινητών αξιών. Οι επενδύσεις που αναφέρονται ενδέχεται να μην είναι οι ενδεδειγμένες για ορισμένους επενδυτές.**

**Disclaimer:**

This report has been issued by N. CHRYSOCHOIDIS STOCK BROKERAGE I.S.S.A., a member of the Athens Stock Exchange, and may not be reproduced in any manner or provided to any other persons. Each person that receives a copy by acceptance thereof represents and agrees that it will not distribute or provide it to any other person. The information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable but has not been verified by N. CHRYSOCHOIDIS STOCK BROKERAGE I.S.S.A. The opinions expressed herein may not necessarily coincide with those of any member of N. CHRYSOCHOIDIS STOCK BROKERAGE I.S.S.A. No representation or warranty (express or implied) is made as to the accuracy, completeness, correctness, timeliness or fairness of the information or opinions herein, all of which are subject to change without notice. No responsibility of liability whatsoever or howsoever arising is accepted in relation to the contents hereof by N. CHRYSOCHOIDIS STOCK BROKERAGE I.S.S.A. or any of its directors, officers or employees. **This report is not an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell securities mentioned herein.** N. CHRYSOCHOIDIS STOCK BROKERAGE I.S.S.A. may effect transactions in or perform or seek to perform brokerage services for companies covered. The investments discussed in this report may be unsuitable for investors, depending on their specific investment objectives and financial position.