

## Statistici IPO

Intrucat asteptam (sau macar speram la) mai multe oferte publice initiale in perioada urmatoare, am realizat o analiza a indicatorilor ofertelor derulate in anii trecuti, pentru a trage eventuale concluzii despre legatura intre acesti indicatori si evolutia ulterioara a actiunilor dupa listare.

Am analizat ofertele publice initiale care au fost urmate de listari incepand cu anul 2000: MJ Maillis, International Leasing, Broker Cluj, Vrancart Adjud, Flamingo International, Transelectrica (toate listate la bursa in afara de International Leasing, listata pe Rasdaq); ofertele Dracula Park (nelistata datorita problemelor emitentului) si Apa Staretului (neincheiata cu succes) nu au fost luate in calcul.

Ceea ce am dorit sa fac, de fapt, a fost sa vad ce caracteristici influenteaza randamentul ulterior al actiunilor dupa listare. Caracteristicile studiate au fost: valoarea ofertei, nivelul de subscriere in oferta, valorile indicilor P/E si P/B la pretul din oferta si rapoartate la indici ai unor companii comparabile, cresterea profiturilor si capitalurilor proprii ale emitentului in primul an de la listare, evolutia generala a bursei (cresterea indicelui BET). Efectele acestor factori au fost studiate prin evaluarea cresterii pretului fata de pretul din IPO in prima zi de listare, la trei luni de la listare si la un an de la listare, precum si cresterea pretului pe o perioada de un an fata de primul pret de tranzactionare (am luat in calcul castigurile totale obtinute din cresteri de pret si majorari de capital ; nu a fost cazul de dividende).

### **MJ Maillis – Feb 2001. Activitate: productie ambalaje**

Valoare oferta (mil RON)	3,9
P/E dupa oferta publica (cu pretul din IPO)	33,6
Medie P/E emitenti BVB la momentul ofertei	4,0
P/B dupa oferta publica (cu pretul din IPO)	2,49
Nivel subscrieri in oferta (100% reprezinta subscriere integrala)	117%
Castig/pierdere in prima zi de tranzactionare fata de pretul din IPO	+16%
Castig total/pierdere la trei luni de tranzactionare (fata de pret IPO)	-20%
Castig total/pierdere la un an de tranzactionare (fata de pret IPO)	-30%
Castig total/pierdere la un an de tranzactionare (fata de primul pret la BVB)	-39%
Variatie indice BET pe perioada de 1 an de tranzactionare a emitentului	+85%
Variatie profit net emitent in primul an de tranzactionare	+71%
Variatie capitaluri proprii emitent in primul an de tranzactionare	+13%

Maillis a derulat un IPO de succes, insa pretul din oferta a fost mult prea mare daca raportam P/E din IPO la valorile medii ale P/E pe piata. Nici P/B nu era prea scazut la pretul din oferta. Desi rezultatele financiare au fost bune in primul an, iar in medie actiunile listate la bursa au crescut, pretul prea mare in oferta a determinat o scadere a pretului actiunilor MJM (dupa un mic castig in primele zile de tranzactionare).

### **International Leasing\* – Nov 2001. Activitate: leasing auto**

Valoare oferta (mil RON)	0,3
P/E dupa oferta publica (cu pretul din IPO)	10,0
Medie P/E emitenti BVB la momentul ofertei	4,9
P/B dupa oferta publica (cu pretul din IPO)	1,30
Nivel subscrieri in oferta (100% reprezinta subscriere integrala)	100%
Castig/pierdere in prima zi de tranzactionare fata de pretul din IPO	-7%
Castig total/pierdere la trei luni de tranzactionare (fata de pret IPO)	+13%
Castig total/pierdere la un an de tranzactionare (fata de pret IPO)	+82%
Castig total/pierdere la un an de tranzactionare (fata de primul pret la BVB)	+95%
Variatie indice Rasdaq-C pe 1 an de tranzactionare a emitentului	+32%
Variatie profit net emitent in primul an de tranzactionare	-67%
Variatie capitaluri proprii emitent in primul an de tranzactionare	+30%

\* oferta publica initiala secundara; listate pe Rasdaq in 2002 si delistate in 2006

IPO International Leasing, o oferta publica initiala secundara, a avut o valoare redusa. Indicii P/E si P/B la pretul din IPO au avut valori mai rezonabile decat in cazul Maillis (desi indicii P/E din piata la momentul respectiv erau mai mici). Aceasta a adus castiguri investitorilor, cu toate ca profitul emitentului a scazut semnificativ in primul an de tranzactionare (randamentul in piata a fost ajutat si de o distributie de actiuni gratuite).

#### **SSIF Broker Cluj – Nov 2004. Activitate: servicii de investitii financiare**

Valoare oferta (mil RON)	9,0
P/E dupa oferta publica (cu pretul din IPO)	8,3
Medie P/E servicii financiare BVB la momentul ofertei	14,0
P/B dupa oferta publica (cu pretul din IPO)	1,10
Medie P/B servicii financiare BVB la momentul ofertei	1,67
Nivel subscrieri in oferta (100% reprezinta subscriere integrala)	287%
Castig/pierdere in prima zi de tranzactionare fata de pretul din IPO	+159%
Castig total/pierdere la trei luni de tranzactionare (fata de pret IPO)	+124%
Castig total/pierdere la un an de tranzactionare (fata de pret IPO)	+253%
Castig total/pierdere la un an de tranzactionare (fata de primul pret la BVB)	+37%
Variatie indice BET pe perioada de 1 an de tranzactionare a emitentului	+41%
Variatie profit net emitent in primul an de tranzactionare	+118%
Variatie capitaluri proprii emitent in primul an de tranzactionare	+41%

Broker Cluj a lansat un IPO cu valori ale indicilor P/E si P/B semnificativ mai mici decat valorile pentru companii comparabile ; in plus, nivelul de suprasubscriere a fost semnificativ, la fel ca si cresterea profiturilor in primul an de tranzactionare. In acest context performantele investitorilor au fost foarte bune.

#### **Vrancart Adjud – Apr 2005. Activitate : productie celuloza si hartie**

Valoare oferta (mil RON)	17,5
--------------------------	------

P/E dupa oferta publica (cu pretul din IPO)	13,0
Medie P/E materiale de baza la BVB in momentul ofertei	13,8
P/B dupa oferta publica (cu pretul din IPO)	1,15
Medie P/B materiale de baza la BVB in momentul ofertei	1,07
Nivel subscrieri in oferta (100% reprezinta subscriere integrala)	129%
Castig/pierdere in prima zi de tranzactionare fata de pretul din IPO	+10%
Castig total/pierdere la trei luni de tranzactionare (fata de pret IPO)	-15%
Castig total/pierdere la un an de tranzactionare (fata de pret IPO)	-25%
Castig total/pierdere la un an de tranzactionare (fata de primul pret la BVB)	-32%
Variatie indice BET pe perioada de 1 an de tranzactionare a emitentului	+43%
Variatie profit net emitent in primul an de tranzactionare	+31%
Variatie capitaluri proprii emitent in primul an de tranzactionare	+8%

Indicii P/E si P/B la care a iesit Vrancart in IPO au fost la nivelul celor pentru companii comparabile, ceea ce nu a lasat loc de crestere dupa listare. In acest context, si pe fondul unui nivel de suprasubscriere nu foarte mare si al unor cresteri moderate ale profiturilor emitentului in primul an de tranzactionare, actiunile Vrancart au adus pierderi investitorilor (dupa un mic castig in primele zile la bursa).

#### **Flamingo International – Iunie 2006. Activitate : retail si distributie IT**

Valoare oferta (mil RON)	45,0
P/E dupa oferta publica (cu pretul din IPO)	13,7
Medie P/E emitenti comparabili (retail alte pietee sau servicii BVB)	14,5
P/B dupa oferta publica (cu pretul din IPO)	2,65
Medie P/B emitenti servicii BVB	2,40
Nivel subscrieri in oferta (100% reprezinta subscriere integrala)	323%
Castig/pierdere in prima zi de tranzactionare fata de pretul din IPO	+5%
Castig total/pierdere la trei luni de tranzactionare (fata de pret IPO)	+18%
Castig total/pierdere la un an de tranzactionare (fata de pret IPO)	-8%
Castig total/pierdere la un an de tranzactionare (fata de primul pret la BVB)	-13%
Variatie indice BET pe perioada de 1 an de tranzactionare a emitentului	+47%
Variatie profit net emitent in primul an de tranzactionare	-88%
Variatie capitaluri proprii emitent in primul an de tranzactionare	+134%

La fel ca in cazul Vrancart, Flamingo a iesit pe piata cu valori ale indicilor la nivelul celor pentru firme comparabile. Desi oferta a fost suprasubscrisa semnificativ, pretul mare nu a lasat loc de crestere in piata ; aceasta situatie, alaturi de scaderea semnificativa a profiturilor dupa listare, a generat pierderi pentru investitori (din nou, dupa castiguri moderate in prima perioada de tranzactionare).

#### **Transelectrica – Iunie 2006. Activitate : distributie electricitate**

Valoare oferta (mil RON)	123,1
P/E dupa oferta publica (cu pretul din IPO)	9,71

Medie P/E firme comparabile pietre externe	15,37
P/B dupa oferta publica (cu pretul din IPO)	0,89
Medie P/B materiale de baza la BVB in momentul ofertei	2,08
Nivel subscrieri in oferta (100% reprezinta subscriere integrala)	646%
Castig/pierdere in prima zi de tranzactionare fata de pretul din IPO	+36%
Castig total/pierdere actual fata de pret IPO (doua luni tranzactionare)	+89%
Castig total/pierdere in 2 luni de tranzactionare (fata de primul pret BVB)	+39%
Variatie indice BET pe perioada de 2 luni de tranzactionare a emitentului	+11%

Valorile indicilor in cazul Transelectrica au fost foarte bune, iar oferta a fost suprasubscrisa in mod semnificativ ; conform estimarilor, rezultatele financiare par de asemenea in crestere accelerata fata de cele disponibile in prospect. Aceste elemente au asigurat investitorilor performante foarte bune in piata dupa listare.

Care sunt concluziile generale pe care le putem trage ? Numarul ofertelor publice initiale lansate in Romania nu este foarte mare; totusi, acestea prezinta o serie de trasaturi interesante. Practic, ofertele de mai sus se impart in doua categorii : (1) cele care au adus in mod consistent castiguri investitorilor, atat in prima zi de listare, cat si la trei luni sau la 12 luni mai tarziu, iar acest castig a fost semnificativ (Broker Cluj, Transelectrica si, intr-o anumita masura, International Leasing) si (2) ofertele care au adus un mic castig imediat dupa listare, dar care ulterior au generat pierderi (MJ Maillis, Vrancart Adjud, Flamingo International).

Cheia succesului este stabilirea corecta a pretului in IPO, astfel incat acesta sa lase loc de crestere dupa listarea pe piata. O asemenea strategie este justificata : daca pretul din oferta nu lasa loc de crestere in piata, atunci un investitor nu are nici o motivatie de a cumpara in IPO (asumandu-si si riscuri suplimentare legate de lichiditate, inchiderea ofertei, rata de alocare, durata pana la listare, etc), ci va astepta, eventual, pentru a cumpara dupa listare. Ofertele care au generat consistent castiguri fata de pretul din IPO au avut acest pret stabilit astfel incat valorile P/E si P/B sa fie semnificativ mai mici decat indicii unor companii comparabile ; asa s-a intamplat in cazul ofertelor Broker Cluj si Transelectrica, unde discountul semnificativ al pretului din oferta a lasat loc generos de crestere dupa listare.

International Leasing este un caz putin diferit – la un P/E de 10 pretul din IPO nu era mare ca nivel absolut, insa evaluarile actiunilor in anul 2001 erau foarte scazute in Romania, indicii in piata avand in general valori de 3-5 (un IPO la un P/E de 3 sau 4 nu ar fi avut sens din punct de vedere economic, insa). Desi un P/E de 10 a lasat loc de crestere in piata, castigurile reale nu au fost la fel de spectaculoase ca in cazul Broker si Transelectrica (in 2001 rata inflatiei a fost in jur de 30%). Valoarea foarte mica a ofertei si listarea pe Rasdaq fac din acest IPO un caz oarecum diferit de celelalte.

Nivelul de suprasubscriere in oferte si performantele emitentilor dupa listare au fost factori favorizanti in cazul celor doua oferte de succes analizate si si-au adus aportul la cresterile din piata. Astfel, atat la Broker cat si la Transelectrica nivelul de suprasubscriere a fost semnificativ (ceea ce era de asteptat tinand cont de modul de

stabilire a pretului), iar profiturile emitentilor au crescut serios dupa listare. La International Leasing nu a existat suprasubscriere, iar profiturile chiar au scazut dupa listare, ceea ce a redus din castigurile in piata.

Ce s-a intamplat la celelalte oferte ? Maillis a iesit pe piata la inceputul lui 2001 cu un P/E de peste 30, in conditiile in care evaluarile la acel moment aratau in piata indici in jur de 4. In mod corespunzator nivelul de suprasubscriere nu a fost spectaculos. Chiar daca performantele financiare au fost bune dupa listare, acestea nu au putut compensa pretul mare din oferta, iar randamentele investitorilor au fost negative (acestia au marcat cele mai mari scaderi la 3 si 12 luni de la listare din randul cazurilor analizate in acest raport).

La Vrancart si Flamingo pretul a fost stabilit la nivelul evaluarii corecte a celor doua companii (la pretul din IPO indicii erau relativ aliniati cu cei ai firmelor comparabile). Asa acum am vazut, preturile respective nu au mai lasat loc de crestere dupa listare, iar investitorii au fost dezamagiti. In cazul Vrancart, nivelul redus de suprasubscriere si cresterea modesta de profit dupa listare nu au favorizat situatia acestui emitent pe piata, generand pierderi pentru investitori. La Flamingo, suprasubscrierea semnificativa si indicii putin mai mici decat cei ai firmelor comparabile nu au compensat scaderea drastica de profit, rezultatul fiind, din nou, pierderi pentru investitori.

Analiza celor sase cazuri a aratat si faptul ca evolutia generala a bursei nu a afectat semnificativ performantele prezentate mai sus ; de asemenea, valoarea ofertelor nu a reprezentat un factor esential. Domeniul de activitate a contat in anumite cazuri (International Leasing, Broker, Transelectrica – societati din domenii urmarite de investitori), dar nu a putut compensa preturile prea mari in oferta si rezultatele financiare in scadere (Flamingo International).

Se pregatesc oferte noi, iar exemplele de mai sus pot fi lectii bune atat pentru investitori, cat si pentru emitentii si brokerii care stabilesc caracteristicile ofertelor. Evaluarea emitentilor la pretul din IPO folosind P/E si P/B reprezinta un bun instrument de apreciere a eficientei viitoare a actiunilor dupa listare (desigur, se poate intra si in analize mai sofisticate); nivelul de suprasubscriere, o consecinta directa a atractivitatii ofertei, poate fi de asemenea un indicator util ; totusi, un nivel mare de suprasubscriere reprezinta si un dezavantaj, datorita ratei de alocare mai mica in oferta. Desigur, performantele financiare ale emitentului dupa listare isi au rolul lor foarte important.

Personal, astept cu interes oferte noi pentru a studia aplicarea concluziilor de mai sus, dar si pentru a studia cat au invatat emitentii si investitorii din exemplele precedente.

**Razvan Pasol**  
Octombrie 2006  
www.kmarket.ro