
Οι ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ με ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ



Με την ευγενική χορηγία



Οι Εισηγμένες Εταιρίες Αντλούν Κεφάλαια από τους
Επενδυτές με Αντάλλαγμα Επενδυτικές Ευκαιρίες

**Ο πίνακας της ζωγράφου Άννας Μαρίας Κτενιουδάκη
παρουσιάζεται στο εξώφυλλο της μελέτης**

Χορηγοί Ακαδημαϊκής Έρευνας & Ανάλυσης

Αγορών Χρεογράφων

της “**Valuation & Research Specialists**”

και του “**Investment Research & Analysis Journal**”

ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΓΕΡΜΑΝΟΣ



ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΓΕΚ



ΛΑΝ-NET



ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ



Valuation &
Research
Specialists



Ο Οίκος Έρευνας & Ανάλυσης “VRS” δραστηριοποιείται στην παροχή εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε εταιρικούς πελάτες υψηλών προδιαγραφών που δραστηριοποιούνται σήμερα στην εγχώρια και τη διεθνή κεφαλαιαγορά.

Κύρια αποστολή του είναι η προσφορά υψηλού επιπέδου έρευνας, ανάλυσης και αποτίμησης εταιριών, μέσω της συστηματικής παρακολούθησης και μελέτης όλων των χρηματοοικονομικών εξελίξεων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Οι συντελεστές του οίκου “VRS” διαθέτουν πολυετή εμπειρία στο χώρο της εγχώριας και διεθνούς οικονομίας καθώς και σε πεδία έρευνας και ανάλυσης των κεφαλαιαγορών, με παράλληλη εξειδίκευση στους τομείς της ανάλυσης και αποτίμησης εισηγμένων και μη εταιριών.

Οι Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με Καταβολή Μετρητών

Οι Εισηγμένες Εταιρίες Αντλούν Κεφάλαια από τους Επενδυτές με Αντάλλαγμα Επενδυτικές Ευκαιρίες



Από το «Investment Research & Analysis Journal»
Υπεύθυνος Ανάλυσης: Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης (*)

Οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών παρέμειναν για πολλά χρόνια, μετά από το έτος 2000, στη σκιά των χρηματιστηριακών δρώμενων της Σοφοκλέους. Η αρνητική χρηματιστηριακή συγκυρία που αποτέλεσε για πολλά έτη το κυρίαρχο στοιχείο της αγοράς, αποθάρρυνε τις εισηγμένες επιχειρήσεις να αντλήσουν κεφάλαια μέσω της έκδοσης νέων μετοχών, καθώς δεν διαφαινόταν ότι οι θεσμικοί αλλά και οι ιδιώτες επενδυτές θα εκτιμούσαν ιδιαίτερα τις προοπτικές πολλών εταιριών ώστε να συμμετάσχουν σε μία ενδεχόμενη αύξηση του κεφαλαίου τους.

Καθώς εδώ και 3 περίπου χρόνια, το γενικότερο χρηματιστηριακό κλίμα φαίνεται να διαφοροποιείται προς μία θετικότερη τροχιά, οι εισηγμένες εταιρίες δείχνουν να εξετάζουν με μεγαλύτερη προθυμία το ενδεχόμενο αύξησης του μετοχικού τους κεφαλαίου. Από την άλλη πλευρά, οι επενδυτές, έχοντας λάβει μία πρώτη «καλή γεύση» από τη συνολική άνοδο των τιμών των μετοχών κατά την τελευταία ζετία, δείχνουν λιγότερο επιφυλακτικοί στην τοποθέτηση των κεφαλαίων τους σε εταιρίες που προχωρούν σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου και παράλληλα επιδεικνύουν δυνατότητες συνέχισης μιας θετικής πορείας σε επίπεδο οικονομικών μεγεθών στο μέλλον.

Τελικά όμως, οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών αποτελούν ή όχι επενδυτική ευκαιρία; Υπό ποιες προϋποθέσεις προσελκύουν τα επενδυτικά κεφάλαια και για ποιο λόγο προκαλούν επιφυλακτικότητα στη χρηματιστηριακή αγορά οι παλαιότερες εμπειρίες; Μία σειρά από κρίσιμα ζητήματα θα πρέπει συνεπώς να συζητηθούν και να αιτιολογηθούν.

Ειδικότερα:

1) **Η συμμετοχή στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου ισοδυναμεί με ανανέωση της εμπιστοσύνης ενός επενδυτή που κατέχει ήδη μετοχές στην εισηγμένη εταιρία.** Για παράδειγμα, εάν ένας επενδυτής είναι κάτοχος μιας μετοχής, η οποία κατά τα τελευταία 3 χρόνια έχει επιτύχει μέση ετήσια απόδοση της τάξεως του 20%-30%, λόγω σημαντικής αύξησης της κερδοφορίας της εισηγμένης εταιρίας, τότε είναι πιθανό εάν η εισηγμένη επιχείρηση προσφέρει στον εν λόγω επενδυτή περισσότερες μετοχές για να αγοράσει, ο ίδιος να δυσκολευθεί να αρνηθεί ενόψει αυτής της ιδιαίτερα θετικής προϋστορίας.

2) **Η εισηγμένη επιχείρηση πετυχαίνει σημαντικές οικονομικές επιδόσεις για αρκετό χρονικό διάστημα, με αποτέλεσμα η χρηματιστηριακή αγορά να μπορεί να πεισθεί ότι μία τέτοια πορεία είναι δυνατό να συνεχισθεί με επιτυχία.** Όπως είναι φυσικό, πολύ σπάνια μία εισηγμένη εταιρία θα ζητήσει κεφάλαια από την αγορά, εάν τα προηγούμενα χρόνια «δημιουργούσε» συνεχώς ζημιές στα αποτελέσματά της ή η κερδοφορία της έβαινε διαρκώς μειούμενη. Εάν μία τέτοια εταιρία «βγει στην αγορά» και ζητήσει κεφάλαια, τότε οι επενδυτές θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικοί στην αγορά νέων μετοχών από την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου. Η ιστορία πάντως έχει αποδείξει ότι τέτοιου είδους εγχειρήματα δεν στέφονται από ιδιαίτερη επιτυχία.

3) **Η επιλογή του χρόνου της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου ενδέχεται να σηματοδοτεί ότι η Διοίκηση της εισηγμένης εταιρίας θεωρεί την τρέχουσα τιμή της μετοχής της, ως την υψηλότερη δυνατή για να αντλήσει τα υψηλότερα δυνατά κεφάλαια από την αγορά.** Αυτή είναι μία σχετικά γνωστή ερμηνεία που δίνεται σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που δεν φέρνουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα στην τιμή της μετοχής αρκετούς μήνες μετά από την αύξηση κεφαλαίου, είτε διότι η εισηγμένη εταιρία έχει ήδη φθάσει σε υψηλό σημείο οικονομικών επιδόσεων και δεν μπορεί να «πάει» υψηλότερα, είτε διότι η τιμή διάθεσης της μετοχής ήταν ιδιαίτερα υψηλή κατά την αύξηση κεφαλαίου (δηλαδή η τιμή ήταν ακριβή, με υψηλούς πολλαπλασιαστές κερδών και λογιστικής αξίας).

4) **Η χρήση των νέων κεφαλαίων αποτελεί ένα κρίσιμο στοιχείο στη διαμόρφωση των μελλοντικών προοπτικών, τις οποίες η εισηγμένη εταιρία «υπόσχεται» ότι θα παρουσιάσει όταν ζητά κεφάλαια από τους επενδυτές.** Στην πράξη μάλιστα, ο τρόπος επένδυσης των κεφαλαίων είναι η αφετηρία μιας αποτελεσματικής ανάπτυξης μεγεθών για την εκάστοτε εισηγμένη επιχείρηση. Συνεπώς, ο επενδυτής πρέπει να είναι ιδιαίτερα επιφυλακτικός όταν τα κεφάλαια χρησιμοποιούνται κυρίως για εξαγορές, και όχι για επενδύσεις οι οποίες έχουν ως στόχο την οργανική ανάπτυξη.

5) **Σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, αποδεικνύεται ότι η απόκτηση μετοχών από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου δεν οδηγεί σε ιδιαίτερα υψηλές αποδόσεις.** Η εισηγμένη εταιρία, όπως προαναφέρθηκε, έχει φθάσει σε μία μέγιστη επίδοση οικονομικών μεγεθών, και για να συνεχίσει αυτήν την πορεία θα χρειασθεί αρκετός χρόνος προκειμένου να επενδυθούν τα αντληθέντα κεφάλαια με αποδοτικό τρόπο. Επίσης, η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με την έκδοση νέων μετοχών έχει ως αποτέλεσμα την προσαρμογή της τιμής της μετοχής σε χαμηλότερα επίπεδα. Όσο πιο μεγάλη είναι η αύξηση κεφαλαίου τόσο σημαντικότερη είναι η προσαρμογή της τιμής

της μετοχής. Το χρονοδιάγραμμα επίσης δύναται να είναι αρκετές φορές μεγάλο σε διάρκεια, με αποτέλεσμα αυτό να δημιουργεί μία νευρική κατάσταση στην αγορά μέχρι την οριστικοποίηση και υλοποίηση της εν λόγω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.

6) Η εισηγμένη εταιρία παρουσιάζει οικονομικές προβλέψεις στις οποίες πρέπει να βασισθεί ο επενδυτής και να αποφασίσει εάν θα συμμετάσχει ή όχι στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Ποια σενάρια όμως παρουσιάζονται αμέσως μετά; Συνήθως, οι προβλέψεις αυτές εκπονούνται μέσα σε ένα κλίμα ευφορίας ή σε αρκετές περιπτώσεις εμπεριέχουν ένα έντονο στοιχείο μεροληψίας, καθώς όσο ωραιότερη μελλοντική εικόνα παρουσιάζεται, τόσο υψηλότερα κεφάλαια δύνανται να αντληθούν από τη χρηματιστηριακή αγορά. Η ιστορία έχει αποδείξει ότι οι προβλέψεις αυτές δεν επαληθεύονται εύκολα ή και καθόλου, ιδιαίτερα στις περιπτώσεις κατά τις οποίες η εισηγμένη εταιρία έχει ήδη διανύσει μία έντονη ανοδική πορεία οικονομικών μεγεθών, πριν από την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου. Σύμφωνα με μελέτες, η πρόβλεψη των οικονομικών μεγεθών σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα είναι περισσότερο εφικτή, ενώ σε μακροπρόθεσμο είναι σχεδόν αδύνατο να επαληθευτεί. Παρά το γεγονός αυτό όμως, είναι χαρακτηριστικό ότι πολλές εισηγμένες εταιρίες έχουν «πέσει έξω» ακόμη και σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα όσον αφορά στις οικονομικές τους προβλέψεις, όπως για παράδειγμα στους κλάδους των μετάλλων, του πετρελαίου κ.λ.π..

7) Σε περιπτώσεις που υπάρχει κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων, μειώνεται η συμμετοχή του «παλαιού» επενδυτή στην εισηγμένη εταιρία. Το γεγονός αυτό αποτελεί πηγή προβληματισμού περισσότερο για τους βασικούς μετόχους μιας εισηγμένης εταιρίας και λιγότερο για τους θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές. Η κατάργηση αυτή μπορεί να συμβεί σε περιπτώσεις εισόδου στρατηγικών επενδυτών στο μετοχικό κεφάλαιο μιας εισηγμένης εταιρίας, των οποίων η παρουσία κρίνεται απαραίτητη για την οικονομική της ανάπτυξη στο μέλλον.

8) Μία σημαντική προϋπόθεση για να επιτύχουν οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου είναι η ύπαρξη θετικής συμπεριφοράς της μετοχής της εκάστοτε εισηγμένης εταιρίας στο χρονικό διάστημα που προηγείται της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου.

9) Η εισαγωγή των νέων μετοχών που προέρχονται από την εκάστοτε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ενισχύει την προσφορά μετοχών στο σύστημα, και ενδέχεται, εάν η βραχυχρόνια χρηματιστηριακή συγκυρία είναι αρνητική, να προκαλέσει σημαντική φθορά στην τιμή της μετοχής.

Συμπερασματικά, οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου αποτελούν επενδυτικές ευκαιρίες υπό προϋποθέσεις, και η ελκυστικότητά τους συρρικνώνεται σημαντικά όταν πραγματοποιούνται σε μη ευνοϊκές χρηματιστηριακές συγκυρίες. Ο χρονισμός (timing) της υλοποίησης μιας αύξησης μετοχικού κεφαλαίου αποτελεί τον υπ' αριθμόν έναν παράγοντα επιτυχούς έκβασης του εγχειρήματος και μεγιστοποιεί την πιθανότητα επίτευξης θετικών αποδόσεων για τα κεφάλαια των επενδυτών που συμμετέχουν στην εν λόγω αύξηση κεφαλαίου.

(*) Υπεύθυνος Ανάλυσης Αγοράς & Μετοχών
“VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS”
Σύμβουλος METAXOANTINGK για την S&P's Governance Services

Value Invest - www.valueinvest.gr
Investment Research & Analysis Journal - www.iraj.gr

Προσαρμογή της Τιμής της Μετοχής

Η προσαρμογή της τιμής της μετοχής συνεπεία μιας αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, γίνεται σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στις κανονιστικές αποφάσεις του Δ.Σ. του Χ.Α. Απόφαση 37/8.7.2004, «Προσαρμογή τιμών κινητών αξιών», ως εκάστοτε ισχύει. Πιο συγκεκριμένα:

Η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής, T_{π} , ισούται:

$$T_{\pi} = [(N_0 * T_{\kappa}) + (N_1 * T_{\delta})] / (N_0 + N_1)$$

T_{π} = προσαρμοσμένη τιμή μετοχής (μετά την εταιρική πράξη)

N_0 = αριθμός παλαιών μετοχών της Εταιρείας

T_{κ} = τιμή κλεισίματος μετοχής (προ της εταιρικής πράξης)

T_{δ} = τιμή διάθεσης μετοχής

N_1 = αριθμός νέων μετοχών της Εταιρείας από καταβολή μετρητών

Χρονοδιάγραμμα Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου

Γεγονός

Απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων
Ανακοίνωση η οποία αναφέρει τον τρόπο και τον τόπο διάθεσης του Ενημερωτικού Δελτίου
Δημοσίευση Ενημερωτικού Δελτίου
Έγκριση Ενημερωτικού Δελτίου από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
Έγκριση της αύξησης από το Υπουργείο Ανάπτυξης
Λήξη περιόδου κάλυψης της Αύξησης του Μετοχικού Κεφαλαίου
Ανακοίνωση για την κάλυψη της Αύξησης του Μετοχικού Κεφαλαίου
Έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών από την Αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου – Προσαρμογή της τιμής της μετοχής

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) και στην παρούσα ανάλυση (ή γενικά παρουσίαση) βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία, επίσημες ανακοινώσεις και άλλες εξειδικευμένες πηγές πρωτογενούς ή δευτερογενούς έρευνας, οι οποίες κατά την άποψη των εκπροσώπων του δικτυακού τόπου είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικειμένου. Το IRAJ δεν έχει προβεί σε πρωτογενή ή εμπειριστατωμένο έλεγχο του συνόλου των αναγραφόμενων πληροφοριών / στοιχείων και κατά συνέπεια δεν εγγυάται με απόλυτο τρόπο την ποιοτική και ποσοτική ακρίβεια των δεδομένων και απόψεων που εμπεριέχονται σε αυτήν. Η πληροφόρηση και οι απόψεις που παρουσιάζονται, υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης, αποτελούν προϊόν συνθετικής και κριτικής μεθόδου, και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία χωρίς καμία ειδοποίηση από μέρους του IRAJ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, είναι πιθανόν, οι απόψεις που βασίζονται σε διαφορετική μεθοδολογία ανάλυσης (θεμελιώδη, τεχνική ή στατιστική ανάλυση) αλλά και σε διαφορετική θεώρηση να μην βρίσκονται, κατά αναγκαίο τρόπο, σε απόλυτη αρμονία μεταξύ τους και ως εκ τούτου τα εξαγόμενα δεδομένα / συμπεράσματα ανάλογα με τα χρησιμοποιηθέντα κριτήρια να δίστανται ή να διαφοροποιούνται. Οι αγορές μετοχών, χρήματος και εμπορευμάτων χαρακτηρίζονται παραδοσιακά από υψηλό βαθμό μεταβλητότητας (volatility), με αποτέλεσμα να καθίσταται κατά καιρούς ιδιαίτερος δύσκολη η απόπειρα πρόβλεψης των μελλοντικών τάσεων. Παράμετροι, όπως οι εταιρικές εξελίξεις, οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές ισορροπίες, οι κλιματολογικές συνθήκες, το επίπεδο των αποθεμάτων και η εν γένει προσφορά και ζήτηση των προς διαπραγμάτευση χρεογράφων παρουσιάζουν ταχείς ρυθμούς αλλαγών ως προς την πληροφόρηση που διαχέεται στην επενδυτική κοινότητα και κατά συνέπεια οι εναλλαγές των προσδοκιών οδηγούν με τακτικό και συνήθως απρόβλεπτο τρόπο σε μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών.

Οι προβλέψεις που αναφέρονται στις αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υπονήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Επίσης δύνανται να εκφράζονται ως προσωπικές απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' αναγκαίο τρόπο ως βασικές θέσεις που εκπροσωπούν το δικτυακό τόπο IRAJ σε ευρύτερη διάσταση. Όλες οι απόψεις οι οποίες βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών χρηματοοικονομικής φύσεως υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την τελική υλοποίησή τους, με αποτέλεσμα να απαιτείται εξαιρετική προσοχή στη χρήση αυτών των προβλέψεων ως κριτήρια επενδυτικής συμπεριφοράς.

Οι μελέτες και οι αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) δεν αποτελούν προτροπή για την αγορά, πώληση ή διακράτηση αξιών και εκπονούνται με κύριο αλλά όχι αποκλειστικό σκοπό την ενημέρωση των επενδυτών. Τόσο ο κάτοχος όσο και οι συντελεστές του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δεν καθίστανται σε καμία περίπτωση υπεύθυνοι για πάσης φύσεως ζημιές, οφέλη ή διαφυγόντα κέρδη, που προέκυψαν από επενδυτικές επιλογές, οι οποίες βασίσθηκαν στα συμπεράσματα ή τα αποτελέσματα των αναλύσεων που δημοσιεύθηκαν. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια του IRAJ και των εκπροσώπων του.
