Ελληνικά Χρηματιστήρια

Ελλάδα / Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες

Έκθεση Ανάλυσης *15 Ιουλίου 2010*

Διακράτηση

Αμετάβλητη Σύσταση:

Τρέχουσα Τιμή: EUR **4,75**

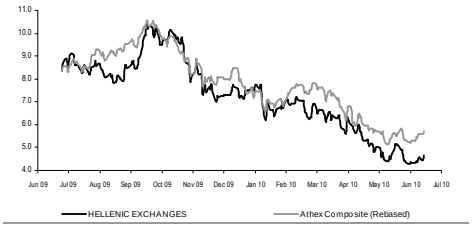
*τιμή κλεισίματος 14/07/2010

Τιμή-Στόχος: EUR **4,80**

Αμετάβλητη Τιμή-Στόχος

Reuters/Bloomberg	EXCr.AT/EXAE GA
Μέσος Ημερ. Αριθμ. Μτχ. 12μηνου	285.859
Μέσος Ημερ. Όγκος Συν. 12μηνου	2,08
Υψηλό 12Μ (EUR)	10,43
Χαμηλό 12Μ (EUR)	4,30
Απόλυτη Απόδοση 1Μ	-2,9%
Απόλυτη Απόδοση 3Μ	-24,0%
Απόλυτη Απόδοση 12Μ	-39,9%
Κεφαλαιοποίηση (EURεκ.)	311
Αριθμός Μετοχών (εκ.)	65,4
Διασπορά	93,7%

Βασ. Οικον. Μεγέθη (EUR)	**12/09**	**12//10π**	**12/11π**
Πωλήσεις (εκ.)	78	60	62
EBITDA (εκ.)	53	35	36
Περιθώριο EBITDA	*67,4%*	*57,9%*	*58,0%*
EBIT (εκ.)	50	32	33
Περιθώριο EBIT	*64,1%*	*53,7%*	*53,8%*
Καθαρά Κέρδη (εκ.)	42	27	27
ROCE	103,3%	74,1%	77,8%
Καθ. Δανεισμός/(Διαθέσιμα)	(115)	(98)	(114)
Καθ. Δανεισ./ Ίδια Κεφάλαια	*-0,8*	*-0,7*	*-0,7*
Καθ. Δανεισμός/ EBITDA	-2,2	-2,8	-3,2
Κάλυψη Τόκων (EBITDA/Χρημ/κά Έξοδα)	(10,7)	(7,6)	(9,1)
EV/Πωλήσεις	4,5	3,4	3,1
EV/EBITDA	6,7	5,9	5,3
EV/EBITDA (προσαρμοσμένο)	6,9	5,9	5,3
EV/EBIT	7,1	6,3	5,7
P/E (προσαρμοσμένο)	11,5	11,6	11,5
P/BV	3,2	2,3	2,0
Απόδοση Καθ. Ταμ. Ροών	*5,6%*	*10,4%*	*10,0%*
Μερισματική Απόδοση	*7,4%*	*1,8%*	*1,8%*
ΚΑΜ (προσαρμοσμένα)	0,64	0,41	0,41
Λογιστική Αξία Ανά μετοχή	2,30	2,11	2,35
Μέρισμα Ανά Μετοχή	0,35	0,09	0,09



Προβλέψεις 2ου τριμήνου 2010: Αδύναμες επιδόσεις λόγω μειωμένης συναλλακτικής δραστηριότητας

Είδηση: Τα Ελληνικά Χρηματιστήρια (ΕΧΑΕ) θα ανακοινώσουν τα αποτελέσματα για το 1^{ο} εξάμηνο του 2010 στις 28 Ιουλίου, μετά το κλείσιμο της αγοράς. Για την ίδια ημέρα έχει προγραμματιστεί τηλεδιάσκεψη για τον σχολιασμό των αποτελεσμάτων.

Σχόλιο: Η αδύναμη συναλλακτική δραστηριότητα τόσο στην αγορά μετοχών (μέσος ημερήσιος τζίρος EUR163εκ στο β' τρίμηνο του 2010, μειωμένος κατά 28% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2009) και την αγορά παραγώγων (-15% ετησίως), καθώς επίσης και η απουσία σημαντικών ΑΜΚ επηρέασαν αρνητικά τα έσοδα της ΕΧΑΕ στο δεύτερο τρίμηνο του 2010, αντισταθμίζοντας τη θετική πορεία στο πρώτο τρίμηνο του έτους. Σε επίπεδο τριμήνου, τα έσοδα της ΕΧΑΕ εκτιμώνται στα EUR15,2εκ (-20,8% ετησίως), ενώ αναμένουμε μία αύξηση της τάξεως του 7,4% στα EUR34,4εκ για το πρώτο εξάμηνο του 2010. Σημειώνεται ότι ο μέσος ημερήσιος τζίρος στο ΧΑ στο πρώτο εξάμηνο του 2010 διαμορφώθηκε στα EUR182,7εκ, +6,2% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2009.

Από την πλευρά του κόστους αναμένουμε μείωση στα λειτουργικά έξοδα της τάξεως του 4,3% στο β' τρίμηνο 2010, καθώς τα περιθώρια νέων περικοπών είναι περιορισμένα μετά την επιτυχημένη πολιτική μείωσης των λειτουργικών δαπανών τα προηγούμενα χρόνια. Πιο συγκεκριμένα, τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) αναμένεται να διαμορφωθούν στα EUR21,7εκ στο 1^{ο} εξάμηνο 2010, αυξημένα κατά 4,9% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2009, ενώ προβλέπουμε μείωση 37,8% στα EUR8,8εκ σε επίπεδο τριμήνου λόγω του μειωμένου τζίρου στο ΧΑ. Τέλος αναμένουμε καθαρά κέρδη της τάξεως των EUR12,7εκ για το 1^{ο} εξάμηνο (-24,7% ετησίως) και EUR2,9εκ (-74,0% ετησίως) για το 2^{ο} τρίμηνο 2010, αφού η διοίκηση αναμένεται να εγγράψει το 50% της έκτακτης εισφοράς των EUR8,0εκ στα αποτελέσματα εξαμήνου. Εξαιρώντας τον έκτακτο φόρο, προβλέπουμε μικρή μείωση 0,9% στα καθαρά κέρδη του εξαμήνου 2010.

Ελληνικά Χρηματιστήρια – Προβλέψεις βασικών μεγεθών 1^{ου}Εξαμήνου 2010

EUR εκ	1ο Εξάμηνο 2010 (Εκτίμηση)	*Μεταβολή (%)*	2ο τρίμηνο 2010 (Εκτίμηση)	*Μεταβολή (%)*
Έσοδα	**34,4**	*7,4%*	**15,2**	*-20,8%*
EBITDA	**21,7**	*4,9%*	**8,8**	*-37,8%*
Περιθώριο EBITDA	*63,1%*		*57,7%*	
Καθαρά Κέρδη	**12,7**	*-24,7%*	**2,9**	*-74,0%*
Καθαρό Περιθώριο	*36,9%*		*18,8%*	
Προσαρμοσμένα Καθαρά Κέρδη*	**16,7**	*-0,9%*	**6,9**	*-37,7%*

*Πηγή: Marfin Analysis, ΕΧΑΕ, * Προ έκτακτης φορολογίας EUR4,0εκ*

Συμπεράσματα: *Η αδύναμη συναλλακτική δραστηριότητα στο 2^{ο} τρίμηνο 2010 αναμένεται να αντισταθμίσει τη βελτίωση των οικονομικών μεγεθών στο 1^{ο} τρίμηνο του έτους. Η μείωση των χρεώσεων από την 1^{η} Ιουλίου, ο επίμονα χαμηλός τζίρος, η πιθανή παροχή υπηρεσιών διαπραγμάτευσης ελληνικών μετοχών από την Deutche Boerse και ο διαχωρισμός των υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού από το Σεπτέμβριο 2010 που πιθανόν να επηρεάσει αρνητικά τα σχετιζόμενα έσοδα, μας καθιστούν επιφυλακτικούς για τη μετοχή βραχυπρόθεσμα. Ωστόσο, το γεγονός ότι η εταιρία δεν έχει δανεισμό (τα ταμειακά διαθέσιμα ανέρχονται στο 35% της κεφαλαιοποίησης) και οι τζίροι βρίσκονται στα χαμηλότερα επίπεδα των προηγούμενων ετών, μετριάζουν τους ανωτέρω κινδύνους, κάνοντας μας ουδέτερους για την μετοχή.*

Αναλυτής: **Δημήτρης Μπίρμπος** **dbirbos@ibg.gr**

Η συγγραφή της έκθεσης έγινε από :

MARFIN ANALYSIS
INVESTMENT BANK OF GREECE

Διανέμεται από τα Μέλη του ESN
(Παρακαλώ δείτε τις τελευταίες σελίδες της έκθεσης)

Όλες οι εκθέσεις του ESN βρίσκονται στο Bloomberg: "ESNR" <go>

Ελληνικά Χρηματιστήρια: Συγκεντρωτικός Πίνακας

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ (EURεκ)	2007	2008	2009π	2010π	2011π	2012π
Πωλήσεις	**161,5**	**108,4**	**78,3**	**60,4**	**61,6**	**63,2**
Κόστος Πωληθ.& Λειτουργικά Έξοδα (εκτός Εξόδ.Προσωπ.)	36,9	32,1	26,8	25,5	25,9	26,3
Έκτακτα Έξοδα / Έσοδα	-5,7	7,0	1,3	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**118,9**	**83,3**	**52,8**	**35,0**	**35,8**	**36,9**
EBITDA (προσαρμοσμένο)*	**124,6**	**76,3**	**51,5**	**35,0**	**35,8**	**36,9**
Αποσβέσεις Ενσώματων Στοιχείων	-1,9	-2,7	-2,6	-2,5	-2,6	-2,7
EBITA	**116,9**	**80,6**	**50,2**	**32,5**	**33,1**	**34,3**
EBITA (προσαρμοσμένο)*	**122,7**	**73,6**	**48,9**	**32,5**	**33,1**	**34,3**
Αποσβέσεις Άυλων Στοιχείων και Διαγραφές	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**116,9**	**80,6**	**50,2**	**32,5**	**33,1**	**34,3**
EBIT (προσαρμοσμένο)*	**122,7**	**73,6**	**48,9**	**32,5**	**33,1**	**34,3**
Καθαρά Χρηματοοικονομικά Αποτελέσματα	6,8	8,3	4,9	4,6	3,9	4,6
Λοιπά Χρηματοοικονομικά	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Συγγενείς Επιχειρήσεις / Συμμετοχές	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Λοιπά μη Επαναλαμβανόμενα Έσοδα / Έξοδα	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Κέρδη προ Φόρων (EBT)	**123,3**	**88,9**	**55,1**	**37,1**	**37,1**	**38,8**
Φόροι	-32,3	-23,9	-25,6	-18,4	-15,6	-15,8
Φορολογικός Συντελεστής	*26,2%*	*26,9%*	*46,5%*	*49,6%*	*42,1%*	*40,8%*
Μη Συνεχιζόμενες Δραστηριότητες	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δικαιώματα Μειοψηφίας	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Καθαρά Κέρδη	**91,0**	**65,0**	**29,5**	**18,7**	**21,5**	**23,0**
Καθαρά Κέρδη (προσαρμοσμένα)	**91,0**	**65,0**	**41,6**	**26,7**	**27,0**	**28,5**

ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ (EURεκ)	2007	2008	2009π	2010π	2011π	2012π
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές	93,3	64,3	31,9	30,7	31,2	33,0
Μεταβολή στο Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης	-4,4	-12,9	-5,1	1,7	-0,1	-0,2
Καθαρές Λειτουργικές Ταμειακές Ροές	**89,0**	**51,5**	**26,7**	**32,4**	**31,1**	**32,8**
Κεφαλαιακές Δαπάνες (Capex)	-11,1	9,7	0,2	-2,0	-2,0	-2,0
Καθαρές Χρηματοοικονομικές Επενδύσεις	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Καθαρές Ταμειακές Ροές	**77,8**	**61,2**	**27,0**	**30,4**	**29,1**	**30,8**
Μερίσματα	-52,9	-45,6	-22,9	-5,6	-5,6	-6,0
Λοιπά (συμπεριλ. ΑΜΚ και επαναγοράς Ιδίων Μετοχών)	14,6	-53,4	-10,7	-42,2	-7,2	-6,9
Μεταβολή στον Καθαρό Δανεισμό	**39,6**	**-37,8**	**-6,6**	**-17,3**	**16,2**	**17,8**
NOPLAT	87,1	55,2	36,7	24,7	25,5	26,7

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ & ΛΟΙΠΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (EURεκ)	2007	2008	2009π	2010π	2011π	2012π
Καθαρή Αξία Ενσώματων Παγίων	48,5	36,2	33,5	33,1	32,6	31,9
Καθαρή Αξία Ασώματων Παγίων (συμπεριλ. Υπεραξίας)	0,4	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0
Καθαρά Χρηματοοικονομικά Στοιχεία και Λοιπά	4,4	6,4	6,8	6,8	6,8	6,8
Σύνολο Παγίων	**53,3**	**42,9**	**40,5**	**40,0**	**39,4**	**38,7**
Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης	-16,2	-3,3	1,8	0,1	0,2	0,4
Καθαρά Επενδυμένα Κεφάλαια	**37,2**	**39,6**	**42,3**	**40,1**	**39,6**	**39,1**
Ίδια Κεφάλαια	**189,2**	**160,4**	**150,6**	**137,9**	**153,8**	**171,1**
Μειοψηφίες	*189,2*	*160,4*	*150,6*	*137,9*	*153,8*	*171,1*
Καθαρός Δανεισμός	**-159,7**	**-121,9**	**-115,3**	**-98,0**	**-114,2**	**-132,0**
Προβλέψεις	6,5	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0
Λοιπές καθαρές απαιτήσεις ή υποχρεώσεις	1,1	-2,0	4,1	-2,8	-3,0	-3,0
Συνολικά Επενδυμένα Κεφάλαια	**37,2**	**39,6**	**42,3**	**40,1**	**39,6**	**39,1**

ΑΝΑΠΤΥΞΗ & ΠΕΡΙΘΩΡΙΑ	2007	2008	2009π	2010π	2011π	2012π
Αύξηση Πωλήσεων	*36,5%*	*-32,9%*	*-27,7%*	*-22,8%*	*2,0%*	*2,6%*
Αύξηση EBITDA (προσαρμοσμένο)*	***48,6%***	***-38,8%***	***-32,5%***	***-32,1%***	***2,3%***	***3,3%***
*Αύξηση EBITA (προσαρμοσμένο)**	*50,1%*	*-40,0%*	*-33,6%*	*-33,6%*	*2,0%*	*3,4%*
*Αύξηση EBIT (προσαρμοσμένο)**	*50,1%*	*-40,0%*	*-33,6%*	*-33,6%*	*2,0%*	*3,4%*
Αύξηση καθαρών κερδών	*56,7%*	*-28,6%*	*-36,0%*	*-35,8%*	*0,9%*	*5,7%*
Αύξηση ΚΑΜ (προσαρμοσμένα)	***56,2%***	***-28,6%***	***-31,0%***	***-35,8%***	***0,9%***	***5,7%***
Αύξηση μερίσματος ανά μετοχή (προσαρμοσμένο)	*50,0%*	*-13,7%*	*-45,9%*	*-75,6%*	*0,4%*	*7,1%*
Περιθώριο EBITDA	***73,6%***	***76,9%***	***67,4%***	***57,9%***	***58,0%***	***58,4%***
*Περιθώριο EBITDA (προσαρμοσμένο)**	*77,2%*	*70,4%*	*65,7%*	*57,9%*	*58,0%*	*58,4%*
Περιθώριο EBITA	*72,4%*	*74,4%*	*64,1%*	*53,7%*	*53,8%*	*54,2%*
*Περιθώριο EBITA (προσαρμοσμένο)**	*76,0%*	*68,0%*	*62,5%*	*53,7%*	*53,8%*	*54,2%*
Περιθώριο EBIT	*72,4%*	*74,4%*	*64,1%*	*53,7%*	*53,8%*	*54,2%*
*Περιθώριο EBIT (προσαρμοσμένο)**	*76,0%*	*68,0%*	*62,5%*	*53,7%*	*53,8%*	*54,2%*

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	2007	2008	2009π	2010π	2011π	2012π
Δανεισμός / Ίδια Κεφάλαια (μόχλευση)	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8
Δανεισμός / EBITDA	-1,3	-1,5	-2,2	-2,8	-3,2	-3,6
Κάλυψη Τόκων (EBITDA/Χρηματοοικονομικά)	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Κεφαλαιακές Δαπάνες / Αποσβέσεις	574,2%	-364,4%	-9,4%	80,3%	76,4%	74,8%
Κεφαλαιακές Δαπάνες / Πωλήσεις	6,9%	-9,0%	-0,3%	3,3%	3,2%	3,2%
Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης / Πωλήσεις	-10,0%	-3,0%	2,3%	0,2%	0,3%	0,6%
Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (Μ.Ο.)	53,0%	37,2%	26,8%	18,5%	18,5%	17,5%
ROCE (προσαρμοσμένο)	265,9%	166,3%	103,3%	74,1%	77,8%	82,7%
WACC	8,3%	9,5%	11,1%	13,0%	12,0%	11,0%
ROCE (προσαρμοσμένο) / WACC	32,0	17,5	9,3	5,7	6,5	7,5

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (EUR) ***	2007	2008	2009π	2010π	2011π	2012π
Αριθμός Μετοχών (Αναπρ.)	70,5	70,5	65,4	65,4	65,4	65,4
Κέρδη Ανά Μετοχή	1,29	0,92	0,45	0,29	0,33	0,35
Κέρδη Ανά Μετοχή (προσαρμοσμένα)	1,29	0,92	0,64	0,41	0,41	0,44
Λογιστική Αξία Ανά Μετοχή	2,68	2,28	2,30	2,11	2,35	2,62
Μέρισμα Ανά Μετοχή	0,75	0,65	0,35	0,09	0,09	0,09

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ	2007	2008	2009π	2010π	2011π	2012π
Εταιρική Αξία (EV) / Πωλήσεις	9,5	2,5	4,5	3,4	3,1	2,7
Εταιρική Αξία (EV) / EBITDA	12,9	3,2	6,7	5,9	5,3	4,6
Εταιρική Αξία (EV) / EBITDA (προσαρμοσμένο)*	**12,3**	**3,5**	**6,9**	**5,9**	**5,3**	**4,6**
Εταιρική Αξία (EV) / EBITA	13,1	3,3	7,1	6,3	5,7	5,0
Εταιρική Αξία (EV) / EBITA (προσαρμοσμένο)*	**12,5**	**3,6**	**7,3**	**6,3**	**5,7**	**5,0**
Εταιρική Αξία (EV) / EBIT	13,1	3,3	7,1	6,3	5,7	5,0
Εταιρική Αξία (EV) / EBIT (προσαρμοσμένο)*	**12,5**	**3,6**	**7,3**	**6,3**	**5,7**	**5,0**
Τιμή / ΚΑΜ (P/E) (προσαρμοσμένο)	**18,6**	**6,1**	**11,5**	**11,6**	**11,5**	**10,9**
Τιμή / Λογιστική Αξία Ανά Μετοχή (P/BV)	8,9	2,5	3,2	2,3	2,0	1,8
Συνολικός δείκτης απόδοσης	2,7%	5,8%	1,8%	1,8%	1,9%	
Εταιρική Αξία (EV) / CE	nm	8,0	10,0	6,2	5,8	5,3
Απόδοση Λειτουργικών Ταμειακών Ροών	5,3%	13,0%	5,6%	10,4%	10,0%	10,6%
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές / Εταιρική Αξία (EV)	5,8%	19,3%	7,5%	15,8%	16,4%	19,1%
Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών	58,1%	70,2%	77,5%	29,8%	26,1%	26,1%
Μερισματική Απόδοση (μεικτή)	3,1%	11,6%	7,4%	1,8%	1,8%	1,9%

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΞΙΑ (EV) & ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ (EURεκ)	2007	2008	2009π	2010π	2011π	2012π
Τιμή** (EUR)	24,00	5,60	7,30	4,75	4,75	4,75
Συνολικός αριθμός κοινών μετοχών	70,49	70,49	65,37	65,37	65,37	65,37
Συνολική Κεφαλαιοποίηση	**1.691,7**	**394,7**	**477,2**	**310,5**	**310,5**	**310,5**
Καθαρός Δανεισμός	**-159,7**	**-121,9**	**-115,3**	**-98,0**	**-114,2**	**-132,0**
εκ του οποίου/ Διαθέσιμα	*(159,7)*	*(121,9)*	*(115,3)*	*(98,0)*	*(114,2)*	*(132,0)*
εκ του οποίου/ Μεικτός Δανεισμός	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Άλλα στοιχεία εταιρικής αξίας	(4,4)	(6,4)	(6,8)	(6,8)	(6,8)	(6,8)
Εταιρική Αξία (EV προσαρμοσμένη)	**1.527,6**	**266,4**	**355,1**	**205,7**	**189,5**	**171,7**

Πηγή: Εταιρεία, Marfin Analysis

Σημειώσεις
* όπου το *EBITDA (προσαρμοσμένο) ή το EBIT (προσαρμοσμένο) = EBITDA (ή EBIT) +/- μη επαναλαμβανόμενα έσοδα / έξοδα*
** η τιμή είναι σε τοπικό νόμισμα: Τιμή τέλος έτους για τα παρελθοντικά έτη και τρέχουσα τιμή για το παρόν και τα μελλοντικά έτη
*** ΚΑΜ *(προσαρμοσμένα) = Καθαρά Κέρδη (προσαρμοσμένα) / Αριθμός Κοινών Μετοχών (Αναπροσ.).* ΚΑΜ = *Καθαρά Κέρδη / Αριθμός Κοινών Μετοχών (Αναπρ.)*

Σύστημα Απόδοσης Σύστασης ESN

Το σύστημα ESN είναι '**Απόλυτο'**. Αυτό σημαίνει ότι κάθε μετοχή αποτιμάται με βάση την συνολική απόδοση, υπολογισμένη από το περιθώριο ανόδου (συμπεριλαμβανόμενων και των μερισμάτων) σε περίοδο 12 μηνών.

Το φάσμα των συστάσεων του ESN για κάθε μετοχή περιλαμβάνει 5 κατηγορίες: **Αγορά, Συσσώρευση, Διακράτηση, Μείωση και Πώληση (εν συντομία Α, Σ, Δ, Μ, Π).**

Σε συγκεκριμένες περιπτώσεις υπάρχουν και οι αξιολογήσεις **'Αναστολή Σύστασης'** και **'Χωρίς Σύσταση'.**

Κατανομή Συστάσεων:

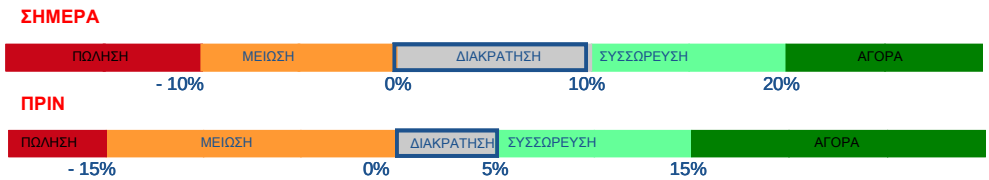
- **Αγορά:** Η μετοχή αναμένεται να αποδώσει άνω του 20% μέσα στους επόμενους 12 μήνες.
- **Συσσώρευση:** Η μετοχή αναμένεται να αποδώσει μεταξύ 10% και 20% μέσα στους επόμενους 12 μήνες.
- **Διακράτηση:** Η μετοχή αναμένεται να αποδώσει μεταξύ 0% και 10% μέσα στους επόμενους 12 μήνες.
- **Μείωση:** Η μετοχή αναμένεται να αποδώσει μεταξύ 0% και -10% μέσα στους επόμενους 12 μήνες.
- **Πώληση:** Η μετοχή αναμένεται να αποδώσει κάτω του -10% μέσα στους επόμενους 12 μήνες.
- **Αναστολή Σύστασης**: Η σύσταση έχει ανασταλεί λόγω εταιρικής πράξης
- **Χωρίς Σύσταση**: Δεν υπάρχει σύσταση για την εταιρεία

Ιστορία του Συστήματος Απόδοσης Σύστασης ESN

Από τις 18 Οκτωβρίου 2004, τα μέλη του ESN χρησιμοποιούν το 'Απόλυτο' Σύστημα Απόδοσης Σύστασης.

Από τις 4 Αυγούστου 2008, το Σύστημα Απόδοσης Σύστασης έχει τροποποιηθεί σύμφωνα με τα παρακάτω.

- Ο χρονικός ορίζοντας έχει αλλάξει σε 12 μήνες (προηγουμένως ήταν 6 μήνες)
- Η κατανομή Συστάσεων έχει αλλάξει σύμφωνα με τα παρακάτω.



Παράρτημα Αποποίησης Ευθύνης

MARFIN ANALYSIS – ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ, Αιγιαλείας 32, 151 25, Μαρούσι, Ελλάδα, Τηλ: +30-210-81.73.000, Fax: +30-210-68.96.322, **E-mail: Research@ibg.gr**

Οι πληροφορίες και οι απόψεις αυτής της έκθεσης παρέχονται από την Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος, η οποία εποπτεύεται από την Τράπεζα της Ελλάδος με Αρ. Αδείας Λειτουργίας 52/2/17.12.99 και από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Ν.Π.Δ.Δ. Η Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος δεν έχει συνάψει καμία συμφωνία με τις υποκείμενες εταιρείες για την διενέργεια αυτής της ανάλυσης.

Το υλικό αυτό παρέχεται για πληροφοριακούς και μόνο σκοπούς. Σε καμία περίπτωση δεν πρέπει να εκληφθεί ως προσφορά, συμβουλή ή προτροπή για αγορά, διακράτηση ή πώληση των μετοχών των αναφερομένων εταιρειών. Παρόλο που οι πληροφορίες που περιέχονται βασίζονται σε πηγές που θεωρούνται αξιόπιστες, καμία διασφάλιση δεν δίνεται ότι είναι ακριβείς ή πλήρεις και δεν θα πρέπει να εκλαμβάνονται ως τέτοιες. Στην δημιουργία των αναλύσεων, μέλη του τμήματος ανάλυσης της Επενδυτικής Τράπεζας Ελλάδος μπορεί να έχουν δεχτεί βοήθεια από τις υποκείμενες εταιρεία (ες) που αναφέρονται στην τρέχουσα ανάλυση. Η βοήθεια μπορεί να περιλαμβάνει πρόσβαση στις ιστοσελίδες των ιδίων, επίσκεψη σε κάποιες λειτουργίες των υποκείμενων εταιρειών, συνάντηση με την Διοίκηση, με υπαλλήλους ή άλλους που έχουν σχέση με την υποκείμενη εταιρεία και η παροχή από αυτούς ιστορικών στοιχείων που αφορούν την υποκείμενη εταιρεία (ισολογισμοί και άλλα οικονομικά στοιχεία), καθώς και όλων των πληροφοριών που διατίθενται δημόσια και αφορούν στρατηγική και οικονομικά στοιχεία. Το προσωπικό ανάλυσης της Επενδυτικής Τράπεζας Ελλάδος απαγορεύεται να δεχτούν πληρωμή ή αποζημίωση εξόδων ταξιδιού από επίσκεψη σε υποκείμενες εταιρείες. Θεωρείται δεδομένο ότι ο αναλυτής της τρέχουσας ανάλυσης, στις περισσότερες περιπτώσεις, έχει περιέλθει σε συζητήσεις με τις υποκείμενες εταιρείες για να εξακριβώσει την ακρίβεια των δεδομένων πριν την δημοσίευση. Όλες οι απόψεις και εκτιμήσεις απαρτίζουν την άποψη του αναλυτή από την ημέρα της έκθεσης ανάλυσης και δίδονται καλή τη

πίστη, αλλά υπόκεινται σε αλλαγές χωρίς προειδοποίηση. Οι τιμές και η διαθεσιμότητα χρηματιστηριακών μέσων επίσης υπόκεινται σε αλλαγές χωρίς προειδοποίηση. Η Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος ή οι θυγατρικές της ή συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα ενδέχεται να προβαίνουν σε συναλλαγές μετοχών των προαναφερθέντων εταιρειών. Παρόλο που η Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος δεν παρέχει αναλύσεις σε συγκεκριμένη συχνότητα, είναι στις προθέσεις της να παρέχει αναλύσεις των υποκείμενων εταιρειών, συμπεριλαμβανομένου σε απάντηση νέων που επηρεάζουν τις ίδιες, υποκείμενες σε περιόδους σιγής και περιορισμούς παραγωγικότητας. Η Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος μπορεί να προβαίνει ή να επιδιώκει την παροχή επαγγελματικών υπηρεσιών οποιουδήποτε είδους προς αυτές τις εταιρείες. Η Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος προβαίνει και επιζητεί τη συνεργασία των εταιρειών τις οποίες παρακολουθεί και αναλύει. Συνεπώς, οι επενδυτές πρέπει να λάβουν υπ' όψιν ότι ενδεχόμενη σύγκρουση συμφερόντων μπορεί να επηρεάσει την αντικειμενικότητα της έκθεσης. Οι επενδυτές πρέπει να εκλάβουν το παρόν ως ένα μόνο παράγοντα της επενδυτικής επιλογής τους. Οι μετοχές που αναφέρονται στην έκδοση αυτή υπόκεινται σε επενδυτικούς κινδύνους, συμπεριλαμβανομένης και ενδεχόμενης απώλειας του αρχικώς επενδυμένου κεφαλαίου. Η έκθεση αυτή απευθύνεται σε επαγγελματίες επενδυτές μόνον και απαγορεύεται η αναπαραγωγή της, η αντιγραφή της, η επανεκτύπωση της και η μετάδοση της για οποιοδήποτε σκοπό χωρίς την άδεια του εκδότη της έκθεσης. Πιστοποιούμε ότι η έκθεση ανάλυσης έχει δημοσιευθεί σύμφωνα με την πολιτική αποφυγής συγκρούσεων συμφερόντων. Σύμφωνα με τις πολιτικές της Επενδυτικής Τράπεζας Ελλάδος, το Τμήμα Ανάλυσης της Επενδυτικής Τράπεζας Ελλάδος δεσμεύεται με εμπιστευτικότητα, με εξαίρεση τα δεδομένα που επιτρέπονται να δημοσιευθούν σύμφωνα με τους εφαρμόσιμους νόμους. Η Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος συμμορφώνεται με τους περιορισμούς στην πληροφόρηση, προκειμένου να ελεγχθεί η ροή πληροφοριών σε έναν ή περισσότερους τομείς της Επενδυτικής Τράπεζας Ελλάδος. Η επικοινωνία με το Τμήμα Ανάλυσης της Επενδυτικής Τράπεζας Ελλάδος και άλλων τμημάτων της προαναφερθείσας εταιρείας περιορίζεται από τα «Σινικά τείχη» που έχουν τεθεί μεταξύ διαφορετικών τμημάτων, έτσι ώστε η Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος να μπορεί να συμμορφώνεται με τις προβλέψεις των νόμων που αφορούν την εμπιστευτική πληροφόρηση και την κατάχρηση της αγοράς.

Πιστοποίηση Αναλυτή

Για κάθε εταιρεία που αναφέρεται στο συγκεκριμένο υλικό, ο εκάστοτε αναλυτής που αναλύει την εταιρεία πιστοποιεί ότι όλες οι εκφερόμενες απόψεις στην ανάλυση εκφράζουν επακριβώς προσωπικές απόψεις για καθεμία από τις εταιρίες που αναφέρονται στην έκθεση ανάλυσης. Ο αναλυτής ακόμα πιστοποιεί ότι κανένα μέρος του μισθού του ήταν, είναι, ή θα υπάρξει, άμεσα ή έμμεσα συνδεδεμένο με τις συγκεκριμένες συστάσεις ή απόψεις οι οποίες αναφέρονται από τον ίδιο στην έκθεση ανάλυσης της εταιρείας.

Συστάσεις Μετοχών

Θα πρέπει να διαβάσετε προσεχτικά τους ορισμούς όλων των συστάσεων στην παρούσα έκθεση. Ακόμα θα πρέπει να μελετήσετε προσεκτικά ολόκληρη την έκθεση ώστε να αποκτήσετε μια καθαρή άποψη των θέσεων των αναλυτών και να μην βγάλετε συμπεράσματα μόνον από την σύσταση.

Marfin Analysis Κατανομή Συστάσεων Μετοχών Στοιχεία από τις 09/07/2010

	Αγορά	Συσσώρευση	Διακράτηση	Μείωση	Πώληση
Marfin Analysis Συνολική Κάλυψη	41%	22%	30%	0%	7%
% εταιρειών σε κάθε κατηγορία που είναι πελάτες επενδυτικών υπηρεσιών	7%	0%	0%	0%	4%
Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	0%	0%	100%	0%	0%
% εταιρειών σε κάθε κατηγορία που είναι πελάτες επενδυτικών υπηρεσιών	0%	0%	0%	0%	0%

Κανονιστικές Ρυθμίσεις για τις υποκείμενες εταιρείες

1. Κατά την ημερομηνία που αναφέρεται στην πρώτη σελίδα της έκθεσης ανάλυσης, η Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος (ή οι θυγατρικές της) συμμετέχει με ποσοστό 5% ή περισσότερο του συνόλου του μετοχικού κεφαλαίου στις παρακάτω από τις εταιρείες που αναφέρονται σε αυτή την έκθεση: **Vivartia, Όμιλος Attica, Blue Star Ναυτιλιακή, Όμιλος Υγεία, SingularLogic**

2. Κατά την ημερομηνία που αναφέρεται στην πρώτη σελίδα της έκθεσης ανάλυσης, οι παρακάτω από τις υποκείμενες εταιρείες που αναφέρονται σε αυτή την έκθεση συμμετέχουν με ποσοστό 5% ή περισσότερο του συνόλου στο μετοχικό κεφάλαιο της Επενδυτικής Τράπεζας Ελλάδος (ή των θυγατρικών της): **Marfin Popular Bank**

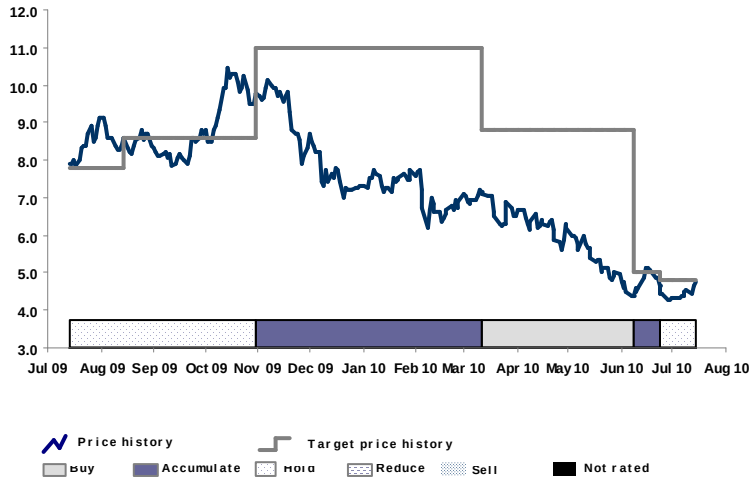
3. Η Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος διενεργεί ως ειδικός διαπραγματευτής στις παρακάτω από τις μετοχές εταιρειών που αναφέρονται σε αυτή την έκθεση: **Alpha Bank, Coca Cola 3E, EFG Eurobank, Εθνική Τράπεζα, ΟΠΑΠ, ΟΤΕ, Τράπεζα Πειραιώς, ΔΕΗ, Ελληνικά Χρηματιστήρια, Ιντραλότ, Μυτιληναίος, Ελλάκτωρ, ΓΕΚ Τέρνα, Τράπεζα Κύπρου**

4. Εντός των τελευταίων 12 μηνών, η Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος έχει προσφέρει υπηρεσίες συμβούλου στις παρακάτω εταιρείες που αναφέρονται σε αυτή την έκθεση: **Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο**

5. Εντός των τελευταίων 12 μηνών, η Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος έχει συμβατική σχέση ή έχει λάβει ανταμοιβή για παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών στις παρακάτω εταιρείες που αναφέρονται σε αυτή την έκθεση: **Vivartia, ΓΕΚ Τέρνα, Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο, Motor Oil, Euroline, Interinvest, Vivere, Όμιλος Υγεία**

Προηγούμενες Αποτιμήσεις και Συστάσεις

1. 23/06/2010 Διακράτηση, Τιμή – Στόχος: EUR 4,80
2. 08/06/2010 Συσσώρευση, Τιμή – Στόχος: EUR 5,00
3. 11/05/2010 Αγορά, Τιμή – Στόχος: EUR 8,80
4. 11/03/2010 Αγορά, Τιμή – Στόχος: EUR 8,80
5. 02/03/2010 Συσσώρευση, Τιμή – Στόχος: EUR 11,00
6. 05/11/2009 Συσσώρευση, Τιμή – Στόχος: EUR 11,00
7. 30/10/2009 Συσσώρευση, Τιμή – Στόχος: EUR 11,00
8. 14/08/2009 Διακράτηση, Τιμή – Στόχος: EUR 8,60
9. 22/07/2009 Διακράτηση, Τιμή – Στόχος: EUR 7,80



Πηγή: Factset & ESN, τιμές αναπροσαρμοσμένες για split μετοχών (stock splits). Αυτό το γράφημα αναδεικνύει την πορεία κάλυψης της Marfin Analysis για την μετοχή

Κίνδυνοι στις προβλέψεις και την αποτίμηση

- Η σημαντική εξάρτηση των εσόδων του ομίλου από τις συνθήκες στην αγορά.
- Η πιο ακριβή τιμολογιακή πολιτική των Ελληνικών Χρηματιστηρίων σε σχέση με τα υπόλοιπα Χρηματιστήρια.
- Το νέο κανονιστικό πλαίσιο της οδηγίας MiFid (που ισχύει από 1 Ιανουαρίου 2008) που οδηγεί σε αύξηση του ανταγωνισμού και σε πιθανή μείωση των συνολικών εσόδων.
- Ο νέος φόρος επί των κεφαλαιακών κερδών για βραχυπρόθεσμου ορίζοντα επενδύσεις σε μετοχές και ο νέος φ΄ροος στα διανεμόμενα κέρδη πιθανόν να μειώσει την ελκυστικότητα του ελληνικού χρηματιστηρίου εάν δεν ικανοποιεί συγκεκριμένα κριτήρια (π.χ. αποφυγή διπλής φορολόγησης ξένων επενδυτών, γραφειοκρατικές διαδικασίες κλπ.).

Πρόσθετες Πληροφορίες

1. Για πρόσθετες πληροφορίες που αφορούν τις παραπάνω εταιρείες, παρακαλώ όπως παραπεμφθείτε στην τελευταία λεπτομερή έκθεση ανάλυσης για την κάθε εταιρεία. Οι αναλύσεις μας είναι διαθέσιμες στο δικτυακό τόπο www.ibg.gr, www.marfininvest.com, στο Bloomberg (λειτουργία IBGR), στην ιστοσελίδα Thomson One Analytics και στην ιστοσελίδα Reuters.

2. Όλες οι τιμές καθώς και οι δείκτες αποτίμησης που περιλαμβάνονται σε αύτή την έκθεση ανάλυσης είναι βασισμένες στις τιμές κλεισίματος της τελευταίας συνεδρίασης του ΧΑ, εκτός αν υποδεικνύεται κάποια άλλη.

3. Το αρχείο αυτό μπορεί να διανεμηθεί στις Ηνωμένες Πολιτείες αποκλειστικά στους 'μεγάλους θεσμικούς επενδυτές των Ηνωμένων Πολιτειών', όπως καθορίζεται από τον κανόνα 15a-6 υπό την US Securities Exchange Act του 1934. Κάθε πρόσωπο που λαμβάνει αντίγραφο, με την αποδοχή του, συμφωνεί ότι δεν θα διανείμει ή δεν θα καταστήσει διαθέσιμο το αρχείο σε κανένα άλλο πρόσωπο.

4. ΠΕΡΙΣΣΟΤΕΡΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΕΙΝΑΙ ΔΙΑΘΕΣΙΜΕΣ ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΑΙΤΗΣΗ.

Members of ESN (European Securities Network LLP)

Banca Akros S.p.A.
Viale Eginardo, 29
20149 Milano
Italy
Phone: +39 02 43 444 389
Fax: +39 02 43 444 302

Danske Markets Equities
Holmens Kanal 2-12
DK-1092 Copenhagen K
Denmark
Phone: +45 45 12 00 00
Fax: +45 45 14 91 87

Bank Degroof
Rue de l'Industrie 44
1040 Brussels
Belgium
Phone: +32 2 287 91 16
Fax: +32 2 231 09 04

Equinet AG
Gräfstraße 97
60487 Frankfurt am Main
Germany
Phone:+49 69 – 58997 – 410
Fax:+49 69 – 58997 – 299

Caixa-Banco de Investimento
Rua Barata Salgueiro, 33-5
1269-050 Lisboa
Portugal
Phone: +351 21 389 68 00
Fax: +351 21 389 68 98

Investment Bank of Greece
24B, Kifisias Avenue
151 25 Marousi
Greece
Phone: +30 210 81 73 000
Fax: +30 210 68 96 325

Caja Madrid Bolsa S.V.B.
Serrano, 39
28001 Madrid
Spain
Phone: +34 91 436 7813
Fax: +34 91 577 3770

NCB Stockbrokers Ltd.
3 George Dock,
Dublin 1
Ireland
Phone: +353 1 611 5611
Fax: +353 1 611 5781

CM - CIC Securities
6, avenue de Provence
75441 Paris
Cedex 09
France
Phone: +33 1 4016 2692
Fax: +33 1 4596 7788

SNS Securities N.V.
Nieuwezijds Voorburgwal 162
P.O.Box 235
1000 AE Amsterdam
The Netherlands
Phone: +31 20 550 8500
Fax: +31 20 626 8064

Για επιπρόσθετες πληροφορίες, παρακαλούμε επισκεφθείτε την ιστοσελίδα www.esnpartnership.eu καθώς και τις παρακάτω:
www.bancaakros.it
www.caixabi.pt
www.cajamadrid.es
www.cmcics.com
www.danskeequities.com
www.degroof.be
www.equinet-ag.de
www.ibg.gr
www.ncb.ie
www.snssecurities.nl

European Securities Network LLP
Registered office c/o Withers LLP
16 Old Bailey - London EC4M 7EG