



Eurobank Research Οικονομία και Αγορές

8 ΜΑΡΤΙΟΥ 2006

• Νέες εισαγωγές εταιρειών στο ΧΑ.

• Η υποτιμολόγηση των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών.

• Η πορεία των νέων εισαγωγών μακροπρόθεσμα.

• Προοπτικές των νέων εισαγωγών.

www.eurobank.gr/research

Νέες Εισαγωγές Επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Έλενα Σιμιντζή*

- Οι νεοεισηγμένες επιχειρήσεις, τόσο δημόσιες όσο και ιδιωτικές, είχαν καλύτερη πορεία από το Γενικό Δείκτη του ΧΑ την περίοδο 1996-2003, υποδηλώνοντας τη θετική επίδραση της εισαγωγής στο ΧΑ στη μελλοντική κερδοφορία των επιχειρήσεων και στην οικονομία.
- Οι εισαγωγές δημόσιων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών εξασφαλίζουν κέρδη ακόμη και σε περιόδους πτωτικής αγοράς.
- Τα τελευταία 2 χρόνια εισήχθησαν πολύ μικρές ιδιωτικές επιχειρήσεις, οι οποίες δεν έδειξαν συμπεριφορά καλύτερη από το δείκτη των μικρών εταιρειών.
- Η σημερινή αναθέρμανση του χρηματιστηρίου δεν είναι το μόνο προαπαιτούμενο για ανάκαμψη των νέων εισαγωγών.

Θετική είναι η μακροχρόνια πορεία των αρχικών δημόσιων εγγραφών που πραγματοποιήθηκαν στο ΧΑ την τελευταία δεκαετία σε σχέση με την πορεία του Γενικού Δείκτη της αγοράς. Αυτό αποτελεί βασικό συμπέρασμα της παρούσας έρευνας. Τέτοια έρευνα πραγματοποιείται για πρώτη φορά για το ελληνικό χρηματιστήριο. Η έρευνα διεξάγεται σε ένα δείγμα 71 αρχικών δημόσιων εγγραφών με τρόπο που να διευκολύνει τη σύγκριση μεταξύ δημόσιων και ιδιωτικών επιχειρήσεων. Καταγράφεται η πορεία της μετοχής για το διάστημα των τριών πρώτων ημερών μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, αλλά και έως δύο χρόνια αργότερα. Η έρευνα δείχνει ότι τόσο οι ιδιωτικές όσο και οι δημόσιες επιχειρήσεις είχαν καλύτερη πορεία από αυτή του Γενικού Δείκτη σε όλη την περίοδο 1996-2003. Μάλιστα, οι δημόσιες επιχειρήσεις που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο στη διάρκεια της πτωτικής περιόδου 2000-2003 είχαν θετικές αποδόσεις σε αντίθεση με τις μετοχές των ήδη εισηγμένων εταιρειών που κατέγραψαν σημαντικές ζημιές. Αντίθετα, τα τελευταία δύο χρόνια η εικόνα άλλαξε δραματικά. Καμία δημόσια επιχείρηση δεν εισήχθη στο ΧΑ, ενώ οι ιδιωτικές εταιρείες που εισήχθησαν ήταν μικρές σε μέγεθος. Αν και οι αποδόσεις τους ακολουθούν την ανοδική πορεία της αγοράς, είναι μικρότερες από αυτές του δείκτη των αντίστοιχων μικρών εταιρειών.

Η ανάλυση μας συνοψίζεται ως εξής: το Κεφάλαιο 1 περιγράφει τις νέες εισαγωγές που πραγματοποιήθηκαν την δεκαετία 1996-2005, το Κεφάλαιο 2 αναλύει την απόδοση των μετοχών κατά τις 3 πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης, στα Κεφάλαια 3-4 εξετάζεται η μακροπρόθεσμη πορεία των νέων εισαγωγών της περιόδου 1996-2003 και συγκρίνεται η πορεία των δημόσιων με αυτή των ιδιωτικών επιχειρήσεων, το Κεφάλαιο 5 αναφέρεται στις νέες εισαγωγές που πραγματοποιήθηκαν τη διετία 2004-2005 και τέλος, το Κεφάλαιο 6 περιγράφει τις προοπτικές της αγοράς των αρχικών δημόσιων εγγραφών.

* Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον Καθηγητή και Οικονομικό Σύμβουλο της Eurobank EFG, κ. Γκίκα Χαρδούβελη για την πολύτιμη συμβολή του σε όλα τα στάδια της εκπόνησης της μελέτης αυτής.

Eurobank Research: Οικονομία και Αγορές
ISSN: 1790-6881

Eurobank EFG, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων

Ερευνητική Ομάδα:

Συντάκτης: Γκίκας Χαρδούβελης,
Chief Economist & Director of Research

Δημήτρης Μαλλιαρόπουλος: Research Advisor
Ηλίας Λεγκός: Senior Economist
Μανώλης Δαβραδάκης: Research Economist

Κώστας Βορλόου: Research Economist
Θεοδόσης Σαμπανιώτης: Senior Economic Analyst
Έλενα Σιμιντζή: Economic Analyst
Όλγα Κοσμά: Economic Analyst

Eurobank EFG, Όθωνος 6, 10557 Αθήνα, τηλ (210) 333.7365, Φαξ: (210) 333.7687, <http://www.eurobank.gr/research>

Ρήτρα μη ευθύνης (disclaimer):

Άρθρα, μελέτες, σχόλια κλπ. εκφράζουν αποκλειστικά τις απόψεις του συντάκτη τους. Ανυπόγραφα σημειώματα θεωρούνται της συντάξεως. Άρθρα, μελέτες, σχόλια κλπ., που υπογράφονται από μέλη της συντακτικής επιτροπής, εκφράζουν τις προσωπικές απόψεις του γράφοντα. Απαγορεύεται χωρίς προηγούμενη άδεια η ολική ή μερική αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή ή αναμετάδοση αυτής της έκδοσης σε οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, ηλεκτρονικό, μηχανικό, φωτοαντιγραφικό, ηχογραφικό ή άλλο.

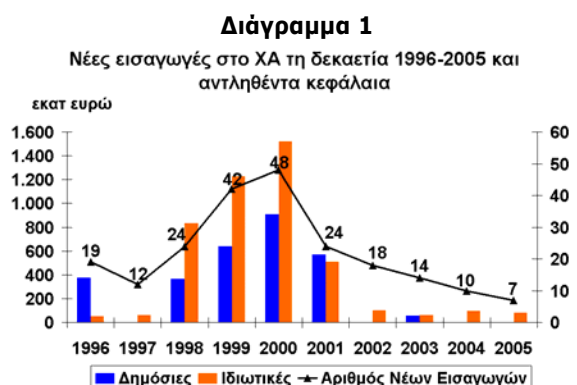
Νέες Εισαγωγές Επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Έλενα Σιμιντζή, Economic analyst

1. Νέες εισαγωγές στο Χρηματιστήριο

Διακόσιες-δέκα-οκτώ νέες εισαγωγές την περίοδο 1996-2003 από τις οποίες οι δεκαπέντε είναι δημόσιων εταιρειών και αντλούν το 39% των συνολικών κεφαλαίων. Τα τελευταία δύο χρόνια καμία δημόσια εταιρεία δεν επέλεξε την εισαγωγή της στο ΧΑ.

Τη δεκαετία 1996-2005 αντλήθηκαν συνολικά €7,5 δις από νέες εισαγωγές στο Χρηματιστήριο Αθηνών, ενώ ο αριθμός των εταιρειών που εισήχθησαν έφτασε τις 218 (Διάγραμμα 1). Από τις 218, οι 15 ή το 6,9% του συνόλου ήταν εταιρείες που ανήκαν στο Δημόσιο. Οι δημόσιες εταιρείες συγκέντρωσαν το 39% των συνολικών κεφαλαίων που αντλήθηκαν στη δεκαετία, αφού σε σύγκριση με τις υπόλοιπες, ήταν κατά μέσο όρο μεγαλύτερες περίπου εννέα φορές. Στην ανάλυση χρησιμοποιούνται και οι 15 εισαγωγές δημόσιων επιχειρήσεων καθώς και εισαγωγές ιδιωτικών επιχειρήσεων αναλόγου μεγέθους. Έτσι καταλήγουμε στο δείγμα των 71 εισαγωγών για την περίοδο 1996-2003. Για το διάστημα 2004-2005, όταν δεν εισήχθη καμία δημόσια επιχείρηση, τα αποτελέσματα αφορούν όλες τις εισαγωγές ιδιωτικών επιχειρήσεων της περιόδου, έστω κι αν αυτές είναι πολύ μικρές σε μέγεθος.



Άνθηση των εισαγωγών ιδιωτικών εταιρειών παρατηρείται στο διάστημα 1998-2000. Μετά την άνοδο του χρηματιστηρίου το 1997 και το ράλι του 1999, πολλές εταιρείες του ιδιωτικού κυρίως τομέα είδαν το χρηματιστήριο ως ελκυστικό τρόπο άντλησης κεφαλαίων. Όμως, στη συνέχεια, το αρνητικό κλίμα που σταδιακά διαμορφώθηκε μετά την πτώση του

χρηματιστηρίου από το 2^ο τρίμηνο του 2000, επέδρασε αρνητικά στον αριθμό των εισαγωγών. Στην πτώση του ενδιαφέροντος συνέβαλε και η ελκυστικότητα του τραπεζικού δανεισμού για τις επιχειρήσεις, οι οποίες δε χρειάζεται να αναζητήσουν φθηνή χρηματοδότηση στη χρηματιστηριακή αγορά καθώς το ετήσιο επιτόκιο χορήγησης βραχυπρόθεσμων δανείων προς επιχειρήσεις μειώθηκε κατά 7,6 ποσοστιαίες μονάδες κατά την περίοδο 1999-2002.

Η ανοδική αγορά της περιόδου 2004-2005, δεν ακολουθήθηκε και από μια αντίστοιχη αύξηση των αρχικών δημόσιων εγγραφών. Μικρές ιδιωτικές εταιρείες εισήχθησαν στο χρηματιστήριο αντλώντας χαμηλό όγκο κεφαλαίων.

2. Η απόδοση κατά τις τρεις πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης

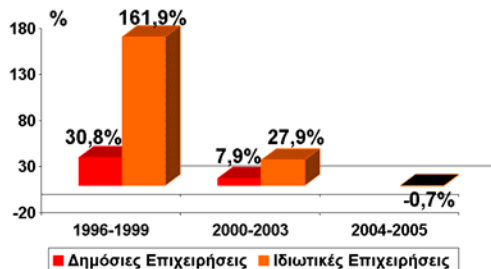
Το φαινόμενο της αρχικής υποτιμολόγησης είναι έντονο στην ανοδική αγορά της περιόδου 1996-1999

Ξεκινάμε την ανάλυση περιγράφοντας τη συμπεριφορά των εισαγωγών τις τρεις πρώτες μέρες διαπραγμάτευσης. Στο Διάγραμμα 2 απεικονίζονται ανά περίοδο οι υπερ-αποδόσεις των πρώτων τριών ημερών διαπραγμάτευσης των δημόσιων και ιδιωτικών επιχειρήσεων, δηλαδή οι αποδόσεις σε σχέση με το Γενικό Δείκτη για τις δύο πρώτες υποπεριόδους και το Δείκτη μικρής κεφαλαιοποίησης για την τελευταία διετία. Οι υπερ-αποδόσεις αφαιρούν την επίδραση της πορείας της συνολικής αγοράς από τις αποδόσεις των νέων εισαγωγών και παρουσιάζουν μια καθαρότερη εικόνα, αν και στην πράξη όχι πολύ διαφορετική από αυτή που δίνουν οι απλές αποδόσεις. Οι υπερ-αποδόσεις των τριών πρώτων ημερών είναι πολύ υψηλές, γεγονός που υποδηλώνει σημαντική αρχική υποτιμολόγηση κατά την εισαγωγή στο ΧΑ. Σημειώνεται ότι κατά το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου, δεν υπάρχουν όρια διακύμανσης των χρηματιστηριακών τιμών κατά τις 3 πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης. Έτσι η τιμή των νεοεισαχθέντων εταιρειών την τρίτη μέρα έχει φτάσει στο σημείο ισορροπίας μεταξύ προσφοράς και ζήτησης.

Το φαινόμενο της αρχικής υποτιμολόγησης είναι ιδιαίτερα έντονο την περίοδο 1996-1999 και αφορά το σύνολο του δείγματος. Ειδικότερα, οι ιδιωτικές εταιρείες που εισήχθησαν στο ΧΑ είναι αυτές που παρουσιάζουν πολύ υψηλές αρχικές υπερ-αποδόσεις, φτάνοντας κατά μέσο όρο το 161,9% την τριετία 1996-1999. Μάλιστα την περίοδο της εκρηκτι-

Διάγραμμα 2

Αρχικές σωρευτικές μέσες υπερ-αποδόσεις των 3 πρώτων ημερών διαπραγμάτευσης (1996-2005)



κής χρηματιστηριακής ανόδου του 1999 οι αποδόσεις των εταιρειών του δείγματος σε σχέση με το δείκτη αγγίζουν το 245,3%.

Την περίοδο 2000-2003 το φαινόμενο της υποτιμολόγησης είναι ηπιότερο. Αντί του 100% της προηγούμενης περιόδου, τώρα το 59% του αριθμού των εταιρειών του δείγματος εμφανίζει θετικές αρχικές σωρευτικές υπερ-αποδόσεις. Πάντως και στην περίοδο αυτή, κατά μέσο όρο, οι ιδιωτικές επιχειρήσεις εμφανίζουν μεγαλύτερα επίπεδα υποτιμολόγησης σε σχέση με τις δημόσιες επιχειρήσεις.

Η τελευταία διετία χαρακτηρίζεται-όπως αναφέραμε- από εισαγωγές μικρών ιδιωτικών εταιρειών. Συνεπώς, ο δείκτης της μικρής κεφαλαιοποίησης FTSE Small Cap 80 είναι περισσότερο αντιπροσωπευτικός για τον υπολογισμό των αρχικών σωρευτικών υπερ-αποδόσεων της περιόδου αυτής. Το φαινόμενο της υποτιμολόγησης δε χαρακτηρίζει τις εισαγωγές της περιόδου. Μάλιστα 10 από τις 17 εταιρείες εμφανίζουν αρχικές υπερ-αποδόσεις με αρνητικό πρόσημο.

3. Η πορεία των νέων εισαγωγών μακροπρόθεσμα (1996-2003)

Θετική και η μακροπρόθεσμη πορεία των νεοεισηγμένων εταιρειών την περίοδο 1996-2003, μετά τις πρώτες τρεις μέρες εισαγωγής

Οι υψηλές αποδόσεις της αρχικής περιόδου προκαλούν αναμφίβολα μεγάλο επενδυτικό ενδιαφέρον, καθώς αποφέρουν υψηλά κέρδη στους επενδυτές. Όμως, πρέπει να εξεταστεί και να αξιολογηθεί και η πορεία των αρχικών δημόσιων εγγραφών μακροπρόθεσμα, πέραν των τριών πρώτων ημερών. Η μακροπρόθεσμη πορεία των εισαγωγών, εκτός από τα κέρδη προς τον επενδυτή, καθρεφτίζει και την αποτελεσματική ή όχι λειτουργία των εταιρειών μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Στα πλαίσια μιας ορθολογικής αγοράς, η οποία αποτιμά σωστά τις μετοχές, η καλή μακροχρόνια πορεία των νεοεισηγμένων εταιρειών υποδηλώνει ότι η μετοχοποίηση αυτή καθεαυτή δημιουργεί καλύτερες συνθήκες οργάνωσης και κερδοφορίας για τις

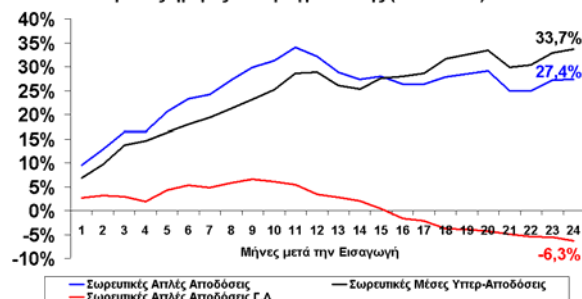
επιχειρήσεις αυτές και, γενικότερα, ωφελεί την οικονομία.

Στην ανάλυσή μας, για κάθε εταιρεία από τις 71 του δείγματος μας, υπολογίζουμε τη σωρευτική απόδοση, καθώς και τη σωρευτική υπερ-απόδοση σε σχέση με το Γενικό Δείκτη του ΧΑ για διάστημα 2 ετών, εξαιρώντας την περίοδο των πρώτων τριών ημερών του Διαγράμματος 2.

Συνολικά, οι σωρευτικές απλές αποδόσεις των νέων εισαγωγών για την περίοδο 1996-2003 είναι θετικές, καθώς οι θετικές σωρευτικές απλές αποδόσεις των εταιρειών που εισήχθησαν πριν το 2000 αντισταθμίζουν τις αρνητικές σωρευτικές αποδόσεις των νέων εισαγωγών που πραγματοποιήθηκαν μετά το 2000. Αξιοσημείωτο όμως είναι το γεγονός ότι οι αρχικές δημόσιες εγγραφές σημειώνουν σε κάθε περίπτωση καλύτερη πορεία από αυτή του Γενικού Δείκτη (Διάγραμμα 3).

Διάγραμμα 3

Μακροχρόνιες αποδόσεις νέων εισαγωγών μετά τις 3 πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης (1996-2003)

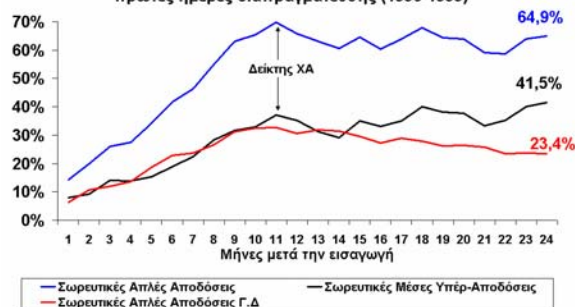


Η θετική πορεία των αρχικών δημόσιων εγγραφών μακροπρόθεσμα χαρακτηρίζει και τις δύο υποπεριόδους που περιλαμβάνονται στο δείγμα, αυτές της ανοδικής και της πτωτικής αγοράς.

Την περίοδο 1996-1999, οι εταιρείες του δείγματος μας χαρακτηρίζονται από θετικές σωρευτικές απλές αποδόσεις, που όμως είναι μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη. Η διαφορά μεταξύ των σωρευτικών απλών αποδόσεων και των υπερ-αποδόσεων αντιστοιχεί στη σωρευτική μέση απόδοση του Δείκτη (Διάγραμμα 4).

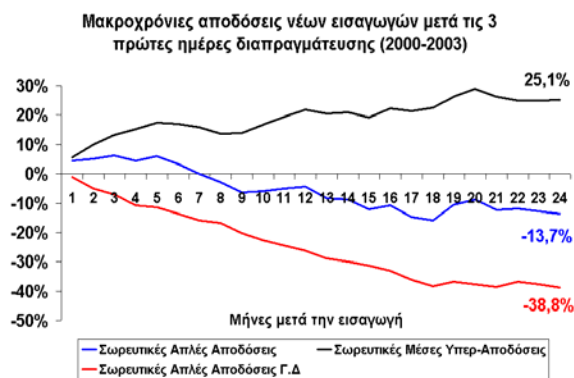
Διάγραμμα 4

Μακροχρόνιες αποδόσεις νέων εισαγωγών μετά τις 3 πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης (1996-1999)



Κατά την περίοδο της πτωτικής αγοράς (2000-2003), οι νέες εισαγωγές παρουσιάζουν αρνητικές σωρευτικές απλές αποδόσεις. Όμως, η πορεία της αγοράς, όπως αυτή εκφράζεται από το Γενικό Δείκτη, εμφανίζεται περισσότερο αρνητική. Έτσι, η εικόνα που μας δίνουν οι υπερ-αποδόσεις είναι θετική, αφού οι αποδόσεις των νέων εισαγωγών είναι μεγαλύτερες από αυτές του Δείκτη (Διάγραμμα 5).

Διάγραμμα 5



Συνεπώς, η καλύτερη σε σχέση με την αγορά απόδοση των νέων εισαγωγών για την οκταετία 1996-2003, αλλά και για τις υποπεριόδους της, συνιστά ένδειξη της εύρυθμης λειτουργίας των εταιρειών μετά την ένταξή τους στην οργανωμένη αγορά του χρηματιστηρίου, η οποία τις υποχρεώνει να τηρούν κανόνες και ν' ακολουθούν διαφανείς διαδικασίες.

4. Παίζει ρόλο για τους επενδυτές αν η εταιρεία εισαγωγής είναι Δημοσίου συμφέροντος;

Οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των νέων εισαγωγών σε κάθε υποπερίοδο συνδέονται και με τον ιδιοκτησιακό χαρακτήρα των εταιρειών

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η σύγκριση της πορείας των μετοχών δημόσιων επιχειρήσεων (συνολικά 15) μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο με την αντίστοιχη πορεία ιδιωτικών επιχειρήσεων. Η σύγκριση αυτή πραγματοποιείται για πρώτη φορά και δείχνει ότι για έναν επενδυτικό ορίζοντα δύο ετών, οι δημόσιες επιχειρήσεις δίνουν κατά μέσο όρο μεγαλύτερες σωρευτικές υπερ-αποδόσεις (44,2%) έναντι των ιδιωτικών επιχειρήσεων (31,1%) (Διάγραμμα 6). Κατά συνέπεια, οι μετοχοποιήσεις αποδείχθηκαν ωφέλιμες για τις ιδιωτικές εταιρείες και ακόμα περισσότερο για τις δημόσιες, λειτουργώντας ευεργετικά για την οικονομία.

Πρέπει να σημειωθεί όμως ότι η περίοδος αυτή περιλαμβάνει την εκρηκτική άνοδο του ΧΑ που κορυφώθηκε το 1999, αλλοιώνοντας έτσι την εικόνα. Η απότομη άνοδος που παρατηρείται στο Διάγραμμα 6

Διάγραμμα 6

Σωρευτικές μέσες υπερ-αποδόσεις νέων εισαγωγών μετά τις 3 πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης (1996-2003)



για τις δημόσιες εταιρείες, 14 μήνες μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο, οφείλεται στο ότι η εισαγωγή των περισσότερων εταιρειών που εξετάζονται έγινε περίπου 14 μήνες πριν την κατακόρυφη άνοδο του Γενικού Δείκτη το καλοκαίρι του 1999.

Αυτό γίνεται εμφανές και στο Διάγραμμα 7, όπου απεικονίζονται οι εισαγωγές της περιόδου 1996-1999. Κατά την περίοδο αυτή, που επικρατούσε κλίμα ευφορίας στην αγορά, οι νεοεισαχθείσες ιδιωτικές εταιρείες έδωσαν υψηλότερες σωρευτικές υπερ-αποδόσεις για το σύνολο των 24 μηνών έναντι των δημόσιων εταιρειών.

Διάγραμμα 7

Σωρευτικές μέσες υπερ-αποδόσεις νέων εισαγωγών μετά τις 3 πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης (1996-1999)



Η σχετική εικόνα μεταξύ δημόσιων και ιδιωτικών εταιρειών αντιστρέφεται την περίοδο 2000-2003 (Διάγραμμα 8). Η σωρευτική μέση υπερ-απόδοση φτάνει το 44,8% στο τέλος της διετούς επενδυτικής περιόδου για τις δημόσιες επιχειρήσεις, έ-

Διάγραμμα 8

Σωρευτικές μέσες υπερ-αποδόσεις νέων εισαγωγών μετά τις 3 πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης (2000-2003)



ναντι 15,8% για τις ιδιωτικές. Το κέρδος δηλαδή για τον επενδυτή μεταφράζεται σε μέση απόδοση που είναι υψηλότερη κατά 44,8% και 15,8% αντίστοιχα από τη μέση απόδοση του Γενικού Δείκτη.

Εδώ πρέπει να τονιστεί ότι η καλύτερη πορεία των δημόσιων εταιρειών δεν φαίνεται μόνο από τη σύγκριση των υπερ-αποδόσεων τους με αυτές των ιδιωτικών εταιρειών, όπως είπαμε παραπάνω. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι δημόσιες επιχειρήσεις πετυχαίνουν και θετικές σωρευτικές απλές αποδόσεις, σε μια πτωτική περίοδο για το χρηματιστήριο. Έτσι, στο Διάγραμμα 9 περιγράφεται η σωρευτική απλή απόδοση για έναν επενδυτή, ο οποίος επενδύει σε χαρτοφυλάκιο αρχικών δημόσιων εγγραφών την τρίτη μέρα μετά την εισαγωγή. Το χαρτοφυλάκιο των ιδιωτικών επιχειρήσεων παρουσιάζει αρνητικές σωρευτικές απλές αποδόσεις μετά τον 7^ο μήνα του διετούς επενδυτικού ορίζοντα. Αντίθετα, το χαρτοφυλάκιο των νέων δημόσιων επιχειρήσεων προσφέρει στον επενδυτή χαμηλές μεν αλλά θετικές σωρευτικές μέσες αποδόσεις. Η απόδοση αυτή μεγιστοποιείται τον 22^ο μήνα, ενώ στο τέλος της επενδυτικής περιόδου γίνεται 7,4%.

Διάγραμμα 9

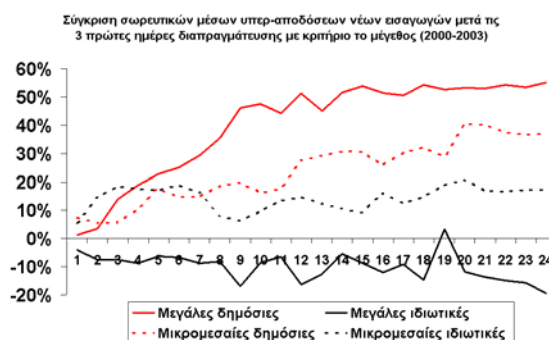


Η καλύτερη πορεία των μετοχών των δημόσιων επιχειρήσεων, μετά την εισαγωγή, σε σχέση με τις μετοχές των ιδιωτικών επιχειρήσεων, κατά την περίοδο 2000-2003, μπορεί να οφείλεται στο μέγεθος των δημόσιων επιχειρήσεων. Είναι γεγονός ότι κατά την περίοδο της πτωτικής αγοράς, οι μετοχές με μεγάλη κεφαλαιοποίηση υπέστησαν μικρότερες ζημιές από τις μικρές και μεσαίες μετοχές, καθώς οι επενδυτές επικεντρώθηκαν στις αμυντικές μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης. Κατά συνέπεια, το μεγάλο μέγεθος των δημόσιων επιχειρήσεων θα μπορούσε να θεωρηθεί υπεύθυνο για τις εξαιρετικά υψηλές αποδόσεις που επιτυγχάνουν.

Για να εξετάσουμε αν το μέγεθος των δημόσιων επιχειρήσεων είναι ο κύριος παράγοντας που εξηγεί την καλύτερη πορεία των μετοχών τους, συγκρίνουμε τις αποδόσεις των μεγάλων δημόσιων εταιρειών με τις αποδόσεις των μεγάλων ιδιωτικών εταιρειών και τις αποδόσεις των μικρομεσαίων δημόσιων εταιρειών με τις αποδόσεις των μικρομεσαίων ιδιωτικών εταιρειών (Διάγραμμα 10). Το αποτέλεσμα αυτής της σύγκρισης είναι ότι οι

υπερβάλλουσες αποδόσεις, σε σχέση με το Γενικό

Διάγραμμα 10



Δείκτη του χρηματιστηρίου, διαφέρουν περισσότερο για τις μεγάλες δημόσιες σε σχέση με τις μεγάλες ιδιωτικές εταιρείες από ότι για τις μικρομεσαίες δημόσιες συγκριτικά με τις μικρομεσαίες ιδιωτικές εταιρείες. Με άλλα λόγια, κατά την περίοδο 2000-2003 οι μετοχές των μεγάλων δημόσιων εταιρειών αποδείχθηκαν περισσότερο αμυντικές από τις μετοχές των αντίστοιχων μεγάλων ιδιωτικών εταιρειών.

Όμως και στην περίπτωση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, οι δημόσιες επιχειρήσεις υπερέχουν των ιδιωτικών. Κατά συνέπεια, πέρα από το μέγεθος των εταιρειών είναι και ο δημόσιος χαρακτήρας τους ένας σημαντικός παράγοντας για την μελλοντική πορεία μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής σε περιόδους πτωτικών αγορών.

5. Αρνητική η εμπειρία των νέων εισαγωγών του 2004-05

Επηρεάστηκαν από το ανοδικό κλίμα οι νέες εισαγωγές της περιόδου 2004-2005, αλλά δεν ξεπέρασαν τα επίπεδα του δείκτη της μικρής κεφαλαιοποίησης

Την περίοδο 2004-2005 εισήχθησαν 17 νέες εταιρείες στο ΧΑ. Όπως φαίνεται στον Πίνακα 1, οι νεοεισαχθείσες εταιρείες είναι κατά κανόνα ιδιωτικές εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης. Για το λόγο αυτό θα συγκρίνουμε τις μακροχρόνιες αποδόσεις των εταιρειών αυτών με τον περισσότερο αντιπροσωπευτικό για αυτές δείκτη της μικρής κεφαλαιοποίησης, FTSE Small Cap 80.

Η πορεία των νέων εισαγωγών τα δύο τελευταία χρόνια (2004-2005) δεν είναι εφάμιλλη με την ανοδική φάση στην οποία βρίσκεται το χρηματιστήριο. Οι νέες εισαγωγές δεν οδηγούν τον ανοδικό κύκλο, αλλά επηρεάζονται θετικά από αυτόν, σημειώνοντας θετικές απλές αποδόσεις. Όμως, λαμβάνοντας υπόψη την περίοδο της χρηματιστηριακής ευφορίας που διανύουμε, οι νέες εισαγωγές δεν είναι καλύτερες από το δείκτη της μικρής κεφαλαιοποίησης.

Πίνακας 1

Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές για τα έτη 2004-2005

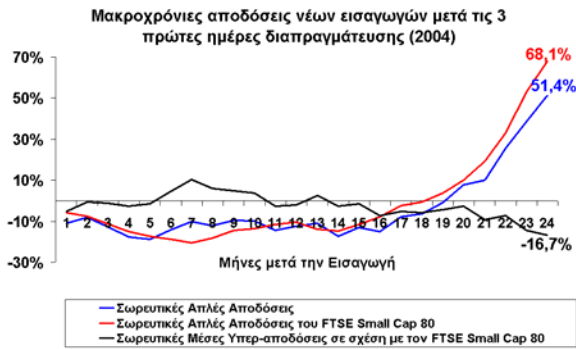
Εταιρεία	Κλάδος	Περίοδος Εγγραφών	Τιμή Προσφοράς	Αντληθέντα Κεφάλαια (εκατ ευρώ)
1.Ι.Κλουκίνας-Ι.Λάππας Τεχνική Οικοδομικών Υλικών- Μηχανημάτων Α.Ε	Κατασκευές	21/01/04-23/01/04	8,50	11,7
2.Ίλυδα ΑΕ	Πληροφορική	28/01/04-30/01/04	4,00	3,2
3.Sprider Α.Ε	Λιανικό Εμπόριο	05/02/04-10/02/04	3,20	24,7
4.Ελινόιλ Ελληνική Εταιρεία Πετρελαίων Α.Ε	Χονδρικό Εμπόριο	12/02/04-17/02/04	6,80	16,0
5*.INTRAMET Μεταλλικές & Ηλεκτρομηχανικές Κατασκευές Α.Ε	Μεταλλικά Προϊόντα	17/02/04-20/02/04	1,90	10,5
6.Γιουρομπρόκερς Μεσίτες Ασφαλείων ΑΕ	Μεσίτες Ασφαλίσεων	10/03/04-12/03/04	2,40	3,0
7.ΑΛΦΑ Γκρίσιν Infotech	Πληροφορική	15/03/04-17/03/04	1,80	2,5
8.ΔΕΛΤΑ Μηχανολογικός Εξοπλισμός και Ολοκληρωμένα Έργα ΑΒΕΤΕ	Μηχανήματα και Είδη Εξοπλισμού	21/04/04-23/04/04	9,78	6,1
9.FHL Mermeren Kombinat AD-Prilep	Μη Μεταλλικά Ορυκτά	28/04/04-30/04/04	7,50	3,5
10.GLOBAL Επενδυτικά Κεφάλαια Νέας Ευρώπης ΑΕΕΧ	Εταιρείες Επενδύσεων	14/9/04-17/09/04	3,22	13,2
11.Σιδηρεμπορική Μακεδονίας ΣΙΔΜΑ ΑΕ	Βασικά Μέταλλα	12-15/4/05	5,30	13,3
12.ΔΙΟΛΚΟΣ ΑΕΕΧ	Εταιρείες Επενδύσεων	15-20/04/05	1,95	1,4
13.ΕΒΙΚ Ανώνυμη Εταιρεία Παραγωγής, Τυποποίησης και Εμπορίας Βιολογικών Προϊόντων	Χονδρικό Εμπόριο	20-22/04/05	3,30	3,4
14.Πειραιώς Επενδύσεις Ακίνητης Περιουσίας Α.Ε.Ε.Α.Π	Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας	07/06/05-10/06/05	2,12	26,5
15.Εμπορική και Εισαγωγική Διτρόχων και Μηχανών Θαλάσσης ΑΕΕ με δ.τ. ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ	Εμπόριο, Συντήρηση και Επισκευή	14/06/05-16/06/05	5,60	7,4
16.Επιχειρήσεις Ήχου και Εικόνας Α.Ε.	Τηλεόραση & Ψυχαγωγία	23/06/05-27/06/05	2,40	9,7
17.Πρότομ Επενδυτική Τράπεζα ΑΕ	Τράπεζες	15/12/05-19/12/05	5,00	17,5

* Παύση διαπραγμάτευσης από 2/1/2006, λόγω απορροφήσεως της από την εταιρεία 'INTRAKOM Κατασκευές Τεχνικών Έργων, Α.Ε'.

Στο Διάγραμμα 11 παρουσιάζονται οι εισαγωγές των 10 εταιρειών που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή το έτος 2004. Οι σωρευτικές απλές αποδόσεις των εταιρειών είναι αρνητικές μέχρι και τον 18^ο μήνα μετά την εισαγωγή, ενώ από το 19^ο μήνα και μέχρι το τέλος της διετούς επενδυτικής περιόδου, σημειώνουν έντονη ανοδική πορεία. Αυτό που καταδεικνύει όμως την αρνητική πορεία των νέων

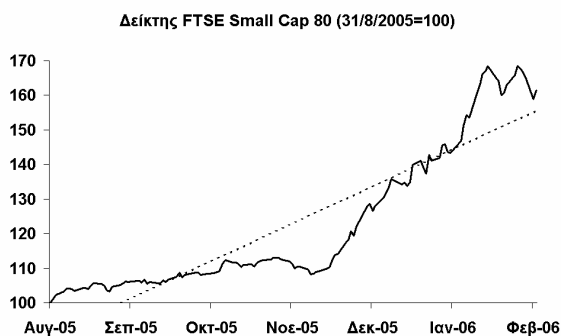
εταιρειών μακροπρόθεσμα είναι η σύγκριση της επίδοσής τους με αυτή του περισσότερο αντιπροσωπευτικού γι' αυτές δείκτη της μικρής κεφαλαιοποίησης. Η σωρευτική υπερ-απόδοση είναι περίπου μηδενική για τους 19 πρώτους μήνες, ενώ φτάνει το -16,7% στο τέλος της διετίας.

Διάγραμμα 11



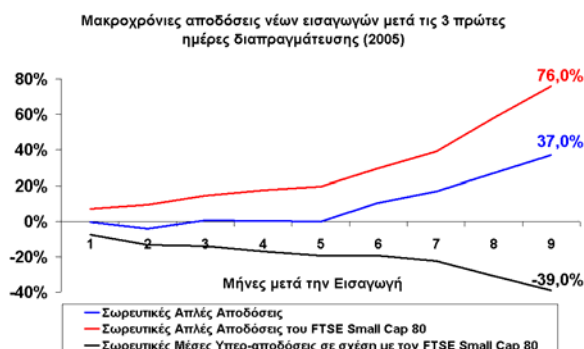
Πρέπει να διευκρινιστεί ότι η απότομη αύξηση των σωρευτικών αποδόσεων μετά τον 19^ο μήνα και η απόκλιση που παρουσιάζουν από τις σωρευτικές μέσες υπερ-αποδόσεις οφείλεται στο ότι οι μήνες 19-24 της διετούς επενδυτικής περιόδου για όλες σχεδόν τις εταιρείες αναφέρονται, σε πραγματικό χρόνο, σε περιόδους μετά τον Αύγουστο του 2005. Δηλαδή αναφέρονται σε μια περίοδο όπου ο δείκτης FTSE Small Cap 80 σημείωσε απότομη άνοδο (Διάγραμμα 12), την οποία ακολούθησαν αλλά δεν ξεπέρασαν οι νέες εισαγωγές.

Διάγραμμα 12



Η πορεία των 7 νέων εισαγωγών που πραγματοποιήθηκαν το 2005 παρουσιάζονται για έναν επενδυτικό ορίζοντα 9 μηνών (Διάγραμμα 13). Η εικόνα που αποτυπώνεται για τις εισαγωγές αυτές είναι εξίσου αρνητική. Αν και οι απλές σωρευτικές αποδόσεις είναι θετικές, οι νέες μετοχές σημειώνουν χειρότερη συμπεριφορά από το δείκτη της μικρής

Διάγραμμα 13



κεφαλαιοποίησης. Η μεγάλη απόκλιση μεταξύ των δύο αποδόσεων αιτιολογείται και σ' αυτή την περίπτωση από τη μεγάλη άνοδο του δείκτη της μικρής κεφαλαιοποίησης κυρίως μετά τον Αύγουστο 2005.

6. Προοπτικές νέων εισαγωγών

Θετικές οι προοπτικές των νέων εισαγωγών μόνο υπό προϋποθέσεις

Το μεγάλο ερώτημα που τίθεται σήμερα είναι ποιά θα είναι η μελλοντική εξέλιξη της αγοράς των αρχικών δημόσιων εγγραφών. Η εμπειρία της τελευταίας δεκαετίας βοηθά στην απάντηση του ερωτήματος αυτού, εμπλουτίζοντας τα δεδομένα που διαμορφώνουν την άποψή μας αλλά και διδάσκοντας ότι κάθε περίοδος είναι ιδιαίτερη και μόνο έτσι πρέπει να αξιολογείται.

Σήμερα η χρηματιστηριακή αγορά διανύει μια ανοδική φάση. Το θετικό κλίμα τροφοδοτείται κυρίως από ξένους επενδυτές, που στην πλειοψηφία τους είναι θεσμικοί. Οι Έλληνες έχουν αναλάβει το ρόλο του πωλητή μετοχών, τόσο της μεγάλης όσο και της μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης, σε ξένους επενδυτές. Χαρακτηριστικά τον Ιανουάριο 2006, οι καθαρές πωλήσεις, για το σύνολο των μετοχών, των εγχώριων επενδυτών ανήλθαν σε €513,93 εκατ., οι καθαρές αγορές των ξένων επενδυτών άγγιξαν τα €522,07 εκατ., ενώ λοιποί επενδυτές- με μη καταχωρημένη χώρα φορολογικής κατοικίας- πώλησαν μετοχές αξίας €8,15 εκατ. Οι τοποθετήσεις των ξένων αφορούν κυρίως τη μεγάλη κεφαλαιοποίηση (56,38%, Ιαν 2006), αλλά και ορισμένες μετοχές της μεσαίας κεφαλαιοποίησης.

Στο επόμενο διάστημα αναμένεται η εισαγωγή στο ΧΑ δημόσιων επιχειρήσεων, όπως το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο ή το αεροδρόμιο Ελευθέριος Βενιζέλος, ύστερα από μια διετία όπου καμία δημόσια επιχείρηση δεν εισήχθη στο χρηματιστήριο. Η εισαγωγή των εταιριών αυτών θα πραγματοποιηθεί σε μια αγορά πιο ώριμη σε σχέση με το παρελθόν. Το ενδιαφέρον των επενδυτών είναι ήδη έντονο και πιστεύουμε ότι οι εταιρείες αυτές θα σημειώσουν μια θετική πορεία μακροπρόθεσμα.

Από την άλλη μεριά, η λίστα των υποψήφιων προς εισαγωγή στο ΧΑ εταιριών, αποτελείται από μικρές στην πλειοψηφία τους, ιδιωτικές επιχειρήσεις. Προφανώς, μέχρι πρόσφατα οι μεγαλύτερες εταιρείες δεν αξιολογούσαν τις προοπτικές εισαγωγής τους τόσο θετικά ώστε να επιχειρήσουν την εισαγωγή τους στο ΧΑ. Πιθανόν η εφαρμογή των διεθνών λογιστικών προτύπων, που αποτελούν υποχρέωση για τις εισηγμένες εταιρείες, να αποτελούσε ανασταλτικό παράγοντα. Επίσης, οι μνήμες της πτώσης του χρηματιστηρίου ήταν ακόμα έντονες, ενώ το επενδυτικό ενδιαφέρον των εγχώριων επενδυτών συγκρατημένο.

Είναι πιθανό το θετικό κλίμα που επικρατεί στην αγορά να συντελέσει και στην ανάκαμψη του

ενδιαφέροντος των ιδιωτικών εταιρειών. Έτσι, η ανοδική φάση στην οποία βρεθήκαμε σε συνδυασμό με το αυξημένο ενδιαφέρον ξένων επενδυτών δημιουργεί μεγάλες προσδοκίες για την πορεία μεγάλου μεγέθους, αναγνωρίσιμων εταιρειών, που θα επιλέξουν την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο σε λογική τιμή. Δεν αποκλείεται όμως και μικρότερες εκδόσεις να σημειώσουν θετική πορεία, ιδιαίτερα αν παρατηρηθεί εντονότερο ενδιαφέρον των εγχώριων μικροεπενδυτών. Απαραίτητη προϋπόθεση όχι μόνο για την ανάκαμψη της αγοράς των νέων εισαγωγών αλλά και για τη διατήρησή της μακροπρόθεσμα, αποτελεί η ποιότητα των εταιρειών, καθώς και η σωστή αποτίμησή τους κατά την εισαγωγή.

Συμπεράσματα

Μελετήσαμε την εμπειρία των νέων εισαγωγών στο ΧΑ κατά την τελευταία δεκαετία και καταλήγουμε σε σημαντικά συμπεράσματα:

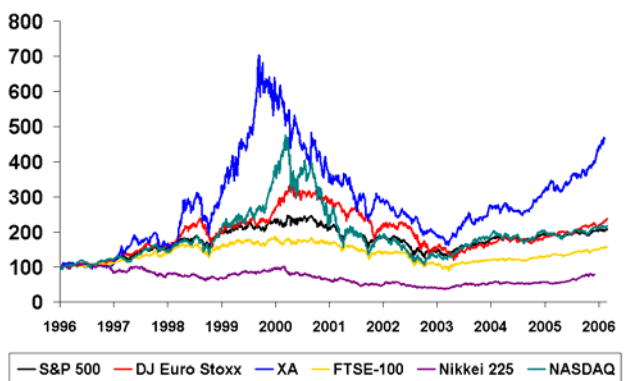
- το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των νέων μετοχών είναι ιδιαίτερα έντονο την περίοδο της χρηματιστηριακής έκρηξης του ΧΑ και χαρακτηρίζει περισσότερο τις ιδιωτικές επιχειρήσεις. Οι δημόσιες επιχειρήσεις εισάγονται σε πιο λογικές τιμές, που αντικατοπτρίζουν τα θεμελιώδη μεγέθη τους.
- οι νέες εισαγωγές του δείγματός μας, που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1996-2003, αποτιμώνται θετικά από το χρηματιστήριο. Οι νεοεισηγμένες επιχειρήσεις πετυχαίνουν υψηλότερες αποδόσεις από αυτές του χαρτοφυλακίου της αγοράς.
- η θετική μακροπρόθεσμη πορεία των νέων εισαγωγών της δεκαετίας 1996-2003, υποδηλώνει την καλύτερη λειτουργία των εταιρειών που εισήχθησαν στην οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, η οποία απαιτεί την τήρηση κανόνων και τη διαφανή λειτουργία των εταιρειών.
- η σύγκριση της πορείας των νέων μετοχών μεταξύ δημόσιων και ιδιωτικών εταιρειών είναι συνάρτηση και της χρηματιστηριακής συγκυρίας.
- την περίοδο 1996-1999, οι ιδιωτικές επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη απόδοση από τις δημόσιες επιχειρήσεις.
- το διάστημα 2000-2003, οι δημόσιες επιχειρήσεις ξεχωρίζουν και για το λόγο ότι σημειώνουν θετικές απλές αποδόσεις, την περίοδο που ο Γενικός Δείκτης σημειώνει αρνητικές αποδόσεις.
- η καλύτερη μακροχρόνια εικόνα των δημόσιων επιχειρήσεων στην πτωτική αγορά της περιόδου 2000-2003, αντιπροσωπεύει περισσότερο τις μεγάλες δημόσιες σε σχέση με τις μεγάλες ιδιωτικές εταιρείες. Καταλυτικός παράγοντας όμως είναι σε κάθε περίπτωση ο δημόσιος χαρακτήρας των εταιρειών.

- οι νέες εισαγωγές μικρών επιχειρήσεων, την τελευταία διετία, ακολουθούν τον ανοδικό κύκλο αλλά η απόδοσή τους είναι μικρότερη της απόδοσης των εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης του δείκτη FTSE Small Cap 80.
- η αναθέρμανση του χρηματιστηρίου δεν είναι το μοναδικό προσπαιτούμενο για την αναζωπύρωση του ενδιαφέροντος για νέες εισαγωγές. Αν όμως εκδηλωθεί ενδιαφέρον από μεγάλες επιχειρήσεις, που θα συνδυάζουν ποιότητα, αναγνώριση και λογικές αρχικές αποτιμήσεις, η αναθέρμανση έχει μεγαλύτερη πιθανότητα.

Ανεξαιρέτως επενδυτικού κλίματος, η θετική πορεία των μετοχικών αποδόσεων των εταιρειών εξαρτάται και από την καλή οικονομική πορεία των επιχειρήσεων, τη βελτίωση των οικονομικών μεγεθών τους, την αποτελεσματικότερη διοίκησή τους ή την εξυγίανση και αναδιάρθρωση των δομών τους. □

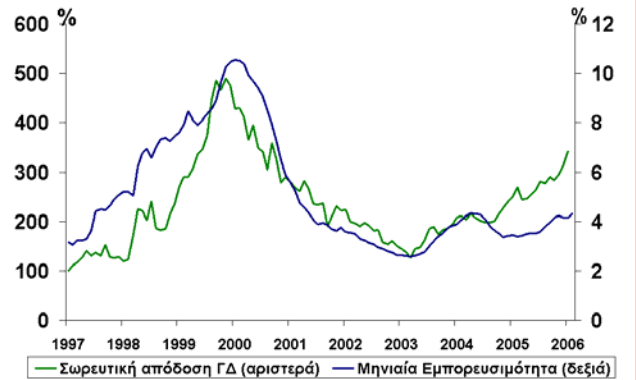
Η Εικόνα του Ελληνικού Χρηματιστηρίου

Χρηματιστηριακοί δείκτες



Το ελληνικό χρηματιστήριο καταγράφει σημαντικά κέρδη για τρεις συνεχείς χρονιές

Γενικός δείκτης τιμών και εμπορευσιμότητα ΧΑ



Τα υψηλότερα επίπεδα του δείκτη υποστηρίζονται από μια σημαντική αύξηση της εμπορευσιμότητας των μετοχών, η οποία μετριέται από το λόγο της μέσης αξίας των συναλλαγών προς την κεφαλαιοποίηση του χρηματιστηρίου

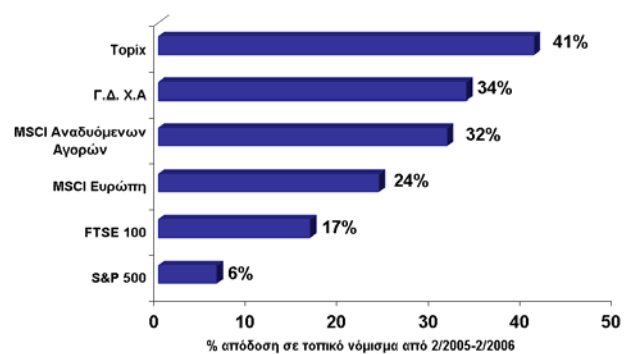
Τιμή προς κέρδη (P/E)

		1990-2005	2005	2006 π*
ΗΠΑ	S&P 500	22	17	15
Ευρωζώνη	MSCI EMU	17	14	12
Ιαπωνία	TOPIX	49	19	17
Ηνωμένο Βασίλειο	FTSE-100	17	13	12
Ελλάδα	MSCI Greece	16	17	15
Αναπτυσσόμενες Αγορές	MSCI EM Free	16 ¹	11	10
Κόσμος	MSCI AC World	21	15	13

* Προβλέψεις Eurobank Research
¹ 2001-2005

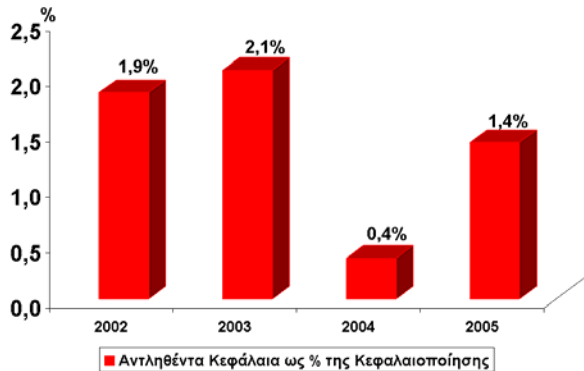
Ο υψηλότερος λόγος τιμών προς κέρδη του ελληνικού χρηματιστηρίου σε σχέση με τον αντίστοιχο λόγο της Ευρωζώνης αντανακλά προσδοκίες για υψηλότερο ρυθμό μεταβολής των κερδών των ελληνικών εταιρειών.

Αποδόσεις βασικών δεικτών το διάστημα 2/2005-2/2006.



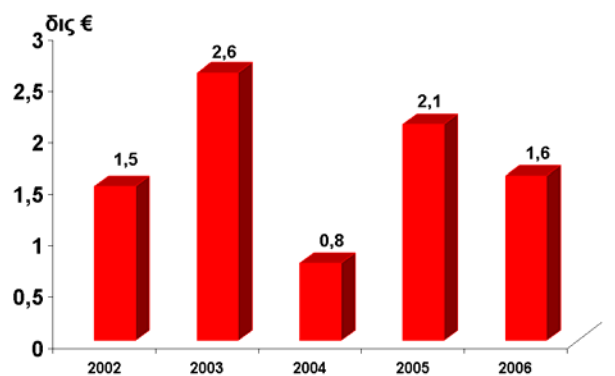
Τα Διεθνή Χρηματιστήρια έδωσαν μεγάλες αποδόσεις την περίοδο αυτή. Ο Γενικός Δείκτης του ΧΑ βρίσκεται πολύ ψηλά στην κατάταξη πετυχαίνοντας απόδοση 34%.

Συνολικά αντληθέντα κεφάλαια από έκδοση μετοχών ως προς την κεφαλαιοποίηση



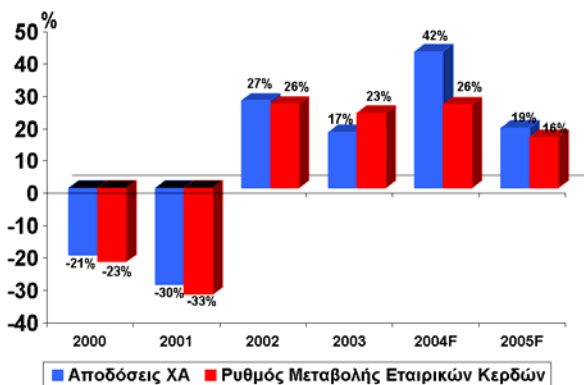
Η συνολική άντληση κεφαλαίων από Δημόσιες Εγγραφές και Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου αυξάνεται σημαντικά στο 1,4% της κεφαλαιοποίησης το 2005 από 0,4% το 2004.

Έσοδα Δημοσίου: αποκρατικοποιήσεις



Οι πιθανές εισαγωγές στο χρηματιστήριο δημόσιων επιχειρήσεων προβλέπεται να συντελέσουν στην αύξηση των εσόδων από αποκρατικοποιήσεις στο €1,6 δισ το 2006.

Αποδόσεις ΧΑ και ετήσιος ρυθμός μεταβολής κερδών των εταιρειών



Η κερδοφορία των εταιρειών βελτιώθηκε σημαντικά τα τελευταία 3 χρόνια υποστηρίζοντας την ανοδική πορεία των τιμών των μετοχών.

Σημείωση: Ο ρυθμός μεταβολής των κερδών των εταιρειών αναφέρεται στην επόμενη χρονιά. Ο ρυθμός μεταβολής των κερδών ανά μετοχή υπολογίζεται ως σταθμικός μέσος όρος 60 εταιρειών.

Διεθνή χρηματιστήρια: κερδοφορία

Ρυθμός Μεταβολής Κερδών/Μετοχή		2002-2005 ¹	2005	2006π
ΗΠΑ	S&P 500	7	14	13
Ευρωζώνη	MSCI EMU	3,5	10	10
Ιαπωνία	TOPIX	12,2	29	12
Ηνωμένο Βασίλειο	FTSE-100	5	12	8
Ελλάδα	MSCI Greece	5	21	17
Αναπτυσσόμενες Αγορές	MSCI EM Free	12	7	14
Κόσμος	MSCI AC World	20	13	12

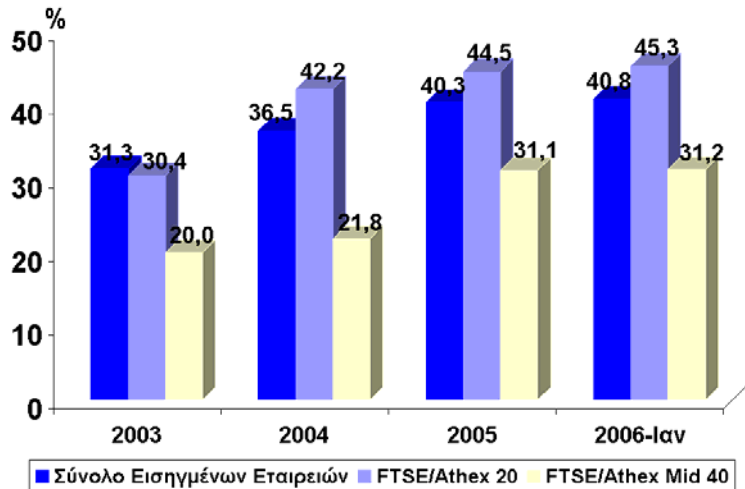
¹ Μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής

² Μέσος της περιόδου 2003-2005

³ π. προβλέψεις Eurobank Research

Οι ρυθμοί μεταβολής των κερδών των ελληνικών εταιρειών το 2006 αναμένεται να παραμείνουν από τους υψηλότερους διεθνώς

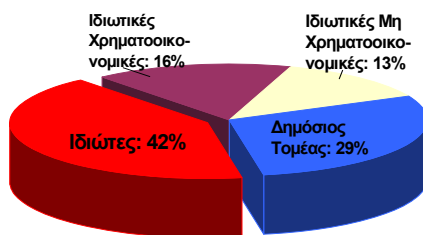
Ποσοστιαία συμμετοχή ξένων επενδυτών στην κεφαλαιοποίηση του ΧΑ



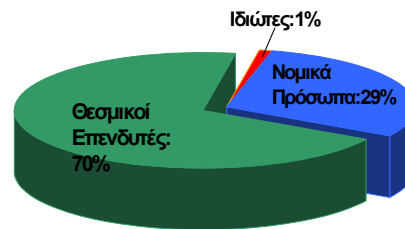
Η συμμετοχή των ξένων επενδυτών στην κεφαλαιοποίηση του ΧΑ αυξήθηκε σημαντικά τα τελευταία τρία χρόνια. Από το 2005, το επενδυτικό ενδιαφέρον στρέφεται και προς τη μεσαία κεφαλαιοποίηση.

Ποσοστιαία συμμετοχή επενδυτών στην κεφαλαιοποίηση του ΧΑ (Ιανουάριος 2006)

Εγχώριοι Επενδυτές



Ξένοι Επενδυτές



Οι θεσμικοί επενδυτές είναι οι κύριοι ξένοι 'παίκτες' στο ΧΑ. Το ποσοστό συμμετοχής τους είναι 70% τον Ιανουάριο 2006 έναντι 65% το Δεκέμβριο 2004.