

Έκθεση Γνωμοδότησης

αναφορικά με το λογικό και δίκαιο του τιμήματος εξαγοράς μη εισηγμένης εταιρίας με βάση την παράγραφο 4.1.3.13.2 «Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών» του κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Ιούνιος 2022



Προσωπικό και Εμπιστευτικό

Προς το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας

INTRALOT A.E.

19 χλμ, Λεωφόρος Μαρκοπούλου
190 02, Παιανία
Ελλάδα

14 Ιουνίου 2022

Έκθεση Ορκωτού Ελεγκτή για τους σκοπούς της παραγράφου 4.1.3.13.2 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Αξιότιμοι Κύριοι,

Ακολουθεί συνοπτική παράθεση της έκθεσης ορκωτού ελεγκτή-λογιστή αναφορικά με το λογικό και δίκαιο του τιμήματος εξαγοράς μη εισηγμένης εταιρίας σύμφωνα με την παράγραφο 4.1.3.13.2 και εδάφιο γ) «Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών» του κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Πιο συγκεκριμένα, η Intralot A.E. (εφεξής η «Intralot» ή η «Εταιρία») και η καθ' ολοκληρίαν θυγατρική της, Intralot Global Holdings B.V (εφεξής η «Intralot Global»), έχουν υπογράψει σύμβαση αγοράς μετοχών δια της οποίας η ως άνω θυγατρική θα αγοράσει 34.270.680 μετοχές (ή 34,27%) μετοχές της Intralot US Securities B.V. (εφεξής η «Εξαγοραζόμενη Εταιρία») από άλλους σημερινούς μετόχους. Η Εξαγοραζόμενη Εταιρία κατέχει εμμέσως το 100% των μετοχών της Intralot Inc. που έχει συσταθεί υπό τους νόμους της πολιτείας της Georgia των Η.Π.Α.

PricewaterhouseCoopers Ανώνυμη Ελεγκτική Εταιρεία
Λεωφ. Κηφισίας 268, 15232 Χαλάνδρι, Τηλ:+30 210 6874400, Φαξ:+30 210 6874444, www.pwc.gr

Λ Κηφισίας 260, 152 32 Χαλάνδρι
ΦΙΛΙΠΠΟΣ Business Center Αγίας Αναστασίας & Λαέρτου 16, 55535 Θεσσαλονίκη, Τ: +30 2310 488880 F:+30 2310 459487

Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή	3
1.1. Σύντομη Παρουσίαση Εταιριών	4
1.1.1. Intralot A.E. & Intralot Inc.	4
2. Περιορισμοί & Διευκρινίσεις	5
3. Πηγές Πληροφόρησης	7
4. Μεθοδολογίες Αποτίμησης	8
4.1. Σύνοψη Μεθόδων Αποτίμησης	8
4.2. Περιγραφή Μεθόδων Αποτίμησης	9
4.2.1. Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (DCF)	9
4.2.2. Μέθοδος Συγκρίσιμων Εισηγμένων Εταιριών	10
4.2.3. Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών	10
4.3. Συντελεστές Στάθμισης	11
5. Εύρος Αποτίμησης & Συμπέρασμα	13

1. Εισαγωγή

Η Εταιρία με απόφαση της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης, με ημερομηνία 23.5.2022, εξουσιοδότησε το Διοικητικό της Συμβούλιο να προχωρήσει στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά. Επίσης, η Εταιρία και η θυγατρική της στην Ολλανδία, Intralot Global, έχουν υπογράψει σύμβαση αγοράς μετοχών δια της οποίας, η ως άνω θυγατρική θα αγοράσει 34.270.680 μετοχές (ή 34,27%) της Εξαγοραζόμενης Εταιρίας από άλλους σημερινούς μετόχους της έναντι €3,65 ανά μετοχή, ήτοι συνολικά έναντι €125.087.982.

Στο πλαίσιο αυτό, η PricewaterhouseCoopers Ανώνυμη Ελεγκτική Εταιρία (εφεξής η «PwC») διορίστηκε από την Intralot να ενεργήσει ως εμπειρογνώμονας με σκοπό την σύνταξη γνωμοδότησης (εφεξής η «Γνωμοδότηση») για το λογικό και δίκαιο του τιμήματος εξαγοράς της Εξαγοραζόμενης Εταιρίας, κατόπιν αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά στην Εταιρία (εφεξής η «Συναλλαγή»). Σημειώνεται, ότι η Εξαγοραζόμενη Εταιρία κατέχει εμμέσως το 100% των μετοχών της Intralot Inc., οι οποίες αποτελούν το μοναδικό της περιουσιακό στοιχείο.

Για την υλοποίηση του ως άνω έργου προχωρήσαμε στην διενέργεια αποτίμησης (εφεξής η «Αποτίμηση») i) της εταιρίας Intralot Inc. και ii) της εταιρίας DC09 LLC (εφεξής η «DC09»), η οποία είναι κατά 49% θυγατρική της Intralot Inc., (εφεξής από κοινού οι «Εταιρίες-Στόχοι»), ενώ η άσκηση αποτίμησης μας πραγματοποιήθηκε με βάση την μέθοδο του αθροίσματος των μερών («Sum of the Parts»), με κοινή ημερομηνία αναφοράς την 31^η Δεκεμβρίου 2021 (εφεξής η «Ημερομηνία Αποτίμησης»). Σημειώνεται, ότι στην αποτίμηση της Intralot Inc. περιλαμβάνεται και η αξία της Intralot Tech Single Member A.E., 100% θυγατρική εταιρία της Intralot Inc.

Η εν λόγω Γνωμοδότηση παρουσιάζει τις πληροφορίες και τα στοιχεία, στα οποία βασιστήκαμε για την Αποτίμηση των Εταιριών-Στόχων που εμπλέκονται στην Συναλλαγή, τους περιορισμούς της εργασίας μας και τις μεθοδολογίες που εξετάστηκαν για να προσδιοριστεί το εύρος αξιών των Εταιριών-Στόχων μετά την επιλογή και εφαρμογή των κατάλληλων μεθόδων αποτίμησης.

Η Γνωμοδότηση αυτή έχει συνταχθεί αποκλειστικά για λογαριασμό της Intralot, θα υποβληθεί στις εκ του νόμου απαιτούμενες διατυπώσεις δημοσιότητας και θα είναι παράρτημα του Πρακτικού Δ.Σ. και ως εκ τούτου έγγραφο στη διάθεση του επενδυτικού κοινού. Επίσης η Γνωμοδότησή μας έχει συνταχθεί μόνο για το σκοπό που περιγράφεται στην παρούσα έκθεση και ως εκ τούτου δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για κανέναν άλλο σκοπό.

1.1. Σύνοψη Παρουσίαση Εταιριών

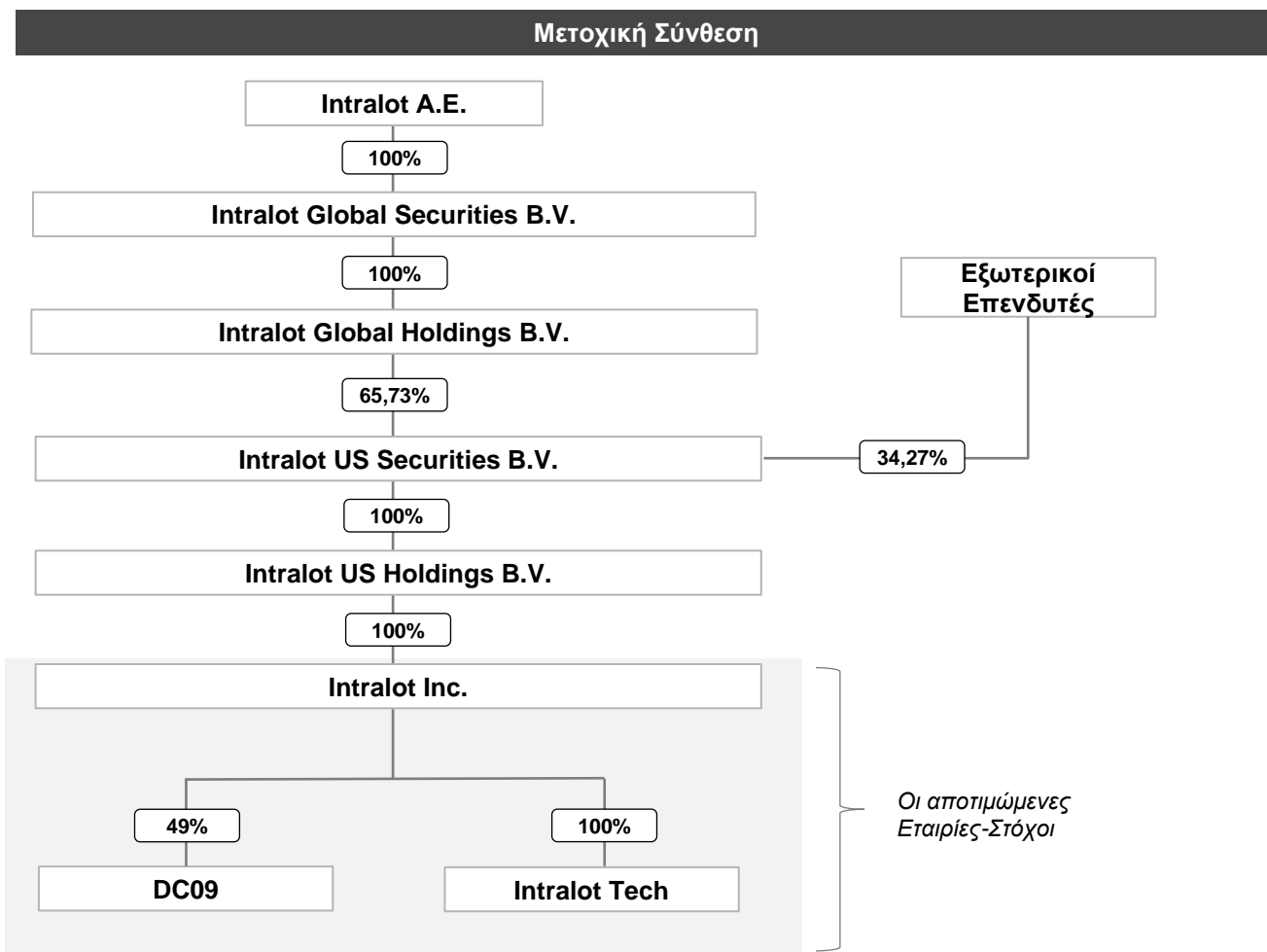
1.1.1. Intralot A.E. & Intralot Inc.

Η Intralot ιδρύθηκε το 1992, είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών, και δραστηριοποιείται στον τεχνολογικό τομέα, στον χώρο των τυχερών παιγνίων, καθώς και στην αδειοδοτημένη λειτουργία τυχερών παιγνίων διεθνώς.

Πιο συγκεκριμένα, έχει παρουσία σε 41 κράτη και πολιτείες, ενώ οι υπηρεσίες της περιλαμβάνουν την παροχή διαδραστικών τυχερών παιχνιδιών, υπηρεσιών οργάνωσης αθλητικού στοιχήματος καθώς και την διαχείριση αριθμολαχείων, μεταξύ άλλων.

Η Intralot Inc. ιδρύθηκε το 2002 και δραστηριοποιείται στην εγκατάσταση διαδικτυακών τερματικών λοταριών, παρέχοντας συστήματα τυχερών παιγνίων σε 12 Πολιτείες των ΗΠΑ. Τον Οκτώβριο του 2019, η Intralot Inc. ίδρυσε την κατά 100% θυγατρική της, Intralot Tech Single Member A.E., που εδρεύει στην Ελλάδα και δραστηριοποιείται στον τομέα της ανάπτυξης λογισμικού και παροχής πληροφοριακών συστημάτων. Επιπλέον, η Intralot Inc. κατέχει το 49% των μετοχών της DC09, η οποία είναι εταιρεία περιορισμένης ευθύνης που συστάθηκε το 2010 για σκοπούς διαχείρισης της λαχειοφόρου αγοράς της Περιφέρειας της Κολούμπια.

Το παρακάτω διάγραμμα αποτυπώνει την μετοχική σύνθεση του ομίλου:



2. Περιορισμοί & Διευκρινίσεις

Παρακάτω παραθέτουμε σημαντικές παρατηρήσεις και περιορισμούς που διέπουν την εργασία μας:

- α. Όλα τα ιστορικά στοιχεία και οι πληροφορίες σχετικά με τις Εταιρίες-Στόχους μας χορηγήθηκαν από την διοίκηση της Intralot (εφεξής η «Διοίκηση»), όπως επίσης και οι εκτιμήσεις σχετικά με τη μελλοντική εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών τους, τις οποίες θεωρήσαμε ως ακριβείς και πλήρεις, χωρίς να διενεργήσουμε ανεξάρτητο έλεγχο.
- β. Η PwC δεν έχει επαληθεύσει ούτε αξιολογήσει τις πληροφορίες που μας παρείχε η Διοίκηση και έχει βασιστεί στην υπογεγραμμένη βεβαιωτική επιστολή («Representation Letter») που μας παρείχε η Διοίκηση, δηλώνοντας ότι οι πληροφορίες που περιέχονται στην έκθεση αποτίμησης στην οποία στηρίχθηκε η παρούσα Γνωμοδότηση είναι ουσιαστικά ακριβείς και πλήρεις και ως εκ τούτου αποτελούν αξιόπιστη βάση για την διενέργεια του έργου μας. Η PwC, οι εταίροι, οι αντιπρόσωποι, τα στελέχη και οι υπάλληλοι αυτής δε δύνανται, ούτε είναι εντεταλμένοι, να αντιπροσωπεύσουν, εγγυηθούν ή αναλάβουν ευθύνη, σχετικά με τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται σε αυτήν την έκθεση και καμία ευθύνη ή υποχρέωση δεν αναλαμβάνεται για την ακρίβεια, πληρότητα ή το εύλογο των πληροφοριών αυτών. Ως εκ τούτου, η PwC δεν φέρει ευθύνη σε περίπτωση που αποδειχτεί ότι η Διοίκηση της Intralot έχει αποκρύψει σημαντικά γεγονότα ή άλλα στοιχεία.
- γ. Η εργασία αποτίμησης εταιριών/δραστηριοτήτων δε μπορεί να θεωρηθεί ακριβής επιστήμη και τα συμπεράσματα στα οποία η εργασία αυτή καταλήγει είναι, σε πολλές περιπτώσεις, υποκειμενικά και εξαρτώνται από την κρίση εκείνου που διενεργεί την αποτίμηση. Οι γνωματεύσεις μπορεί να διαφέρουν λόγω των διαφόρων ιδιαιτέρων εκτιμήσεων που πρέπει να γίνουν, ακόμα και αν χρησιμοποιηθούν τα ίδια δεδομένα και οι ίδιες παραδοχές. Συνεπώς, δεν υπάρχει μία μοναδική μέθοδος για τον προσδιορισμό μίας αδιαμφισβήτητης αξίας, αν και οι κοινώς αποδεκτές μέθοδοι είναι απαραίτητες για τον καθορισμό του εύλογου των συμπερασμάτων.
- δ. Τα αποτελέσματα της εργασίας μας εξαρτώνται από τις χρηματοοικονομικές αναλύσεις που μας παρείχε η Διοίκηση. Οι αναλύσεις αυτές βασίζονται σε μελλοντικά γεγονότα όπου δύνανται να επηρεαστούν από απρόβλεπτα περιστατικά όπως αλλαγές στο μακροοικονομικό περιβάλλον, στις συνθήκες των αγορών που δραστηριοποιούνται, στο φορολογικό καθεστώς και άλλα γεγονότα που δεν δύνανται να προβλεφθούν στην παρούσα χρονική στιγμή. Συνεπώς, δε μπορούμε να διαβεβαιώσουμε ότι η πραγματική εικόνα των Εταιριών-Στόχων θα είναι αυτή που προβλέπεται από την Διοίκηση και σημαντικές αποκλίσεις μπορεί να εμφανιστούν.
- ε. Η PwC δεν παρέχει γνώμη σχετικά με τις ως άνω χρηματοοικονομικές αναλύσεις, ούτε των βασικών παραδοχών αυτών.
- στ. Η Γνωμοδότηση βασίζεται στις επιχειρηματικές, οικονομικές και άλλες συνθήκες της αγοράς που επικρατούν κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης. Δεν έχουμε οποιαδήποτε υποχρέωση αναθεώρησης της γνώμης μας σε περίπτωση αλλαγής των συνθηκών σε μεταγενέστερο στάδιο, εκτός αν μας ζητηθεί γραπτώς να το κάνουμε από το διοικητικό συμβούλιο της Intralot.
- ζ. Η εργασία Αποτίμησής μας προϋποθέτει ότι οι Εταιρίες-Στόχοι δεν έχουν άλλα περιουσιακά στοιχεία ή δικαιώματα σε αυτά ή ενδεχόμενες υποχρεώσεις πλέον των όσων παρουσιάζονται στις οικονομικές καταστάσεις ή μας επικοινωνήθηκαν από την Διοίκηση, ή ουσιώδεις υποχρεώσεις, άλλες πέρα από αυτές που συνάδουν με τις συνήθεις δραστηριότητές της, ούτε υπάρχει κάποια σημαντική δικαστική υπόθεση σε εκκρεμότητα, η οποία θα είχε ουσιώδη επίπτωση στην ανάλυση που διενεργήσαμε.

- η. Η εργασία μας δεν αποτελεί σε καμία περίπτωση διενέργεια πλήρους λογιστικού, φορολογικού, τεχνικού ή νομικού ελέγχου (full-scope audit) ή επισκόπησης των οικονομικών καταστάσεων των Εταιριών-Στόχων και για το λόγο αυτό η παρούσα Γνωμοδότηση δεν αποτελεί πιστοποιητικό ή έκθεση ελέγχου και δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον σκοπό αυτό. Δεν εκφέρουμε γνώμη ή οποιαδήποτε άλλη μορφή διαβεβαίωσης για τις παραδοχές που έχουν υιοθετηθεί ή για το εάν οι προβλεπόμενες οικονομικές καταστάσεις έχουν ετοιμασθεί σύμφωνα με τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές.
- θ. Βασική αρχή για την εργασία της Αποτίμησης αποτελεί η παραδοχή ότι οι Εταιρίες-Στόχοι θα συνεχίσουν απρόσκοπτα τις εργασίες τους στο απώτερο μέλλον («going concern principle»).
- ι. Για τους σκοπούς της αποτίμησης των Εταιριών-Στόχων εφαρμόστηκαν τουλάχιστον δύο (2) διαφορετικές μέθοδοι αποτίμησης οι οποίες κρίνονται ως κατάλληλες για την συγκεκριμένη περίπτωση.
- ια. Τέλος, διευκρινίζεται ότι, ο υπογράφων της παρούσας έκθεσης ενεργεί ως ανεξάρτητος εμπειρογνώμονας, και δεν συνδέεται με οποιονδήποτε τρόπο με την Εξαγοραζόμενη Εταιρία και τις Εταιρίες-Στόχους κατά την τελευταία πενταετία.

3. Πηγές Πληροφόρησης

Για την υλοποίηση της εργασίας μας, έγιναν εσωτερικές συζητήσεις με την Διοίκηση για διευκρινήσεις σχετικά με την αποτίμηση των Εταιριών-Στόχων, αλλά και χρήση πληροφοριών και στοιχείων συμπεριλαμβανομένων των παρακάτω:

- α. Τα επιχειρηματικά σχέδια της Intralot Inc. και της DC09 για την χρονική περίοδο 2022 – 2025, τα οποία παραδόθηκαν στην PwC από την Διοίκηση, τα οποία περιλαμβάνουν μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές αναλύσεις ανά πολιτεία για τις υφιστάμενες δραστηριότητες των Εταιριών-Στόχων καθώς και πληροφορίες αναφορικά με μελλοντικές δραστηριότητες, τα συμβόλαια των οποίων βρίσκονται σε διαπραγματεύσεις.
- β. Οικονομικές καταστάσεις και ισοζύγια της Intralot Inc. και της DC09 για την χρήση 2021.
- γ. Ιστορικές οικονομικές καταστάσεις της Intralot Inc. και της DC09 για την περίοδο 2017 - 2020.
- δ. Ανάλυση πωλήσεων και εξόδων των Εταιριών-Στόχων όπως παρακολουθούνται εσωτερικά από την Διοίκηση, βάσει management accounts.
- ε. Ανάλυση δανειακών υποχρεώσεων και χρηματοδοτικών μισθώσεων κατά την 31.12.2021.
- στ. Ανάλυση κεφαλαίου κίνησης ήτοι εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις, εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις, και αποθέματα.
- ζ. Ανάλυση κεφαλαιουχικών δαπανών ανά πολιτεία (λχ. ανανέωση συμβολαίων).
- η. Προβλέψεις για την εξέλιξη της Αμερικάνικης οικονομίας καθώς και του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιούνται οι Εταιρίες-Στόχοι.
- θ. Γενικά μακροοικονομικά μεγέθη και χρηματοοικονομικούς δείκτες από ιστοσελίδες και βάσεις δεδομένων που χρησιμοποιούνται ευρέως για σκοπούς αποτίμησης εταιριών, όπως οι παρακάτω:
 - 1. Πάροχος δεδομένων αγοράς Thomson Reuters Eikon
 - 2. Βάση δεδομένων MergerMarket
 - 3. International Monetary Fund (IMF)
 - 4. Λοιπές διεθνείς βάσεις δεδομένων και μελέτες

4. Μεθοδολογίες Αποτίμησης

4.1. Σύνοψη Μεθόδων Αποτίμησης

Οι αποτιμήσεις διενεργήθηκαν σύμφωνα με τις γενικώς παραδεκτές αρχές και μεθόδους που ακολουθούνται διεθνώς, αφού λήφθηκε υπόψη ο βαθμός καταλληλότητας της κάθε μεθόδου. Τόσο η καταλληλότητα των μεθόδων που υιοθετήθηκαν για τη συγκεκριμένη περίπτωση όσο και η βαρύτητα που αποδόθηκε σε κάθε μία από αυτές είναι οι ενδεδειγμένες και λογικές για την προκειμένη περίπτωση.

Η έκθεση γνώμης για το λογικό και δίκαιο του τιμήματος εξαγοράς βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία, καθώς και σε λοιπές πληροφορίες και στοιχεία που η Διοίκηση έθεσε υπόψη μας και βεβαίωσε περί της ακριβείας και πληρότητάς τους.

Ειδικότερα, εφαρμόστηκαν, κατά περίπτωση, οι κατωτέρω διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης:

Μέθοδοι αποτίμησης	Intralot Inc.	DC09
Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (DCF)	✓	✓
Μέθοδος Συγκρίσιμων Εισηγμένων Εταιριών / Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	✓	✓
Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών	✓	✗

Στο πλαίσιο της εργασίας μας χρησιμοποιήσαμε την μέθοδο του αθροίσματος των μερών («Sum of The Parts»), όπου αθροίσαμε το 100% της αξίας της Intralot Inc. και το 49% της αξίας της DC09, που προέκυψε από τις άνω μεθόδους αποτίμησης, έτσι ώστε να καταλήξουμε στην αγοραία αξία των Εταιριών-Στόχων και, συνεπώς, της Εξαγοραζόμενης Εταιρίας.

Δυσχέρειες κατά την εκτίμηση της αξίας των Εταιριών-Στόχων, σύμφωνα με τις προαναφερθείσες μεθόδους, δεν προέκυψαν.

Η γενική περιγραφή των μεθόδων, ο τρόπος εφαρμογής τους, οι κυριότερες υποθέσεις εργασίας παρατίθενται στη συνέχεια.

4.2. Περιγραφή Μεθόδων Αποτίμησης

4.2.1. Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (DCF)

Η μέθοδος DCF αποτελεί στην προκειμένη περίπτωση την πλέον ενδεδειγμένη μέθοδο αποτίμησης του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρίας καθώς λαμβάνει υπόψη το ιστορικό και την πρόσφατη πορεία της εταιρίας και ταυτοχρόνως δίνει έμφαση στη μελλοντική δυνατότητα αυτής να αναπτυχθεί και να προσφέρει αξία στους μετόχους της. Αν και η μέθοδος αυτή εμπεριέχει εγγενείς δυσκολίες, καταλήγει σε ένα εύρος αγοραίων αξιών του συνόλου του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης βασισμένη στην παρούσα αξία των ταμειακών ροών που αναμένεται ότι η επιχείρηση θα έχει στο μέλλον. Η μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών περιλαμβάνει τα εξής βήματα:

- α. υπολογισμός των μελλοντικών ταμειακών ροών (ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση) για την περίοδο του επιχειρηματικού πλάνου (συνήθως 5ετές),
- β. υπολογισμός της αξίας της επιχείρησης στο διηνεκές (δηλαδή της αξίας των ταμειακών ροών μετά το τελευταίο έτος του επιχειρηματικού πλάνου),
- γ. υπολογισμός του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου (Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου – WACC),
- δ. Προεξόφληση των Ταμειακών Ροών και της αξίας στο διηνεκές ώστε να προκύψει η αξία της επιχείρησης,
- ε. αφαίρεση του καθαρού δανεισμού, ώστε να προκύψει η αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας,
- στ. προσθήκη πλεοναζόντων περιουσιακών στοιχείων και αξίας συμμετοχών.

Όπως γίνεται αντιληπτό, απαραίτητη προϋπόθεση για την χρήση της μεθόδου αυτής είναι η ύπαρξη αξιόπιστων προβλέψεων για τις μελλοντικές ταμειακές ροές μιας εταιρίας, οι οποίες θα προεξοφληθούν στην ημερομηνία αποτίμησης με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο.

Οι προβλέψεις αυτές βασίζονται στο επιχειρηματικό σχέδιο της υπό αποτίμηση εταιρίας, το οποίο πρέπει να καλύπτει τουλάχιστον μια τριετία ή, ιδανικά, μια πενταετία προκειμένου να εξαχθούν επαρκή στοιχεία για τη χρήση της μεθόδου DCF.

Επιπροσθέτως, αξιολογήθηκαν οι βασικές παράμετροι διαμόρφωσης της αξίας των Εταιριών-Στόχων όπου εφαρμόστηκε ανάλυση ευαισθησίας («sensitivity analysis») επί αυτών για να προσδιορισθεί η επίδραση της απόκλισής τους από το βασικό σενάριο επί του αποτελέσματος της αναλύσεως μας. Σε όλες τις προαναφερθείσες περιπτώσεις της ανάλυσης ευαισθησίας, οι λοιπές παραδοχές διατηρήθηκαν σταθερές σε σχέση με το βασικό σενάριο.

4.2.2. Μέθοδος Συγκρίσιμων Εισηγμένων Εταιριών

Η μέθοδος των συγκρίσιμων εισηγμένων εταιριών προσδιορίζει την αγοραία αξία μίας εταιρίας συγκρίνοντάς την με εισηγμένες εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε παρόμοιους κλάδους. Οι συνθήκες και οι προοπτικές των εταιριών που δραστηριοποιούνται σε παρόμοιους τομείς εξαρτώνται από κοινούς παράγοντες όπως η συνολική ζήτηση για τα προϊόντα και τις υπηρεσίες τους. Η ανάλυση των δεικτών κεφαλαιαγοράς («multiples») των εταιριών που δραστηριοποιούνται σε παρόμοιες αγορές προσφέρει μία εικόνα για τις αντιλήψεις των επενδυτών και ως εκ τούτου, της αξίας της εταιρίας που επιθυμούμε να αποτιμήσουμε.

Αφού εντοπίσουμε και επιλέξουμε τις συγκρίσιμες εισηγμένες εταιρίες, τα επιχειρηματικά και οικονομικά τους προφίλ αναλύονται για να διαπιστωθεί εάν υπάρχει επίσης ομοιότητα. Οι δείκτες κεφαλαιαγοράς βάσει της κεφαλαιοποίησης ή της αξίας επιχείρησης των εισηγμένων εταιριών υπολογίζονται και έπειτα, εφαρμόζονται στα λειτουργικά αποτελέσματα της υπό εξέταση εταιρίας ώστε να εκτιμήσουμε ένα εύρος αξιών για την εταιρία.

4.2.3. Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Η μέθοδος των συγκρίσιμων συναλλαγών έχει ως σκοπό τον υπολογισμό πολλαπλασιαστών επί βασικών οικονομικών μεγεθών εταιριών, οι οποίες υπήρξαν πρόσφατα στόχοι εξαγορών ή συγχωνεύσεων και τους οποίους οι ενδιαφερόμενοι χρησιμοποίησαν τη δεδομένη χρονική στιγμή της συναλλαγής για την αποτίμησή τους. Η μέθοδος αυτή επίσης συμπεριλαμβάνει την ανάλυση πρόσφατων συναλλαγών που αφορούν στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας η οποία αποτιμάται.

Η επιλογή των δεικτών που χρησιμοποιούνται για τη σύγκριση τους με την χρηματιστηριακή αξία των εταιριών εξαρτάται κατά περίπτωση από τον κλάδο και το είδος των προϊόντων ή υπηρεσιών που οι συγκεκριμένες εταιρίες παρέχουν.

Αξία Συναλλαγής («ΑΣ»), η οποία συνήθως αναφέρεται στην αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εξαγοραζόμενης. Στην περίπτωση που η αγοράστρια εταιρία αναλαμβάνει και το δανεισμό της υπό εξαγορά εταιρίας στόχου τότε αναφερόμαστε στην αξία επιχείρησης.

Από την συνολική υπολογισθείσα αξία σε επίπεδο εταιρίας αφαιρείται ο καθαρός δανεισμός κατά την ημερομηνία αποτίμησης προκειμένου να υπολογιστεί η αξία των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρίας ενώ παράλληλα προστίθεται η αξία των μη-λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων (εφόσον αυτά υφίστανται).

Οι Δείκτες / Πολλαπλασιαστές που καταρτίζονται στις ως άνω μεθόδους είναι συνήθως οι ακόλουθοι:

- ΑΕ / Κύκλος Εργασιών
- ΑΕ / ΚΠΦΤΑ
- ΑΕ / ΚΠΦΤ

Για τους σκοπούς της άσκησης μας βασιστήκαμε αποκλειστικά στον δείκτη ΑΕ / ΚΠΦΤΑ, καθώς οι λοιποί δείκτες (ΑΕ / Κύκλος Εργασιών και ΑΕ / ΚΠΦΤ) δεν οδήγησαν σε εύλογα αποτελέσματα.

4.3. Συντελεστές Στάθμισης

Intralot Inc.		
Μεθοδολογία	Εφαρμογή και Στάθμιση	Σχόλια
Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (DCF)	Εφαρμόστηκε με βάρος 80%	Η μέθοδος DCF επελέγη ως η βασική μέθοδος αποτίμησης εφόσον ενσωματώνει την δυναμική, τις προοπτικές αλλά και τους κίνδυνους ανάπτυξης της εταιρίας καθώς και θεμελιώδεις παράγοντες της επιχείρησης (περιθώρια κερδοφορίας, ρυθμοί ανάπτυξης, το κόστος δανεισμού, κτλ.)
Μέθοδος Συγκρίσιμων Εισηγμένων Εταιριών / Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	Εφαρμόστηκε με βάρος 10%	Η συγκεκριμένη μέθοδος λειτουργεί ως συμπληρωματική μέθοδο της Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών για να επιβεβαιώσει το εύρος των αποτελεσμάτων και για αυτό ευλόγως χρησιμοποιήθηκε με συγκριτικά χαμηλότερη στάθμιση σε σχέση με την βασική μέθοδο
Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών	Εφαρμόστηκε με βάρος 10%	Η συγκεκριμένη μέθοδος λειτουργεί ως συμπληρωματική μέθοδο της Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών για να επιβεβαιώσει το εύρος των αποτελεσμάτων και για αυτό ευλόγως χρησιμοποιήθηκε με συγκριτικά χαμηλότερη στάθμιση σε σχέση με την βασική μέθοδο

DC09

Μεθοδολογία	Εφαρμογή και Στάθμιση	Σχόλια
Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (DCF)	Εφαρμόστηκε με βάρος 90%	Η μέθοδος DCF επελέγη ως η βασική μέθοδος αποτίμησης εφόσον ενσωματώνει την δυναμική, τις προοπτικές αλλά και τους κίνδυνους ανάπτυξης της εταιρίας καθώς και θεμελιώδεις παράγοντες της επιχείρησης (περιθώρια κερδοφορίας, ρυθμοί ανάπτυξης, το κόστος δανεισμού, κτλ.)
Μέθοδος Συγκρίσιμων Εισηγμένων Εταιριών / Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	Εφαρμόστηκε με βάρος 10%	Η συγκεκριμένη μέθοδος λειτουργεί ως συμπληρωματική μέθοδο της Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών για να επιβεβαιώσει το εύρος των αποτελεσμάτων και για αυτό ευλόγως χρησιμοποιήθηκε με συγκριτικά χαμηλότερη στάθμιση σε σχέση με την βασική μέθοδο
Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών	Δεν συνεκτιμήθηκε	Η συγκεκριμένη μέθοδος εφαρμόστηκε αλλά εν τέλει δεν συνεκτιμήθηκε στα αποτελέσματά μας, καθώς οι δείκτες από συγκρίσιμες συναλλαγές δεν απέδιδαν ουσιαστικά αποτελέσματα.

5. Εύρος Αποτίμησης & Συμπέρασμα

Βάσει των ανωτέρω μεθόδων που περιγράφηκαν στην Ενότητα 4, προέκυψαν τα ακόλουθα εύρη αξιών ανά εταιρία:

Εταιρίες	Εύρος Αποτίμησης (εκ.)
Intralot Inc. (100%) – Σταθμισμένη Αξία	\$364,1 – \$455,6
DC09 (49%) – Σταθμισμένη Αξία	\$17,8 – \$21,5
Σταθμισμένη Συνολική Αξία (\$)	\$381,9 – \$477,1
<i>EUR / USD Ισοτιμία με 31/12/2021 (πηγή: Reuters)</i>	<i>1,137</i>
Σταθμισμένη Συνολική Αξία (€)	€335,9 – €419,6
Σταθμισμένη Συνολική Αξία για το 34,27% των Μετοχών	€115,1 – €143,8

Για τον προσδιορισμό του εύρους σχέσης αξιών των Εταιριών-Στόχων εφαρμόστηκαν οι προαναφερθείσες μέθοδοι λαμβάνοντας υπόψη τους συντελεστές στάθμισης. Πιο συγκεκριμένα, για τον προσδιορισμό του ανώτατου και κατώτατου ορίου του εύρους της σχέσης αξιών της Intralot Inc., συνδυάστηκε η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, των συγκρίσιμων συναλλαγών καθώς και των συγκρίσιμων εταιριών, ενώ για την DC09 συνδυάστηκε η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, καθώς και των συγκρίσιμων εταιριών.

Το σταθμισμένο εύρος συνολικής αξίας σε Ευρώ ανέρχεται μεταξύ €335,9εκ. και €419,6εκ, βάσει συναλλακτικής ισοτιμίας με ημερομηνία 31 Δεκεμβρίου 2021, ενώ το τελικό εύρος αξιών για το 34,27% των μετοχών κυμαίνεται μεταξύ €115,1εκ. και €143,8εκ.

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, και ειδικότερα ότι οι μέθοδοι αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν είναι κατάλληλες για την συγκεκριμένη αποτίμηση, καθώς και ότι το ποσό του τιμήματος εξαγοράς, ήτοι περίπου €125,1εκ., βρίσκεται εντός του αντίστοιχου εύρους αξιών που προσδιορίσαμε, θεωρούμε ότι το εν λόγω ποσό του τιμήματος της εξαγοράς είναι λογικό και δίκαιο από χρηματοοικονομική άποψη.

Με εκτίμηση,



ΔΗΜΗΤΡΗΣ ΣΟΥΡΜΠΗΣ
Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Λ. 16891