



GUARDIAN TRUST
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ.

Έκθεση Αποτίμησης

Αναλυτική έκθεση χρηματοοικονομικού
συμβούλου για την αποτίμηση και
γνωμοδότηση για το δίκαιο και εύλογο
εύρος της αξίας των μετοχών της εταιρείας
Vivere Entertainment Εμπορική &
Συμμετοχών Ανώνυμη Εταιρεία

Βασίλης Σωτηρόπουλος, αναλυτής

24/5/2011



Προβλεπόμενη στο άρθρο 15 § 2 του ν. 3461/2006 λεπτομερής έκθεση χρηματοοικονομικού συμβούλου, για την από 4/4/2011 δημόσια πρόταση της Goldener Limited, όπως αυτή αναλύεται στο από 12/5/2011 εγκεκριμένο από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Πληροφοριακό Δελτίο.

Πίνακας περιεχομένων

Εμπλεκόμενα πρόσωπα	4
Η «εταιρεία» ή «Vivere»	4
Ο «σύμβουλος»	4
Ο «προτείνων»	4
Ο «σύμβουλος του προτείνοντα»	4
Συγκυρία	5
Σκοπός	6
Παρουσίαση εταιρείας	7
Αντικείμενο εργασιών	7
Ιστορικό	7
Πηγές	9
Κίνδυνοι και περιορισμοί	10
Αποτίμηση	12
Υποθέσεις εργασίας	12
Μεθοδολογία προεξόφλησης χρηματικών ροών	12
Οικονομικές καταστάσεις της Vivere	13
Οικονομικές καταστάσεις της θυγατρικής	16
Ελεύθερες χρηματικές ροές στην εταιρεία	17
Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC)	18
Υπολειμματική αξία Vivere	23
Καθαρή παρούσα αξία της επιχειρηματικής δραστηριότητας	25
Αξία των κοινών μετοχών	26
Αξία ανά μετοχή	27
Ανάλυση ευαισθησίας	27
Συγκριτική Αποτίμηση	30
Σύγκριση με συναλλαγές κλάδου	33
Συμπεράσματα	35
Επιλογές του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας	36
Παράρτημα I: Ανεξαρτησία συμβούλου	37
Παράρτημα II: Δείγμα συγκρίσιμων συναλλαγών	38
Παράρτημα III: Συνημμένα	45

Η παρούσα Έκθεση έχει συνταχθεί αποκλειστικά και μόνο προς ενημέρωση και συνδρομή του Διοικητικού Συμβουλίου της Vivere Entertainment A.E. σχετικά με την παροχή της έγγραφης αιτιολογημένης γνώμης του για την Δημόσια Πρόταση στο πλαίσιο του άρθρου 15 του Ν. 3461/2006, και **δεν συνιστά επενδυτική συμβουλή για αγορά ή πώληση μετοχών τόσο εντός όσο και εκτός του πλαισίου της Δημόσιας Πρότασης ούτε υποκίνηση ή προσφορά για συμμετοχή σε οποιαδήποτε συναλλαγή.**

Εμπλεκόμενα πρόσωπα

Η «εταιρεία» ή «Vivere»

Η Ελληνική ανώνυμη εταιρεία με την επωνυμία «Vivere Entertainment Εμπορική & Συμμετοχών Ανώνυμη Εταιρεία», με αριθμό ΜΑΕ 25316/06/Β/91/24 και με έδρα το δήμο Γλυφάδας και συγκεκριμένα Αγγέλου Μεταξά 48 και Πανδώρας 8. Η εταιρεία έχει εκδώσει 32.909.330 κοινές ονομαστικές μετοχές, οι οποίες και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην κατηγορία Χαμηλής Διασποράς και Ειδικών Χαρακτηριστικών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και τηρούνται σε άυλη μορφή στο Σύστημα Άυλων Τίτλων. Ο κωδικός διαπραγμάτευσης των μετοχών αυτών είναι BIBEP και ο διεθνής κωδικός αναγνώρισής τους είναι GRS244003026.

Ο «σύμβουλος»

Η Ελληνική ανώνυμη εταιρεία με την επωνυμία «Γκάρντιαν Τραστ Χρηματιστηριακή Ανώνυμη Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών», με αριθμό ΜΑΕ 40544/06/Β/98/16 και με έδρα το δήμο Αθηναίων και συγκεκριμένα Ερμού 31. Ο σύμβουλος έχει λάβει άδεια λειτουργίας και εποπτεύεται από το νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου με την επωνυμία «Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς». Η εν ισχύ άδεια λειτουργίας του συμβούλου (1/126/24.2.1998) περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, την παροχή της υπηρεσίας 1(στ), αναδοχής χρηματοπιστωτικών μέσων ή της τοποθέτησης χρηματοπιστωτικών μέσων με δέσμευση ανάληψης. Επομένως, με βάση την κείμενη νομοθεσία, ο σύμβουλος μπορεί να αναλάβει το ρόλο του χρηματοοικονομικού συμβούλου εταιρείας η οποία τελεί υπό εξαγορά, μετά από υποβολή δημόσιας πρότασης με βάση το ν. 3461/2006. Οι μετοχές του συμβούλου δεν διαπραγματεύονται σε κάποιον τόπο εκτέλεσης. Ο σύμβουλος είναι ανεξάρτητος σε σχέση με την εταιρεία, τον προτείνοντα και το σύμβουλο του προτείνοντα.

Ο «προτείνων»

Η Κυπριακή εταιρεία περιορισμένης ευθύνης με την επωνυμία «Goldener Limited», με αριθμό εγγραφής HE281617 και με έδρα το Δήμο Λευκωσίας και συγκεκριμένα Διγενή Ακρίτα 45. Οι μετοχές του προτείνοντος δεν διαπραγματεύονται σε κάποιον τόπο εκτέλεσης.

Ο «σύμβουλος του προτείνοντα»

Η Ελληνική ανώνυμη εταιρεία με την επωνυμία «Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος Ανώνυμη Εταιρεία», με αριθμό ΜΑΕ 45090/06/Β/00/4 και με έδρα το Δήμο Αμαρουσίου και συγκεκριμένα Λεωφόρο Κηφισίας 24-Β, που είναι μέλος του ομίλου Marfin Popular Bank.

Συγκυρία

Την 29/3/2011 ο προτείνων απέκτησε με τέσσερις εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές 5.766.486, 4.764.513, 2.987.896 και 1.275.255 μετοχές της εταιρείας, δηλαδή συνολικά απέκτησε 14.794.150 μετοχές που αντιστοιχούν στο 44% των δικαιωμάτων ψήφου. Εν συνεχεία, την 4/4/2011 ο προτείνων με βάση το ν. 3461/2006 υπέβαλε υποχρεωτική δημόσια πρόταση προς τους μετόχους της εταιρείας, για την απόκτηση του συνόλου των μετοχών της εταιρείας προς 0,99€ ανά μετοχή τοις μετρητοίς. Παράλληλα, την ίδια ημέρα ο προτείνων ξεκίνησε τις διαδικασίες για την πραγματοποίηση της δημόσιας αυτής πρότασης και ενημέρωσε προσηκόντως της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ακολούθως, την 20/4/2011 και την 10/5/2011 ο προτείνων απέκτησε επιπλέον 10.956.284 και 3.908.957 μετοχές της εταιρείας αυξάνοντας τη συμμετοχή του σε 29.659.391 μετοχές που αντιστοιχούν στο 90,12% των δικαιωμάτων ψήφου. Την 12/5/2011 ο προτείνων υπέβαλε προς έγκριση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το Πληροφοριακό Δελτίο Υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης. Την ίδια ημέρα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενέκρινε το περιεχόμενο του πληροφοριακού αυτού δελτίου. Την 17/5/2011 το εγκεκριμένο πληροφοριακό δελτίο δημοσιεύτηκε και ξεκίνησε η περίοδος αποδοχής της δημόσιας πρότασης από τους μετόχους της εταιρείας. Εκ των προηγούμενων συνάγεται ότι η δημόσια πρόταση αφορά ουσιαστικά 3.249.939 μετοχές της εταιρείας, η οποίες ανήκουν σε μετόχους μειοψηφίας. Η δημόσια πρόταση του προτείνοντος λήγει την 14/6/2011, ενώ έως την 26/5/2011 το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας θα πρέπει να δημοσιεύσει την αιτιολογημένη γνώμη του σχετικά με την εν λόγω δημόσια πρόταση, η οποία θα συνοδεύεται από λεπτομερή έκθεση χρηματοοικονομικού συμβούλου.

Με βάση το ν. 3461/2006 και τη βούληση του προτείνοντος, όπως αυτή δηλώνεται επισήμως στο πληροφοριακό δελτίο της δημόσιας πρότασης, ο προτείνων θα ασκήσει το δικαίωμά του (επειδή διαθέτει ήδη άνω του 90% των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας) της εξαγοράς, απαιτώντας την υποχρεωτική μεταβίβαση σε αυτόν του συνόλου των μετοχών της εταιρείας, τις οποίες δεν θα έχει αποκτήσει στα πλαίσια της δημόσιας πρότασης. Συνεπώς, ο προτείνων αναμένεται να αποκτήσει το 100% των μετοχών και των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας, είτε μέσω της δημόσιας πρότασης είτε μέσω της υποχρεωτικής μεταβίβασης που αναμένεται να ακολουθήσει. Επιπλέον, μετά την ολοκλήρωση όλων των διαδικασιών, προτείνων, με βάση τη βούληση του όπως αυτή δηλώνεται επισήμως στο πληροφοριακό δελτίο της δημόσιας πρότασης, θα ζητήσει διαγραφή της εταιρείας από το Χρηματιστήριο Αθηνών, με απόφαση Γενικής Συνέλευσης των μετόχων έχοντας εξασφαλίσει αυξημένη πλειοψηφία 95%.

Συνεπώς, αναμένεται ο προτείνων να αποκτήσει το σύνολο των μετοχών και των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας και οι μετοχές της εταιρείας να παύσουν να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Σκοπός

Στα πλαίσια της συγκυρίας που περιγράφηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας ανέθεσε στο σύμβουλο, με βάση το άρθρο 15 του ν. 3461/2006, να ενεργήσει ως χρηματοοικονομικός σύμβουλος της Εταιρείας με αποκλειστικό αντικείμενό του την σύνταξη της προβλεπόμενης στο άρθρο 15 § 2 του ν. 3461/2006 Εκθέσεως καθώς και την παροχή συμβουλών για τη σύνταξη της αιτιολογημένης γνώμης του Διοικητικού Συμβουλίου του άρθρου 15 παρ. 1. για την από 4/4/2011 δημόσια πρόταση του προτείνοντος, όπως αυτή αναλύεται στο από 12/5/2011 εγκεκριμένο από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Πληροφοριακό Δελτίο. Η ανάθεση έγινε με υπογραφή αντίστοιχης έγγραφης σύμβασης, σε εφαρμογή της αντίστοιχης απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας. Η αιτιολογημένη γνώμη του Διοικητικού Συμβουλίου θα ανακοινωθεί έως την 26/5/2011, σύμφωνα με το ν. 3461/2006. Επίσης, με βάση την παραπάνω σύμβαση, η παρούσα έκθεση αποτελεί πνευματική ιδιοκτησία της εταιρείας, η οποία έχει και την αποκλειστική ευθύνη της ορθής και νόμιμης χρήσης της.

Πιο αναλυτικά ο σκοπός της παρούσας έκθεσης είναι:

Η αποτίμηση της δίκαιης αξίας της μετοχής της εταιρείας, δηλαδή τον υπολογισμό με λογικό και αμερόληπτο τρόπο της αξίας στην οποία δύο μέρη που είναι σωστά πληροφορημένα και κατέχουν τις απαραίτητες γνώσεις θα πραγματοποιούσαν συναλλαγή με προθυμία και στα πλαίσια της συνήθους συναλλακτικής δραστηριότητάς τους.

Η γνωμοδότηση για το δίκαιο, εύλογο και λογικό του προσφερόμενου τιμήματος της δημόσιας πρότασης, δηλαδή 0,99€ ανά μετοχή τοις μετρητοίς

Παρουσίαση εταιρείας

Αντικείμενο εργασιών

Η εταιρεία δραστηριοποιείται στην Ίδρυση, λειτουργία και εκμετάλλευση καζίνο και τυχερών παιχνιδιών. Συγκεκριμένα, η εταιρεία διαθέτει την άδεια λειτουργίας και εκμετάλλευσης καζίνο στην περιοχή της Θράκης. Η άδεια αυτή έχει παραχωρηθεί από το Υπουργείο Πολιτισμού (600/3.4.1995) και είναι αορίστου χρόνου. Το Καζίνο Θράκης βρίσκεται στην περιοχή Λατομεία του Δήμου Ξάνθης, σε ιδιόκτητες εγκαταστάσεις. Επίσης, η εταιρεία διαθέτει εμμέσως, μέσω της κατά 50% θυγατρικής εταιρείας με την επωνυμία V&T Casino Corfu Ανώνυμη Εταιρεία, την άδεια λειτουργίας και εκμετάλλευσης του καζίνο στην περιοχή Ιονίων Νήσων. Η άδεια αυτή έχει παραχωρηθεί από το Υπουργείο Πολιτισμού (9206/5.8.2010), ενώ η εταιρεία ξεκίνησε τη λειτουργία και εκμετάλλευση του Καζίνο Κέρκυρας της 30/8/2010, μετά από την ολοκλήρωση διαδικασίας ιδιωτικοποίησης του εν λόγω Καζίνο από την ΕΤΑ. Το Καζίνο Κέρκυρας βρίσκεται στην περιοχή Κανόνι, στην Κέρκυρα σε μη ιδιόκτητες εγκαταστάσεις. Τέλος, η εταιρεία λειτουργεί και εκμεταλλεύεται τέσσερα καζίνο εντός των πλοίων Superfast I, Superfast II, Superfast VI και Superfast XI, τα οποία εκτελούν διεθνείς πλόες μεταξύ Ελλάδος και Ιταλίας, έχοντας υπογράψει αντίστοιχες συμβάσεις με τις πλοιοκτήτριες εταιρείες.

Επικουρικά, η εταιρεία δραστηριοποιείται στην Ίδρυση λειτουργία και εκμετάλλευση ξενοδοχείων. Ο δεύτερος αυτός λειτουργικός τομέας αντιστοιχεί μόλις στο 5% του κύκλου εργασιών και ουσιαστικά αποτελεί συμπληρωματική υπηρεσία για την παροχή πληρέστερων υπηρεσιών στο Καζίνο Θράκης. Συγκεκριμένα, από το 2007 η εταιρεία λειτουργεί και εκμεταλλεύεται ξενοδοχειακή μονάδα 5 αστέρων και δυναμικότητας 26 δωματίων και 1 σουίτας. Η μονάδα αυτή βρίσκεται δίπλα στο καζίνο σε ιδιόκτητες εγκαταστάσεις.

Με βάση τις λογιστικές καταστάσεις της εταιρείας, ο λειτουργικός τομέας των καζίνο αντιστοιχεί σταθερά τουλάχιστον στο 95% του κύκλου εργασιών. Συνεπώς θεωρούμε ότι η εταιρεία κατατάσσεται με βάση το International Classification Benchmark (ICB) ως εξής:

Βιομηχανία:	5000	Υπηρεσίες προς καταναλωτές
Κλάδος:	5700	Ταξίδια και αναψυχή
Υπο-κλάδος:	5752	Τυχερά παιχνίδια:

Ιστορικό

Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1976 με την επωνυμία «Μεταλλοπλαστική Αγρινίου ΕΠΕ» και με αντικείμενο δραστηριοποίησης την παραγωγή πλαστικών ειδών συσκευασίας για τον αγροτικό τομέα. Το 1991 η εταιρεία μετατράπηκε σε ανώνυμη εταιρεία το 1995 οι μετοχές της εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Το 1999 η εταιρεία προέβη σε απόσχιση των παραγωγικών και εμπορικών δραστηριοτήτων της, τις οποίες και εκχώρησε στη θυγατρική της «Μεταλλοπλαστική Αγρινίου ΑΒΕΕ». Αποτέλεσμα ήταν η μετατροπή της εταιρείας σε συμμετοχών με την επωνυμία «Όμιλος ΜΕΑΓΑ Ανώνυμη Εταιρεία Συμμετοχών».

Το 2002 η εταιρεία αποφάσισε τη συγχώνευση με απορρόφηση της «Μεγάλα Καταστήματα Ανώνυμη Εμπορική Εταιρεία» με αντικείμενο την εμπορία ειδών μουσικής, εικόνας και ήχου και την εκμετάλλευση των καταστημάτων «Virgin Megastores». Επίσης η επωνυμία της εταιρείας τροποποιήθηκε σε «Vivere Entertainment Εμπορική και Συμμετοχών Ανώνυμη Εταιρεία». Το 2003 πωλήθηκε η θυγατρική «Μεταλλοπλαστική Αγρινίου ΑΒΕΕ», οπότε η δραστηριότητα της εταιρείας έμεινε αποκλειστικό η εμπορία ειδών μουσικής, εικόνας και ήχου.

Το 2007 η εταιρεία προχώρησε σε συγχώνευση με απορρόφηση της «Καζίνο και Ξενία Θράκης Ξ.Τ.Ε.Α.Ε» με αντικείμενο την ίδρυση, λειτουργία και εκμετάλλευση Καζίνο και ξενοδοχείου στην Ξάνθη.

Το 2008 η εταιρεία ανέλαβε τα καζίνο εντός των πλοίων Superfast, I, Superfast II, Superfast VI και Superfast XI, τα οποία εκτελούν διεθνείς πλόες μεταξύ Ελλάδος και Ιταλίας, έχοντας υπογράψει αντίστοιχες συμβάσεις με τις πλοιοκτήτριες εταιρείες

Το Μάιο του 2009 αποσχίστηκε ο κλάδος της εμπορίας ειδών μουσικής, εικόνας και ήχου στη θυγατρική «VICON Ε.Σ.Α.Ε» η οποία και πωλήθηκε με αποτέλεσμα η μόνη δραστηριότητα της εταιρείας να παραμείνει η σημερινή, η λειτουργία και εκμετάλλευση καζίνο και ξενοδοχείων.

Τον Αύγουστο του 2010 η εταιρεία απέκτησε και την άδεια για λειτουργία και εκμετάλλευση του καζίνο στην Κέρκυρα.

Με βάση τα παραπάνω, και σε συνδυασμό ότι η εταιρεία κλείνει ισολογισμό κάθε 30/6, οι παρελθούσες χρήσεις με συγκριτική αξία είναι οι 1/7/2008 – 30/6/2009 και 1/7/2009 – 30/6/2010, διότι δεν περιλαμβάνουν τη δραστηριότητα της εμπορίας ειδών μουσικής, εικόνας και ήχου. Επιπρόσθετα, η χρήση 1/7/2007 – 30/6/2008 μπορεί να είναι συγκρίσιμη, όπως όμως δημοσιεύτηκε στις λογιστικές καταστάσεις της 30/6/2009.

Πηγές

Οι πηγές που χρησιμοποιήθηκαν είναι:

1. Οι δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις της εταιρείας
2. Η ιστοσελίδα της εταιρείας
3. Η ιστοσελίδα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Χρηματιστηρίου Αθηνών
4. Το επιχειρηματικό σχέδιο της διοίκησης της εταιρείας, όπως συγκεκριμενοποιήθηκε με προβλέψεις της διοίκησης για την μελλοντική πορεία των οικονομικών αποτελεσμάτων
5. Γενικές εκτιμήσεις της διοίκησης της εταιρείας, όπως προέκυψαν μετά από απευθείας επικοινωνία με τα στελέχη της εταιρείας
6. Το από 12/5/2011 εγκεκριμένο από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς πληροφοριακό δελτίο του προτείνοντος
7. Το σύστημα Bloomberg Professional της Bloomberg Financial LP
8. Δημοσιευμένες πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στο ευρύ κοινό

Οι πηγές που χρησιμοποιήθηκαν θεωρούμε ότι είναι αξιόπιστες και αναγνωρισμένες. Δεν μπορούμε, όμως, να εγγυηθούμε για αυτές.

Κίνδυνοι και περιορισμοί

- Η εταιρεία λειτουργεί νομίμως και διαθέτει τις απαραίτητες άδειες, τις οποίες και θα διατηρήσει στο μέλλον.
- Οι δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις της εταιρείας είναι αληθείς και πλήρεις και δεν υπάρχουν εκκρεμότητες που θα μπορούσαν να έχουν ουσιώδη επίδραση στην αξία της επιχείρησης, οι οποίες δεν συμπεριλαμβάνονται στις λογιστικές καταστάσεις.
- Οι πληροφορίες και οι προβλέψεις που μας παρασχέθηκαν από τη διοίκηση της εταιρείας, σχετικά με την πορεία αυτής, ιστορικά και στο μέλλον, θεωρήθηκαν σωστές και πλήρεις και για αυτό δεν προβήκαμε σε ανεξάρτητη επαλήθευση, διερεύνηση, έλεγχο ή επιβεβαίωση αυτών, ελέγξαμε όμως την λογικότητά τους. Για την εγκυρότητα των οικονομικών και άλλων στοιχείων της εταιρείας που τέθηκαν υπόψη μας, την πλήρη ευθύνη φέρει η διοίκηση της εταιρείας.
- Η αποτίμηση βασίστηκε σε ιστορικά στοιχεία για της χρήσεις 2008 – 2010 και στο επιχειρηματικό σχέδιο της εταιρείας για την περίοδο 2011 – 2014, που μας παρασχέθηκε από τη διοίκηση της εταιρείας, ξεχωριστά για την εταιρεία και τη θυγατρική.
- Δεν προβήκαμε σε μελέτη της ανταγωνιστικής θέσης, του περιβάλλοντος, της στρατηγικής και της αγοράς της εταιρείας ούτε εξετάσαμε νομικά, τεχνικά, εργατικά, περιβαλλοντικά, φορολογικά και άλλα παρεμφερή θέματα.
- Η έκθεση δεν περιλαμβάνει καμία εγγύηση για την επίτευξη των προβλέψεων ή των υποθέσεων εργασίας, ούτε διαβεβαιώνει ότι έλαβε υπόψη τυχόν σημαντικά γεγονότα που ίσως προέκυπταν από εκτενέστερες διαδικασίες ελέγχου. Ενδέχεται να προκύψουν διαφορές μεταξύ των προβλεπόμενων και των πραγματοποιηθέντων αποτελεσμάτων στο μέλλον, εξαιτίας απρόβλεπτων και αστάθμητων παραγόντων και οι διαφορές αυτές μπορεί να είναι σημαντικές.
- Η παρούσα έκθεση αποτελεί πνευματική ιδιοκτησία της εταιρείας. Η χρήση της γίνεται με ευθύνη της εταιρείας.
- Δεν φέρουμε καμία ευθύνη για τυχόν αλλαγές στις συνθήκες τις αγοράς ή γενικότερα της κοινωνίας και δεν έχουμε καμία υποχρέωση αναθεώρησης της έκθεσης εξαιτίας των νέων αυτών συνθηκών, οι οποίες ενδεχομένως θα ανακύψουν μετά την παράδοση της.
- Η παρούσα φέρει συγκεκριμένη ημερομηνία παράδοσης και δεν υποχρεούμαστε σε επικαιροποίηση, χωρίς εντολή από την εταιρεία.
- Υποθέσαμε ότι δεν θα υπάρξουν σημαντικές φορολογικές διαφορές που να αλλοιώνουν σημαντικά τα συμπεράσματα της παρούσας έκθεσης.
- Το περιεχόμενο της παρούσας έχει επαληθευτεί από τη διοίκηση της εταιρείας.
- Εκτιμούμε ότι το εύρος τιμών στο οποίο καταλήγουμε τεκμηριώνεται από τα στοιχεία που ετέθησαν στη διάθεσή μας. Επιστούμε, όμως, την προσοχή σας στο γεγονός ότι οι αποτιμήσεις εταιρειών ενέχουν σε σημαντικό βαθμό το στοιχείο της υποκειμενικότητας. Επομένως, ενδέχεται διαφορετικοί εκτιμητές να καταλήξουν σε διαφορετικές αποτιμήσεις της ίδιας της εταιρείας, δεδομένου ότι δεν υπάρχει μία μοναδική και αδιαμφισβήτητη μέθοδος αποτίμησης και αξία επιχείρησης. Άλλοι

εκτιμητές, ακόμα και εάν ελάμβαναν υπόψη τα ίδια στοιχεία, ενδεχομένως να κατέληγαν σε διαφορετικά συμπεράσματα σχετικά με την αποτίμηση της εταιρείας

- Θεωρήσαμε ότι η δημόσια πρόταση θα ολοκληρωθεί σύμφωνα με τους όρους που παρατίθενται από 12/5/2011 στο πληροφοριακό δελτίο χωρίς οποιαδήποτε παραίτηση, τροποποίηση ή καθυστέρηση οποιοδήποτε όρου ή προϋπόθεσης αυτής

Αποτίμηση

Υποθέσεις εργασίας

Η αποτίμηση της δίκαιας τιμής των μετοχών της εταιρείας διενεργήθηκε με βάση τις γενικά παραδεκτές και εφαρμοστέες διεθνείς πρακτικές. Βασική υπόθεση εργασίας αποτέλεσε η συνέχιση της δραστηριότητας. Θεωρήθηκε ότι στο μέλλον η εταιρεία δεν αντιμετωπίζει κίνδυνο διακοπής της επιχειρηματικής της δραστηριότητας, ούτε αυτό αποτελεί πρόθεση της υφιστάμενης διοίκησης, η οποία και δεν φαίνεται να αλλάζει, ή του προτείνοντος να λυθεί η εταιρεία. Αντιθέτως, ο προτείνων, με βάση τις δηλώσεις του στο πληροφοριακό δελτίο, επιδιώκει την «... απρόσκοπτη συνέχιση της δραστηριότητας της εταιρείας...» και την «...ενίσχυση της θέσης της στην ελληνική αγορά ...», ενώ «...Δεν είναι στις προθέσεις του προτείνοντος η αλλαγή της σύνθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας...».

Επίσης, η αποτίμηση έγινε στη βάση της αυτοτέλειας. Θεωρήθηκε, δηλαδή, ότι δεν υπάρχει επιπρόσθετη αξία που προέρχεται από συνέργειες με τρίτους, ενώ η εταιρεία μπορεί να συνεχίσει τη λειτουργία της ως έχει σήμερα, χωρίς να εξαρτάται άμεσα από τρίτους. Η υπόθεση της αυτοτέλειας μπορεί να στηριχθεί στο γεγονός ότι δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία, ούτε ο προτείνων έχει δηλώσει πρόθεση για συμμετοχή σε μελλοντικές εξαγορές, συγχωνεύσεις ή ρευστοποιήσεις περιουσιακών στοιχείων που είναι απαραίτητα για τη αυτόνομη λειτουργία της εταιρείας.

Μία ακόμα βασική υπόθεση εργασίας είναι ότι η υφιστάμενη οικονομική κρίση δεν θα κλιμακωθεί σε βαθμό που να απειλείται η πολιτική και κοινωνική δομή της χώρας. Θεωρούμε ότι σταδιακά, η χώρα θα μπορέσει να εξέλθει από την κρίση και ότι μακροχρόνια η οικονομία θα μπορέσει να συντονιστεί ξανά με τις αναπτυσσόμενες χώρες και τους αντίστοιχους οικονομικούς κύκλους. Επίσης, θεωρούμε ότι η χώρα δε θα αλλάξει το νόμισμα της και δε θα βγει από την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Τέλος, θεωρήθηκε ότι η παρούσα έκθεση απευθύνεται στην πλευρά των πωλητών. Επομένως, κατά την ανάλυση ευαισθησίας το ενδιαφέρον επικεντρώθηκε στις θετικές, ως προς την εταιρεία, αποκλίσεις. Οπότε, δόθηκε μεγαλύτερο ενδιαφέρον στην πιθανότητα υποεκτίμησης της δίκαιης τιμής της μετοχής της Vivere. Εξάλλου, κατά την τρέχουσα συγκυρία διαρρέουν και καταστροφικά σενάρια για τη συνολική Ελληνική οικονομία, γεγονός που αυξάνει το ρίσκο του αγοραστή για οποιαδήποτε συναλλαγή, ανεξάρτητα εάν αυτά θεωρούνται πολύ λιγότερο πιθανά από τους εμπλεκόμενους στη συναλλαγή.

Μεθοδολογία προεξόφλησης χρηματικών ροών

Η γενική αρχή της μεθοδολογίας προεξόφλησης χρηματικών ροών είναι ότι η σημερινή αξία της μετοχής ισούται με την παρούσα αξία όλων των μελλοντικών χρηματικών ροών που θα γίνουν από την εταιρεία στο μέτοχο. Υπάρχουν διάφορες παραλλαγές αυτής της μεθοδολογίας, ανάλογα με τις παραδοχές της αποτίμησης. Ξεκινώντας από τα δεδομένα ότι η εταιρεία είναι κατά την τρέχουσα χρήση της ζημιολόγα, ότι η εταιρεία πρόσφατα μετέβαλε σημαντικά την κεφαλαιακή της δομή και αναμένεται να την μεταβάλει και στο μέλλον και ότι οι αναλυτικές προβλέψεις της διοίκησης της εταιρείας καλύπτουν τρεις μελλοντικές χρήσεις επιλέχθηκε η παρακάτω παραλλαγή:

- ✓ Προεξόφληση ελευθέρων χρηματικών ροών στην εταιρεία (free cash flows to firm – FCFF).
- ✓ Υιοθέτηση τριών σταδίων ανάλυσης: 2011 – 2014 ετήσιοι ρυθμοί ανάπτυξης με βάση τις προβλέψεις της διοίκησης, 2015 – 2016 διετή περίοδος σταθερής ανάπτυξης με βραχυχρόνια χαρακτηριστικά και 2017 έως το διηνεκές σταθερή ανάπτυξη και μακροχρόνια χαρακτηριστικά.

Επίσης, κατά την τρέχουσα χρήση, η μοναδική θυγατρική της εταιρείας άρχισε να λειτουργεί. Με δεδομένα ότι μέχρι και την προηγούμενη χρήση η επίδραση της θυγατρικής στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις ήταν εξαιρετικά μικρή, ότι οι προβλέψεις της διοίκησης της εταιρείας είναι σε επίπεδο εταιρειών και όχι ενοποιημένο και ότι οι δύο εταιρείες διαθέτουν αυτοτέλεια, προτιμήθηκε η χωριστή αποτίμηση της εταιρείας και της θυγατρικής σε εταιρικό (όχι ενοποιημένο) επίπεδο και η μετέπειτα άθροιση των αποτελεσμάτων, με στάθμιση ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής της εταιρείας στη θυγατρική της (50%).

Με βάση τα παραπάνω ακολουθήθηκε η παρακάτω διαδικασία:

1. Υπολογίστηκαν οι εκτιμώμενες οικονομικές καταστάσεις 2011 – 2016 της εταιρείας και επιλεκτικά στοιχεία της θυγατρικής.
2. Υπολογίστηκαν οι εκτιμώμενες ελεύθερες χρηματικές ροές στην εταιρεία για την περίοδο 2011 - 2016, τόσο της εταιρείας όσο και της θυγατρικής.
3. Υπολογίστηκε το εκτιμώμενο μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της εταιρείας
4. Υπολογίστηκε η εκτιμώμενη υπολειμματική αξία της εταιρείας και της θυγατρικής μετά τη λήξη της περιόδου 2011 – 2016.
5. Προεξοφλήθηκαν οι εκτιμώμενες μελλοντικές αξίες με βάση το εκτιμώμενο κόστος κεφαλαίου και με ημερομηνία αναφοράς 30/6/2011, οπότε προέκυψε η καθαρή παρούσα αξία της λειτουργικής δραστηριότητας της εταιρείας, η οποία περιλαμβάνει την αξία των απαιτήσεων όλων των φορέων που παρέχουν κεφάλαιο σε μία εταιρεία (πχ μέτοχοι, ομολογιούχοι, δανειστές κ).
6. Προστέθηκε η αξία των μετρητών και των μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων και αφαιρέθηκε η αξία των απαιτήσεων των λοιπών φορέων της εταιρείας (πχ δανειστές, αναβαλλόμενη φορολογία, προβλέψεις προσωπικού) για να προκύψει η αξία των κοινών μετοχών
7. Υπολογίστηκε ο αριθμός μετοχών και εξ αυτού προέκυψε και η αποτίμηση ανά μετοχή

Οικονομικές καταστάσεις της Vivere

Στα πλαίσια της αποτίμησης χρειάζεται να εκτιμηθούν οι μελλοντικές οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Σκοπός αυτής της εκτίμησης δεν είναι η ακριβής πρόβλεψη των επιμέρους στοιχείων, αλλά η εκτίμηση των συνολικών στοιχείων εκείνων που θα χρησιμοποιηθούν κατά τους υπολογισμούς της αποτίμησης, όπως ίδια κεφάλαια, ξένα κεφάλαια, κεφάλαιο κίνησης, κέρδη προ φόρων και τόκων, αποσβέσεις και επενδύσεις σε πάγια.

Για την ανάλυσή έγινε διαχωρισμός των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας σε λειτουργικά, σε μετρητά και σε μη λειτουργικά. Μη λειτουργικά θεωρήθηκαν οι επενδύσεις σε ακίνητα που δε χρησιμοποιούνται από την εταιρεία και για τη λειτουργία της και η επένδυση στη θυγατρική εταιρεία που κατέχει το 50% του καζίνο Κέρκυρας, διότι η αξία αυτής της θυγατρικής θα υπολογιστεί αυτόνομα. Στα μετρητά περιλαμβάνονται τα μετρητά και οι ισοδύναμες τοποθετήσεις, ενώ στα λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία περιλαμβάνονται τα καθαρά πάγια (ενσώματα και ασώματα), η υπεραξία της εταιρείας και το κεφάλαιο κίνησης (κυκλοφορούν ενεργητικό μείον βραχυπρόθεσμες μη τοκοφόρες υποχρεώσεις).

Αναφορικά με τις υποχρεώσεις της εταιρείας, αυτές διαχωρίστηκαν σε κεφάλαια και υποχρεώσεις προς λοιπούς φορείς της εταιρείας. Στο κεφάλαιο περιλαμβάνονται όλες οι τοκοφόρες υποχρεώσεις (ξένα κεφάλαια) και το κοινό μετοχικό κεφάλαιο (δεν υπάρχει προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο ενώ δεν ορίζονται μειοψηφίες στα μη ενοποιημένα αποτελέσματα). Οι υποχρεώσεις προς λοιπούς φορείς περιλαμβάνουν εκείνες τις μη τοκοφόρες υποχρεώσεις προς τρίτους οι οποίες είναι μακροχρόνιες, δεν αφορούν την καθημερινή λειτουργία της εταιρείας, αλλά θα κληθεί η εταιρεία κάποια στιγμή στο μέλλον να τις καταβάλει (υποχρεώσεις προς μέλη του Δ.Σ., υποχρεώσεις από συνταξιοδότηση προσωπικού και καθαρή αναβαλλόμενη φορολογία).

Επίσης, όσον αφορά τα αποτελέσματα χρήσης δεν χρειάστηκε κάποια αναδιανομή κονδυλίων. Το κόστος πωληθέντων, τα λοιπά έσοδα, τα έξοδα διοίκησης, τα έξοδα διάθεσης, τα λοιπά έξοδα, χωρίς να περιλαμβάνονται οι αποσβέσεις, απεικονίστηκαν συνολικά ως λειτουργικά έξοδα.

Υπενθυμίζεται ότι όλα τα στοιχεία είναι μη ενοποιημένα.

<i>Ποσά σε χιλιάδες €</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011π</i>	<i>2012π</i>	<i>2013π</i>	<i>2014π</i>	<i>2015ε</i>	<i>2016ε</i>
Πωλήσεις	14.736	13.251	10.142	9.997	10.697	13.264	14.591		
Λειτουργικά έξοδα	-12.622	-11.795	-10.592	-11.827	-10.064	-10.816	-11.270		
EBITDA	2.115	1.456	-450	-1.830	633	2.449	3.321	3.421	3.524
Αποσβέσεις	-470	-563	-556	-756	-767	-778	-778	-778	-778
EBIT	1.645	894	-1.006	-2.586	-133	1.671	2.543	2.643	2.746
Χρημ. & Επενδ. Έσοδα	36	19	1	0	0	0	100		
Χρημ. & Επενδ. Έξοδα	-319	-306	-260	-300	-209	-171	-133		
Κέρδη προ φόρων	1.362	607	-1.266	-2.886	-342	1.500	2.511		
Φόροι	524	-88	810	0	0	-360	-600	-529	-549
Καθαρά κέρδη ή ζημίες	1.885	519	-456	-2.886	-342	1.140	1.911		
Λοιπά αποτελέσματα	0	0	-1.435	0	0	0	0		
Συνολικά αποτελέσματα	1.885	519	-1.890	-2.886	-342	1.140	1.911		

Ποσά σε χιλιάδες €	2008	2009	2010	2011π	2012π	2013π	2014π	2015ε	2016ε
Λειτουργικά στοιχεία									
Σύνολο παγίων	17.749	19.206	20.113	20.311	20.311	20.311	20.311	20.311	20.311
Αποσβέσεις	-3.081	-3.884	-5.194	-5.477	-6.244	-7.022	-7.800	-8.578	-9.356
Καθαρά Πάγια	14.668	15.323	14.919	14.834	14.067	13.289	12.511	11.733	10.955
Υπεραξία	23.450	22.653	22.193	22.193	22.193	22.193	22.193	22.193	22.193
Κεφάλαιο κίνησης	-990	-514	-790	-1.770	-1.226	-1.094	-1.043	-993	-943
Σύνολο λειτουργικών στοιχείων	37.128	37.461	36.322	35.256	35.034	34.388	33.661	32.933	32.205
Μετρητά									
Μετρητά	1.108	719	576	160	40	1.827	4.465	4.465	4.465
Μη Λειτουργικά στοιχεία									
Επενδύσεις σε ακίνητα	406	406	406	406	406	406	406	406	406
Επενδύσεις σε θυγατρικές	0	0	30	3.855	3.855	3.855	3.855	3.855	3.855
Γενικό σύνολο	38.642	38.586	37.333	39.677	39.335	40.475	42.386	41.658	40.930
Κεφάλαιο									
Κοινό κεφάλαιο	28.897	29.416	27.526	24.450	24.107	25.248	27.159	0	0
Προνομιούχο κεφάλαιο	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Μειοψηφίες	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ίδια Κεφάλαια	28.897	29.416	27.526	24.450	24.107	25.248	27.159	29.273	31.470
Μακροχρόνιο χρέος	3.373	3.373	3.373	7.229	7.229	7.229	7.229	0	0
Βραχυχρόνιο χρέος	0	0	1.015	2.524	2.524	2.524	2.524	0	0
Ξένα κεφάλαια	3.373	3.373	4.389	9.753	9.753	9.753	9.753	6.911	3.986
Συνολικά κεφάλαια	32.271	32.790	31.915	34.203	33.860	35.001	36.912	36.184	35.456
Λοιπές υποχρεώσεις									
Αναβαλλόμενος φόρος	753	821	597	653	653	653	653	653	653
Υποχρεώσεις προς ΔΣ	4.841	4.126	3.894	3.894	3.894	3.894	3.894	3.894	3.894
Υποχρεώσεις προς προσωπικό	778	850	928	928	928	928	928	928	928
Συνολικές λοιπές υποχρεώσεις	6.371	5.797	5.419	5.475	5.475	5.475	5.475	5.475	5.475
Γενικό σύνολο	38.642	38.586	37.333	39.677	39.335	40.475	42.386	41.658	40.930

Η εκτίμηση των οικονομικών καταστάσεων του 2011 ξεκίνησε από τις προβλέψεις της διοίκησης της εταιρείας για το έτος. Εν συνεχεία, έγινε προσαρμογή των λογιστικών καταστάσεων της 31/12/2010 για να συμπεριλάβουν τα προβλεπόμενα αποτελέσματα του δευτέρου εξαμήνου της χρήσης. Κατά την αναπροσαρμογή αυτή θεωρήθηκε ότι θα αυξηθεί ο δανεισμός και θα μειωθούν τα μετρητά, προς κάλυψη των αντίστοιχων ζημιών του εξαμήνου.

Η εκτίμηση των καταστάσεων του 2012, 2013 και 2014 ξεκίνησε επίσης από τις προβλέψεις της διοίκησης της εταιρείας για τις αντίστοιχες χρήσεις. Ακολούθως, έγινε εκτίμηση των κονδυλίων του ισολογισμού, με διατήρηση σταθερών των παρακάτω αριθμοδεικτών: αποσβέσεις προς αξία κτήσης παγίων, χρηματοοικονομικά έξοδα προς συνολικά δάνεια, εμπορικές απαιτήσεις προς πωλήσεις, λοιπές απαιτήσεις προς πωλήσεις, εμπορικές υποχρεώσεις προς λειτουργικά έξοδα, λοιπές υποχρεώσεις προς λειτουργικά έξοδα.

Η εκτίμηση των καταστάσεων του 2015 και 2016 έγινε με την παραδοχή της σταθερής αύξησης των κερδών προ φόρων και τόκων κατά 3%, του οριακού φορολογικού συντελεστή 20% και της διατήρησης των αποσβέσεων σταθερών. Η εκτίμηση των κονδυλίων του ισολογισμού περιορίστηκε στην εκτίμηση των ιδίων κεφαλαίων, του δανεισμού και του κεφαλαίου κίνησης. Τα ίδια κεφάλαια εκτιμήθηκε ότι θα αυξηθούν κατά την καθαρή λειτουργική κερδοφορία (μη διανομή μερισμάτων), τα ξένα κεφάλαια ότι θα μειωθούν κατά την ελεύθερη ταμειακή ροή και το κεφάλαιο κίνησης θα αυξηθεί όσο και το 2014

Σε όλες τις περιόδους θεωρήθηκε ότι η εταιρεία δε θα προβεί σε επενδύσεις σε πάγιο εξοπλισμό.

Συμπερασματικά, η εταιρεία η διοίκησης της εταιρείας προβλέπει ότι θα επιστρέψει στην κερδοφορία από το 2013, λόγω αύξησης του κύκλου εργασιών και μείωσης του λόγου λειτουργικά έξοδα προς πωλήσεις λόγω λειτουργικής μόχλευσης. Ειδικά για το θέμα της λειτουργικής μόχλευσης, τα ιστορικά στοιχεία 2008 – 2010 υποδηλώνουν σταθερά λειτουργικά έξοδα ύψους δεκατ.€ περίπου και μεταβλητά λειτουργικά έξοδα 43% επί των πωλήσεων, στοιχείο που ισχυροποιεί τις προβλέψεις της διοίκησης. Επίσης, το 2011 υπάρχει σημαντική αύξηση του δανεισμού, κυρίως λόγω της εξαγοράς του καζίνο της Κέρκυρας, αλλά και λόγω των ζημιών της χρήσης. Τέλος, αναμένεται να διατηρηθεί αρνητική η καθαρή επένδυση σε πάγια, πολιτική η οποία αναμένεται να υιοθετηθεί από την εταιρεία στο άμεσο μέλλον με στόχο το σχηματισμό κεφαλαίου.

Οικονομικές καταστάσεις της θυγατρικής

Οι οικονομικές καταστάσεις της θυγατρικής για την περίοδο 2011 – 2014, βασίστηκαν σχεδόν εξ ολοκλήρου στις προβλέψεις της διοίκησης. Η μόνη εκτίμηση είναι η πραγματοποίηση επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία και κεφάλαιο κίνησης ύψους 1,5εκατ.€ για το 2011 και 0,2εκατ.€ για τις επόμενες χρήσεις. Η εκτίμηση των καταστάσεων του 2015 και 2016 έγινε με την παραδοχή της σταθερής αύξησης των κερδών προ φόρων και τόκων κατά 3%, του οριακού φορολογικού συντελεστή 30% και της διατήρησης των αποσβέσεων και των επενδύσεων σε πάγια και κεφάλαιο κίνησης σταθερών.

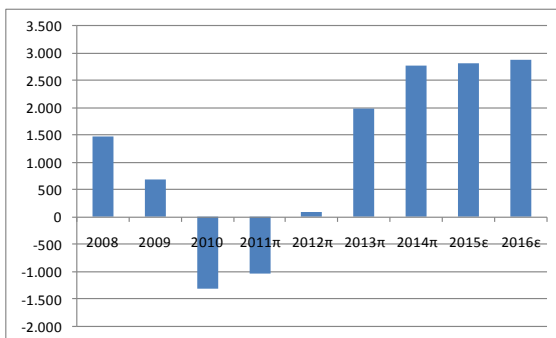
Ποσά σε χιλιάδες €	2008	2009	2010	2011π	2012π	2013π	2014π	2015ε	2016ε
Πωλήσεις			1.792	6.287	10.512	13.173	14.773		
Λειτουργικά έξοδα			-1.876	-5.865	-7.562	-8.575	-9.009		
EBITDA			-84	422	2.950	4.598	5.764	5.937	6.115
Αποσβέσεις			-440	-657	-686	-717	-602	-602	-602
EBIT			-524	-235	2.264	3.881	5.162	5.335	5.513
Χρημ. & Επενδ. Έσοδα			0	0	0	8	88		
Χρημ. & Επενδ. Έξοδα			0	-20	-85	0	0		
Κέρδη προ φόρων			-524	-255	2.179	3.889	5.250		
Φόροι			0	0	-397	-1.235	-1.667	-1.600	-1.654
Καθαρά κέρδη ή ζημίες			-524	-255	1.782	2.654	3.583		
Λοιπά αποτελέσματα			0	0	0	0	0		
Συνολικά αποτελέσματα			-524	-255	1.782	2.654	3.583		

Ελεύθερες χρηματικές ροές στην εταιρεία

Οι ελεύθερες χρηματικές ροές στην εταιρεία (FCFF) είναι οι χρηματικές ροές που είναι διαθέσιμες σε όλους τους φορείς που παρέχουν κεφάλαιο σε μία εταιρεία, πχ στους μετόχους (κοινούς και προνομιούχους), στους ομολογιούχους και στους δανειστές. Συνεπώς, η εκκίνηση υπολογισμού είναι τα κέρδη προ φόρων, χρηματοοικονομικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων (EBIT). Έρχονται σε αντιπαράθεση με τις ελεύθερες χρηματικές ροές στους μετόχους (FCFE), οι οποίες περιλαμβάνουν μόνο τις χρηματικές ροές που είναι διαθέσιμες στους μετόχους και έχουν ως αφετηρία τα καθαρά κέρδη.

Με την επιλογή της μεθοδολογίας των χρηματικών ροών στην εταιρεία επιτυγχάνεται:

- ✓ Η απομόνωση της επίδρασης των αποτελεσμάτων της θυγατρικής στα αποτελέσματα της εταιρείας, δεδομένου ότι περιλαμβάνονται στα επενδυτικά αποτελέσματα. Επομένως, καθίσταται δυνατή η ξεχωριστή αποτίμηση των δύο εταιρειών.
- ✓ Η απομόνωση της επίδρασης του κόστους χρήματος και των εσόδων από τόκους
- ✓ Η απομόνωση της επίδρασης των αποφάσεων της διοίκησης όσον αφορά την αύξηση ή μείωση του δανεισμού και τη μερισματική πολιτική

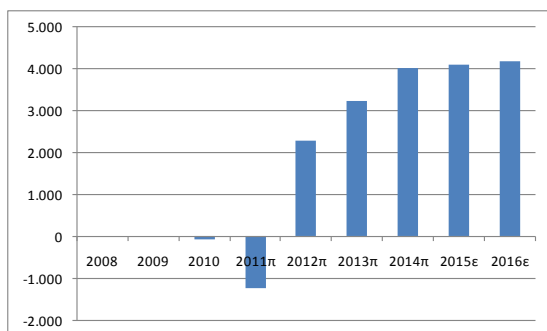


Οι ελεύθερες χρηματικές ροές στην εταιρεία της Vivere αναμένεται να είναι θετικές από το 2012. Οι παράγοντες που οδηγούν στις θετικές ροές είναι η προβλεπόμενη από τη διοίκησης αύξηση των κερδών προ φόρων, χρηματοοικονομικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων (EBIT), αλλά και η συνειδητή πολιτική της εταιρείας για

αναβολή επενδύσεων σε πάγια, στο βραχυχρόνιο ορίζοντα. Επίσης, οι χρηματικές ροές αναμένεται να έχουν και αυξητική τάση, λόγω της αυξητικής τάσης της κερδοφορίας (EBIT).

Ποσά σε χιλιάδες €	2008	2009	2010	2011π	2012π	2013π	2014π	2015ε	2016ε
<i>EBITDA</i>	2.115	1.456	-450	-1.830	633	2.449	3.321	3.421	3.524
<i>Αποσβέσεις</i>	-470	-563	-556	-756	-767	-778	-778	-778	-778
<i>EBIT</i>	1.645	894	-1.006	-2.586	-133	1.671	2.543	2.643	2.746
<i>Φόρος</i>	-632	130	-644	0	0	-334	-509	-529	-549
<i>Καθαρά λειτουργικά αποτ/τα</i>	1.012	1.024	-1.650	-2.586	-133	1.336	2.035	2.114	2.197
<i>Αποσβέσεις</i>	470	563	556	756	767	778	778	778	778
<i>Επενδύσεις σε πάγια</i>	0	-415	-503	-198	0	0	0	0	0
<i>Αύξηση κεφαλαίου κίνησης</i>	0	-476	275	981	-545	-131	-51	-50	-50
<i>Ελεύθερη χρηματική ροή εταιρεία</i>	1.482	695	-1.321	-1.047	89	1.983	2.762	2.842	2.924

Αντίστοιχα, οι ελεύθερες ταμειακές ροές στην εταιρεία της Vivere αναμένεται να παρουσιάσουν την ίδια εικόνα. Η ειδοποιός διαφορά είναι ότι οι αρνητικές ροές του 2011 οφείλονται κυρίως σε επενδύσεις και όχι σε λειτουργικές ζημιές. Για το διάστημα 2012 – 2016 η θυγατρική θα προχωρήσει σε επενδύσεις 200.000€ ετησίως, οι οποίες βέβαια



υπολείπονται των αποσβέσεων, επομένως και η θυγατρική αναμένεται να ακολουθήσει την πολιτική της Vivere για σχηματισμό κεφαλαίου, μέσω μειωμένων επενδύσεων.

Ποσά σε χιλιάδες €	2008	2009	2010	2011π	2012π	2013π	2014π	2015ε	2016ε
EBITDA			-84	272	2.949	4.597	5.764	5.937	6.115
Αποσβέσεις			-440	-657	-686	-717	-602	-602	-602
EBIT			-524	-384	2.263	3.881	5.162	5.335	5.513
Φόρος			0	0	-453	-1.164	-1.549	-1.600	-1.654
Καθαρά λειτουργικά αποτ/τα			-524	-384	1.811	2.717	3.613	3.734	3.859
Αποσβέσεις			440	657	686	717	602	602	602
Επενδύσεις σε πάγια			0	-1.400	-100	-100	-100	-100	-100
Αύξηση κεφαλαίου κίνησης			0	-100	-100	-100	-100	-100	-100
Ελεύθερη χρηματική ροή εταιρείας			-84	-1.228	2.296	3.233	4.015	4.136	4.261

Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC)

Το κεφάλαιο που είναι επενδυμένο στην Vivere, όπως παρουσιάστηκε προηγουμένως, είναι δύο κατηγοριών: κοινό μετοχικό κεφάλαιο και άμεσος δανεισμός. Επομένως, το κόστος κεφαλαίου της εταιρείας αποτελείται από το μέσο όρο του κόστους κοινών μετοχών (k_e) και του κόστους δανεισμού (k_d), σταθμισμένο ως προς τη συμμετοχή του κάθε είδους κεφαλαίου στο συνολικό κεφάλαιο.

Συνεπώς, απαιτείται αρχικά ο υπολογισμός του κόστους κοινού μετοχικού κεφαλαίου. Για την εκτίμηση αυτού του μεγέθους χρησιμοποιήθηκε η πιο διαδεδομένη μεθοδολογία στη βιβλιογραφία και στην πράξη, το μοντέλο Capital Asset Pricing Model (CAPM). Με βάση αυτό το μοντέλο το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου ισούται με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο πλέον ενός περιθωρίου, που ορίζεται ως το ασφάλιστρο κινδύνου για τη συνολική χρηματοπιστηριακή αγορά επί το συντελεστή κινδύνου (β) της συγκεκριμένης μετοχής.

Για το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, είθισται να χρησιμοποιείται το μακροχρόνιο ομόλογο της χώρας (ή των χωρών) στην οποία δραστηριοποιείται η κάθε εταιρεία. Στην περίπτωση της Vivere θεωρούμε ότι η δραστηριοποίηση γίνεται εξ ολοκλήρου στην Ελλάδα, επομένως θα έπρεπε να χρησιμοποιήσουμε το ομόλογο ελληνικού δημοσίου δεκαετούς διάρκειας. Με δεδομένη όμως την τρέχουσα συγκυρία, τα ομόλογα ελληνικού δημοσίου δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι δεν ενσωματώνουν κίνδυνο. Συνεπώς, ως επιτόκιο χωρίς κίνδυνο θεωρήσαμε το δεκαετές ομόλογο γερμανικού δημοσίου. Για την εκτίμησή του χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης του Bloomberg GDBR10, η τιμή του οποίου κατά την ημέρα συγγραφής της παρούσας ήταν 3,114% (πηγή Bloomberg).

Επειδή χρησιμοποιήθηκε το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο της Γερμανίας, το ασφάλιστρο κινδύνου για την ελληνική αγορά προσεγγίστηκε ως το άθροισμα του ασφαλιστρο κινδύνου της

<HELP> for explanation. Corp **CRP**
 <MENU> to Return

95) Output to Excel 96) Stats History - Country Risk Premium

05/20/01 - 05/20/11 Monthly RFR GDBR10 Index Cur. EUR Germany

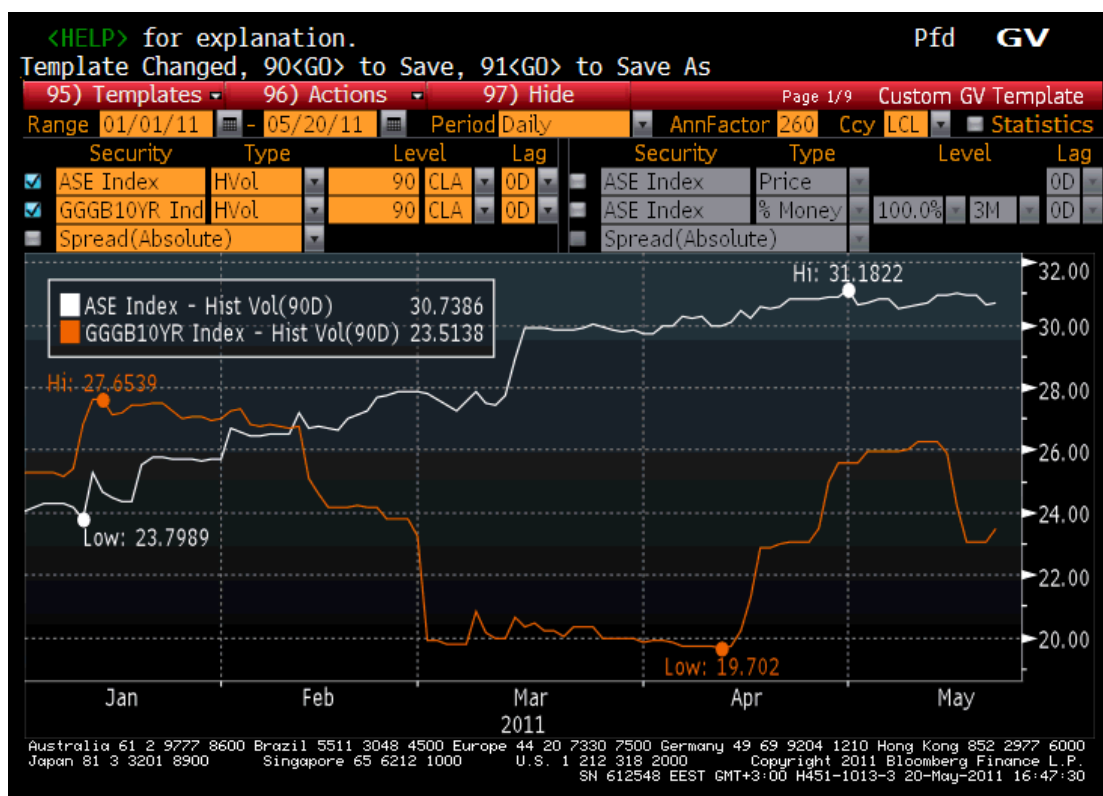
Date	Div Yld	Grwth Rate	Payout Ratio	Mkt Return	RF Rate	Premium
Average	3.313%	10.814%	42.401%	12.824%	3.161%	9.662%
05/19/11	3.189%	15.035%	38.431%	14.694%	3.114%	11.581%
04/29/11	3.097%	17.251%	40.215%	15.650%	3.239%	12.411%
03/31/11	3.281%	16.618%	40.015%	15.653%	3.354%	12.300%
02/28/11	2.989%	19.437%	39.147%	16.655%	3.170%	13.485%
01/31/11	2.713%	18.066%	40.432%	15.967%	3.155%	12.812%
12/30/10	2.773%	19.256%	39.506%	16.630%	2.959%	13.671%
11/30/10	2.857%	19.271%	38.940%	16.761%	2.670%	14.091%
10/29/10	2.775%	19.020%	40.005%	16.575%	2.518%	14.057%
09/30/10	2.917%	19.659%	40.529%	16.876%	2.278%	14.599%
08/31/10	3.101%	17.438%	39.417%	16.048%	2.116%	13.932%
07/30/10	3.002%	16.047%	40.070%	15.283%	2.669%	12.614%
06/30/10	3.093%	15.381%	40.793%	14.637%	2.577%	12.060%
05/31/10	3.092%	13.025%	41.730%	13.590%	2.660%	10.930%
04/30/10	2.970%	11.345%	42.548%	12.335%	3.017%	9.318%
03/31/10	2.978%	10.610%	43.030%	12.006%	3.092%	8.914%
02/26/10	3.363%	7.428%	41.337%	10.948%	3.101%	7.847%
01/29/10	3.577%	7.325%	41.512%	10.891%	3.196%	7.696%
12/31/09	0.000%	5.975%	42.550%	9.444%	3.387%	6.057%

Chart Chart Options

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2011 Bloomberg Finance L.P.
 SN 612548 EEST GMT+3:00 H451-1013-2 20-May-2011 18:04:20

γερμανικής αγοράς πλέον περιθώριο για τον κίνδυνο της Ελλάδας. Για το ασφάλιστρο κινδύνου της γερμανικής αγοράς προτιμήθηκε η προσέγγιση του εκτιμώμενου κινδύνου από την αγορά (implied market premium) και όχι των ιστορικών στοιχείων. Η επιλογή αυτή βασίστηκε στο γεγονός ότι η έκθεση αυτή προσπαθεί να είναι ουδέτερη ως προς τις εκτιμήσεις της αγοράς. Στην περίπτωση που χρησιμοποιούνταν άλλο ασφάλιστρο κινδύνου στην ουσία θα λαμβάναμε θέση έναντι των τρεχουσών εκτιμήσεων της αγοράς, γεγονός που είναι εκτός του σκοπού της παρούσας έκθεσης. Επιπλέον, ο εκτιμώμενος κίνδυνος βασίζεται σε εκτιμήσεις για το μέλλον και όχι σε στοιχεία για το παρελθόν, γεγονός που προσδίδει επιπλέον θεωρητική βαρύτητα. Με βάση λοιπόν το Bloomberg, ο εκτιμώμενος κίνδυνος από την αγορά για το σύνολο της γερμανικής αγοράς ήταν 11,581%, κατά το Μάιο του 2011. Η εκτίμηση αυτή βασίστηκε στις προβλέψεις των αναλυτών για τη μερισματική απόδοση, την ανάπτυξη και τη μερισματική πολιτική για το σύνολο της γερμανικής αγοράς. Σημειώνεται, ότι το ύψος αυτό είναι σχετικά υψηλό με τον ιστορικό μέσο όρο που θέλει το μέσο εκτιμώμενο ασφάλιστρο στο 9,662%.

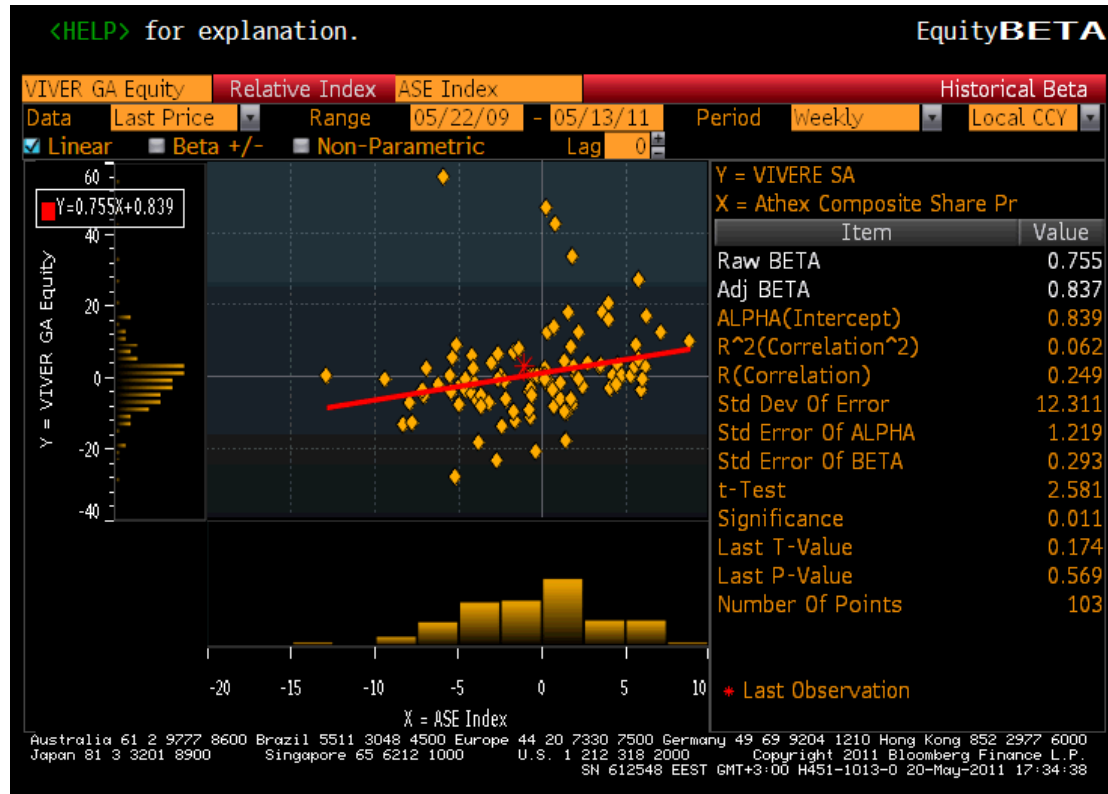
Για τον κίνδυνο της χώρας η πρώτη επιλογή ήταν η χρήση του τρέχοντος spread των δεκαετών ομολόγων του ελληνικού δημοσίου από τα αντίστοιχα γερμανικά ή το Credit Default Swap (CDS) για τα ελληνικά ομόλογα 10 ετών. Κατά την ημέρα συγγραφής το πρώτο ήταν 13,46%, ενώ το δεύτερο 10,20%. Τα επίπεδα αυτά είναι εκτός των λογικών εκτιμήσεων με την εξής έννοια. Η εκτιμώμενη από τα επίπεδα αυτά πιστοληπτική βαθμολόγηση της Ελλάδας ήταν χαμηλότερη από Caa3, κατά Moody's, που σημαίνει πρακτικά ότι θεωρείται βέβαια η πτώχευση της Ελλάδας. Η συνθήκη αυτή έρχεται σε σύγκρουση με τη βασική υπόθεση εργασίας για τη βιωσιμότητα της χώρας. Επιπλέον, ο σκοπός της παρούσας είναι να εκτιμηθεί το δίκαιο της τιμή της μετοχής με βάση τη δημόσια πρόταση, επομένως οι μέτοχοι ενδιαφέρονται για την αξία της επιχείρησης σε συνθήκες λογικής οικονομικής συγκυρίας και όχι σε συνθήκες διάλυσης του κράτους, οπότε είναι προφανές ότι η τιμή της



μετοχής θα ήταν κατά πολύ χαμηλότερη. Με βάση, λοιπόν, τη χαμηλότερη τρέχουσα πιστωτική βαθμολόγηση της Ελλάδας, η οποία είναι B από την Standard & Poor's, το λογικό spread των ελληνικών ομολόγων θα έπρεπε να είναι 5%. Για να προσαρμοστεί το spread αυτό στην αγορά ελληνικών μετοχών από την αγορά ελληνικών ομολόγων, χρησιμοποιήθηκε ο λόγος της μεταβλητότητας του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (30,74%) προς τη μεταβλητότητα του δείκτη της απόδοσης των δεκαετών ομολόγων του ελληνικού δημοσίου (23,51%), κατά την ημέρα συγγραφής της παρούσας. Το μοντέλο μεταβλητότητας που χρησιμοποιήθηκε ήταν το κλασικό μοντέλο ημερήσιας μεταβλητότητας 90 ημερών, με συντελεστή ετησιοποίησης 260 ημερών. Συνεπώς το ασφάλιστρο κινδύνου για την ελληνική αγορά μετοχών είναι:

$$11,581\% + 5,00\% \times \frac{30,7386\%}{23,5138\%} \approx 18,12\%$$

Για τον υπολογισμό του συντελεστή β αρχικά χρησιμοποιήθηκε η κλασική μέθοδος υπολογισμού του β, με παλινδρόμηση των αποδόσεων της μετοχής σε σχέση με τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η περίοδος υπολογισμού ήταν 2 έτη, διότι παλαιότερα η εταιρεία είχε προβεί σε εξαιρετικής σημασίας μετασχηματισμούς (αλλαγή δραστηριότητας) και τα στοιχεία ήταν εβδομαδιαία για να μειωθεί η επίδραση των ημερών που τυχόν δεν άνοιξε η μετοχή της Vivere ή παρουσίασε πολύ μικρό όγκο συναλλαγών.



Με βάση τη μεθοδολογία αυτή, το beta της μετοχής της Vivere είναι 0,837, μετά από την τροποποίηση Blume. Εν συνεχεία αυτό το beta αναπροσαρμόζεται με βάση τα στοιχεία της μόχλευσης της εταιρείας για να υπολογιστεί το beta της δραστηριότητας, δηλαδή μίας εταιρείας του κλάδου με μηδενική χρηματοοικονομική μόχλευση. Η μέση αξία των δανείων της εταιρείας κατά τα τελευταία οκτώ τρίμηνα (2 έτη) υπολογίστηκε σε 4.853.270€, η μέση αξία του μετοχικού κεφαλαίου υπολογίστηκε σε 22.444.163€, ενώ ο μέσος φορολογικός συντελεστής ήταν 0%, αφού η εταιρεία ήταν ζημιόγonos. Με βάση τα παραπάνω, το beta της δραστηριότητας υπολογίζεται σε:

$$\beta_u = \frac{0,837}{1 + (1 - 0\%) \times \frac{4.853.270}{22.444.163}} \approx 0,69$$

Εναλλακτικά, το beta του κλάδου μπορεί να υπολογιστεί με βάση δείγμα ομοειδών επιχειρήσεων. Επειδή, στο Χρηματιστήριο Αθηνών υπάρχουν μόνο τέσσερις εταιρείες του υπο-κλάδου τυχερών παιχνιδιών, αναζητήσαμε μέσω Bloomberg όλες τις εταιρείες του υπο-κλάδου των τυχερών παιχνιδιών, παγκοσμίως που έχουν δημοσιεύσει τα απαραίτητα

στοιχεία για τον υπολογισμό του beta για την τελευταία διετία. Προέκυψε ένα δείγμα 75 περιπτώσεων, με το οποίο υπολογίστηκε ο μέσος όρος της μέσης αξίας των δανείων της κάθε εταιρείας κατά τα τελευταία οκτώ τρίμηνα (2 έτη), της μέσης αξίας του μετοχικού κεφαλαίου, του φορολογικού συντελεστή και του βήτα της διετίας, σε εβδομαδιαία βάση και σε σχέση με τον οικείο δείκτη. Με βάση τα παραπάνω, το beta της δραστηριότητας υπολογίζεται σε :

$$\beta_u = \frac{0,98}{1 + (1 - 20\%) \times \frac{566\text{εκ€}}{1.055\text{εκατ€}}} \approx 0,68$$

Με δεδομένο ότι οι δύο προσεγγίσεις έβγαλαν πολύ κοντινές εκτιμήσεις, η επιλογή της μεθοδολογίας τελικά θα είχε πολύ μικρή επίδραση στο τελικό αποτέλεσμα της αποτίμησης. Σε κάθε περίπτωση, επειδή θεωρούμε τη δεύτερη μεθοδολογία πιο σωστή, θεωρούμε ότι το beta της δραστηριότητας είναι 0,68. Με βάση όλα τα παραπάνω, και τις εκτιμώμενες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας, το μέσος σταθμικό κόστος κεφαλαίου για κάθε έτος υπολογίστηκε ως παρακάτω.

<i>Ποσά σε χιλιάδες €</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011π</i>	<i>2012π</i>	<i>2013π</i>	<i>2014π</i>	<i>2015ε</i>	<i>2016ε</i>
<i>Απόδοση ΟΓΔ</i>	3,114%	3,114%	3,114%	3,114%	3,114%	3,114%	3,114%	3,114%	3,114%
<i>Επασφάλιστρο Γερμανίας</i>	11,58%	11,58%	11,58%	11,58%	11,58%	11,58%	11,58%	11,00%	10,00%
<i>Κίνδυνος χώρας</i>	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%	4,00%
<i>Αναπροσαρμοσμένος</i>	6,18%	6,18%	6,18%	6,18%	6,18%	6,18%	4,94%	4,94%	4,94%
<i>Επασφάλιστρο Ελλάδα</i>	17,76%	17,76%	17,76%	17,76%	17,76%	17,76%	16,52%	15,94%	14,94%
<i>β δραστηριότητας</i>	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68
<i>Χρέος</i>	3.373	3.373,44	4.388,89	9.752,94	9.752,94	9.752,94	9.752,94	6.910,55	3.986,05
<i>Τιμή μετοχής</i>	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99
<i>Ίδια Κεφάλαια</i>	32.580	32.580,24	32.580,24	32.580,24	32.580,24	32.580,24	32.580,24	32.580,24	32.580,24
<i>Χ/Κ</i>	0,10	0,10	0,13	0,30	0,30	0,30	0,30	0,21	0,12
<i>β εταιρείας</i>	0,73	0,77	0,84	0,89	0,89	0,85	0,85	0,80	0,75
<i>Κόστος ιδίων κεφαλαίων</i>	16,0%	16,7%	17,9%	18,9%	18,9%	18,2%	17,1%	15,9%	14,3%
<i>Πραγματικό επιτόκιο</i>	9,5%	9,1%	5,9%	3,1%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<i>Κόστος δανεισμού</i>	5,8%	10,4%	2,1%	3,1%	3,5%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
<i>Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου</i>	15,1%	16,1%	16,1%	15,3%	15,4%	14,6%	13,8%	13,6%	13,1%

Το κόστος δανεισμού υπολογίστηκε με βάση τις προβλέψεις της διοίκησης για το 2011, δηλαδή στο 3,1%. Για τα υπόλοιπα έτη θεωρήθηκε ότι θα αυξηθεί στο 3,5% το 2012 και μετά θα παραμείνει σταθερό. Η αύξηση σχετίζεται με την αναμενόμενη από τις αγορές αύξηση στο euribor κατά το επόμενο έτος, δεδομένου ότι το σύνολο του δανεισμού είναι κυμαινόμενου επιτοκίου. Επίσης, επειδή η πλειοψηφία του δανεισμού είναι σε ιδιωτική βάση, η πιστοληπτική πορεία της εταιρείας εκτιμήθηκε ότι θα επηρεάσει σε μικρό βαθμό το κόστος δανεισμού. Σε κάθε περίπτωση πάντως, η χρήση δανεικών κεφαλαίων από την εταιρεία είναι σχετικά μικρή, οπότε η επίδραση μία μικρής αύξησης των επιτοκίων έχει αντίστοιχα μειωμένη επίδραση στην τελική τιμή της μετοχής της Vivere.

Από το 2015, θεωρήθηκε ότι το ασφάλιστρο κινδύνου της γερμανικής αγοράς θα επανέλθει στον ιστορικό μέσο όρο, ενώ από το 2014 θεωρήθηκε ότι θα μπορέσει η Ελλάδα να αναβαθμίσει, ελαφρώς, την πιστοληπτική της βαθμολόγηση. Η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων υπολογίστηκε με βάση την τιμή της δημόσιας πρότασης, ενώ το χρέος

υπολογίστηκε στη λογιστική αξία, δεδομένου ότι είναι ιδιωτικό και ότι έχει κυμαινόμενο επιτόκιο, οπότε η αποκλίσεις είναι μικρές και δύσκολες να υπολογιστούν, ενώ η επίδραση τους στην τελική τιμή είναι μειωμένη.

Το κόστος κεφαλαίου της θυγατρικής θεωρείται ότι ταυτίζεται με της Vivere, διότι τα κεφάλαια της θυγατρικής παρέχονται από την ίδια τη Vivere, ενώ ο λειτουργικός κίνδυνος είναι ο ίδιος ανάμεσα στις δύο εταιρείες, δεδομένου ότι έχουν την ίδια διοίκηση και δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο.

Υπολειμματική αξία Vivere

Η αυξημένη ανάπτυξη της Vivere προφανώς δεν είναι δυνατόν να συνεχίζεται για πάντα. Θεωρούμε, λοιπόν, ότι η εταιρεία θα εισέρθει σε φάση ωρίμανσης, με την παρέλευση της περιόδου 2011 – 2016, με αποτέλεσμα η ανάπτυξή να είναι αντίστοιχη της γενικής ανάπτυξης της οικονομίας. Συνεπώς, αναμένουμε η εταιρεία να παρουσιάσει ένα μακροχρόνιο ρυθμό ανάπτυξης στα επίπεδα περίπου της μακροχρόνιας ανάπτυξης της ευρωπαϊκής οικονομίας.

Επίσης, δεν είναι δυνατόν να συνεχιστεί για πάντα η αρνητική επανεπένδυση της εταιρείας. Όπως παρουσιάστηκε προηγουμένως, η Vivere σχεδιάζει να απέχει συνειδητά από επενδύσεις σε πάγιο εξοπλισμό, επομένως οι αποσβέσεις ουσιαστικά δημιουργούν αποεπένδυση από της εταιρεία. Η συνέχιση αυτής της πολιτικής μακροχρόνια θα προκαλέσει αδυναμία λειτουργίας της εταιρείας με αποτέλεσμα να αίρεται η υπόθεση εργασίας της συνεχιζόμενης δραστηριότητας. Προφανώς, λοιπόν, η εταιρεία μακροχρόνια θα πραγματοποιεί επενδύσεις σε πάγια. Οι επενδύσεις αυτές θα πρέπει να είναι ικανές να τροφοδοτήσουν το μακροχρόνιο ρυθμό ανάπτυξης της εταιρείας.

Για να εκτιμήσουμε, λοιπόν, αυτές τις παραμέτρους ξεκινάμε από τη σχέση ανάπτυξης (g), συντελεστή επανεπένδυσης (R) και απόδοσης κεφαλαίων (ROC):

$$g = R * ROC$$

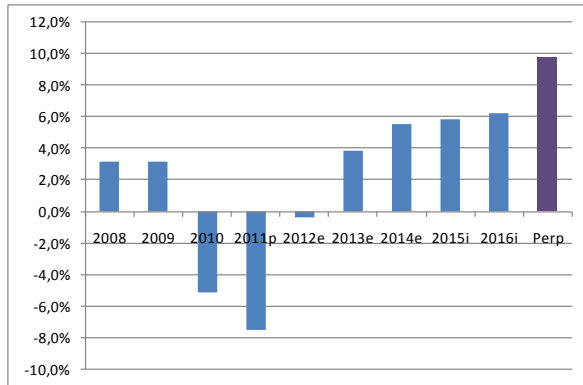
,όπου

g : Η μέση ετήσια μακροχρόνια μεταβολή των κερδών προ φόρων, χρηματοοικονομικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων ($EBIT$)

$$R = \frac{\text{Επενδύσεις σε πάγια} + \text{Αύξηση κεφαλαίου κίνησης} - \text{Αποσβέσεις}}{EBIT \times (1 - \text{Φορολογικός Συντελεστής})}$$

$$ROC = \frac{EBIT \times (1 - \text{Φορολογικός Συντελεστής})}{\text{Ιδια Κεφάλαια} + \text{Τοκοφόρες Υποχρεώσεις}}$$

Ξεκινώντας από την απόδοση κεφαλαίων (ROC), η παραδοχή που κάναμε είναι ότι η θα συγκλίνει με το κλάδο. Για να εκτιμήσουμε το ROC του κλάδου αναζητήσαμε μέσω Bloomberg όλες τις εταιρείες του υπο-κλάδου των τυχερών παιχνιδιών, παγκοσμίως που έχουν δημοσιεύσει τα απαραίτητα στοιχεία για τον υπολογισμό του ROC . Προέκυψε ένα δείγμα 104 περιπτώσεων, με το οποίο υπολογίστηκε ο διάμεσος (median) στο 9,46%. Εξ



αυτού ορμώμενοι, θεωρήσαμε ότι το ROC του κλάδου είναι 10%. Με βάση τις προβλέψεις της διοίκησης, η απόδοση κεφαλαίων θα παρουσιάζει ανοδική τάση, η οποία οφείλεται κυρίως στα θετικά αποτελέσματα της λειτουργικής μόχλευσης που συνδυάζεται με την προβλεπόμενη αύξηση πωλήσεων, αλλά και στην εκτίμηση για σταδιακή σχετική μείωση του κεφαλαίου (είτε με μείωση

δανεισμού είτε με καταβολές στους μετόχους είτε σε συνδυασμό). Θεωρούμε, λοιπόν, ότι στο μακροχρόνιο μέλλον η απόδοση κεφαλαίων (ROC) θα σταθεροποιηθεί στο ύψος του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (όπως παρουσιάζεται παρακάτω), δηλαδή στο 9,7%. Το ποσοστό αυτό συνάδει με το στοιχείο του κλάδου.

Αναφορικά με το ρυθμό ανάπτυξης (g), υποθέσαμε μακροχρόνια σταθερή ανάπτυξη για την Vivere ύψους 3%. Το ποσοστό αυτό είναι μικρότερο από το μακροχρόνιο επιτόκιο του ευρώ (Euroswap 30 year, πηγή Bloomberg) που είναι 3,69%. Επίσης, είναι χαμηλότερο από τον ετησιοποιημένο ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ, σε τρέχουσες τιμές, της ευρωζώνης κατά την τελευταία δεκαετία που είναι 3,08%. Συνεπώς, αποτελεί αποδεκτή τιμή ως μακροχρόνιος ρυθμός ανάπτυξης. Επίσης, η διατήρηση μεγαλύτερης ανάπτυξης θα υποχρεώσει την εταιρεία σε μεγαλύτερες επενδύσεις για να τροφοδοτήσει την αυξημένη ανάπτυξη, γεγονός που δεν συνάδει με την παρούσα στρατηγική της Vivere.

Ο συνδυασμός των παραπάνω δημιουργεί ανάγκη για επανεπένδυση που υπολογίστηκε με το παρακάτω συντελεστή:

$$R = \frac{g}{ROC} = \frac{3\%}{9,7\%} \approx 31\%$$

Με τον παραπάνω συνδυασμό, η εταιρεία μπορεί να βρίσκεται σε μακροχρόνια οικονομική ισορροπία και να επιτυγχάνει μακροχρόνια ανάπτυξη 3%. Επιπλέον, θεωρήσαμε ότι θα διατηρηθεί σταθερός ο φορολογικός συντελεστής 20% για τα εταιρικά κέρδη.

Με βάση τα παραπάνω η καθαρή χρηματική ροή στην εταιρεία της Vivere για το 2017 υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{EBIT για το 2017: } EBIT_{2016} \times (1 + g) = 2.746 \times (1 + 3\%) = 2.828$$

$$\text{Μείον το φόρο: } 2.828 \times (1 - 20\%) = 2.262$$

$$\text{Μείον τις ανάγκες επανεπένδυσης: } 2.262 \times (1 - 31\%) = 1.566$$

Το κόστος κεφαλαίου στο μακροχρόνιο ορίζοντα αναμένεται να επιτρέψει στις ιστορικές μέσες τιμές του. Συνεπώς, θεωρήθηκε ότι η απόδοση του 10ετούς γερμανικού ομολόγου θα ανέβει στο 3,5%. το ασφάλιστρο της Γερμανικής αγοράς μετοχών θα μειωθεί στο 7% και ότι η Ελλάδα θα μπορέσει να αναβαθμιστεί από το Β στο BBB-, οπότε το τυπικό spread για τη

χώρα μας θα μειωθεί στο 2%. Επίσης, θεωρήσαμε ότι στο μακροχρόνιο ορίζοντα η εταιρεία θα αλλάξει το μίγμα κεφαλαίων, αυξάνοντας τη μόχλευση στο μέγιστο δυνατό σημείο χωρίς να αυξηθεί το κόστος δανεισμού. Αυξάνοντας το συντελεστή Ξένα/Ίδια στο 0,17, που αντιστοιχεί σε διάρθρωση 85% ίδια και 15% ξένα, ο λόγος τόκοι προς EBIT παραμένει ισχυρός (άνω του 12,5), οπότε η εταιρεία θα μπορεί να δικαιολογεί τα χαμηλά επιτόκια δανεισμού που υποθέτουμε σε ολόκληρη την ανάλυση και που είναι σύμφωνα με τις προβλέψεις της διοίκησης (4%, δηλαδή 0,5% spread). Επίσης, με την εκτιμώμενη αυτή διάρθρωση, το εκτιμώμενο beta της μετοχής ανεβαίνει στο 0,78 και σε 0,85 με την αναπροσαρμογή κατά Blume. Τόσο η αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, όσο και η προσέγγιση του beta προς το 1 και το επίπεδο 0,85 θεωρούνται στοιχεία ωρίμανσης μίας εταιρείας και στοιχεία που συνάδουν με τη μακροχρόνια προοπτική.

Συνδυάζοντας τα παραπάνω το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (wacc) της εταιρείας για το διηνεκές εκτιμήθηκε ως εξής:

$$\text{Κόστος ιδίων κεφαλαίων: } 3,5\% + 0,78 \times (7\% + 2,47\%) = 10,9\%$$

$$\text{Κόστος δανεισμού: } 4\% \times (1 - 20\%) = 3,2\%$$

$$\text{wacc: } (10,9\% \times 85\%) + (3,2\% \times 15\%) = 9,7\%$$

Επομένως, η υπολειμματική αξία της Vivere εκτιμήθηκε σε:

$$\frac{1.566}{9,7\% - 3\%} = 23.211 \text{χιλ. €}$$

Αντίστοιχα, η υπολειμματικής αξία της θυγατρικής εκτιμήθηκε ως εξής:

$$\text{EBIT για το 2017: } EBIT_{2016} \times (1 + g) = 5.513 \times (1 + 3\%) = 5.678$$

$$\text{Μείον το φόρο: } 5.678 \times (1 - 30\%) = 3.975$$

Η θυγατρική θεωρήθηκε ότι θα διατηρήσει συντελεστή επανεπένδυσης 0%, δηλαδή οι επενδύσεις σε πάγια και η αύξηση του κεφαλαίου κίνησης θα ισούται με τις αποσβέσεις (602χιλ.€ ετησίως), διατηρώντας την παραγωγική δυναμικότητα. Επίσης, οι κεφαλαιακές ανάγκες για την ανάπτυξη θα καλύπτονται από την επανεπένδυση της Vivere, η οποία ούτως ή άλλως παρέχει το κεφάλαιο στη θυγατρική. Επίσης, όπως προαναφέρθηκε το κόστος κεφαλαίου της θυγατρικής θεωρείται ότι είναι ταυτίζεται με της Vivere. Επομένως, η υπολειμματική αξία της θυγατρικής εκτιμήθηκε ως εξής:

$$\frac{3.975}{9,7\% - 3\%} = 58.910 \text{χιλ. €}$$

Καθαρή παρούσα αξία της επιχειρηματικής δραστηριότητας

Συνδυάζοντας όλα τα προηγούμενα η καθαρή παρούσα αξία της επιχειρηματικής δραστηριότητας της Vivere είναι:

Ποσά σε χιλιάδες €	2008	2009	2010	2011π	2012π	2013π	2014π	2015ε	2016ε
Ελεύθερη χρηματική ροή μητρικής	1.482	695	-1.321	-1.047	89	1.983	2.762	2.842	2.924
Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου	15,1%	16,1%	16,1%	15,3%	15,4%	14,6%	13,8%	13,6%	13,1%
Συντελεστής προεξόφλησης					0,867	0,756	0,664	0,585	0,517
Παρούσα αξία					77	1.500	1.835	1.663	1.513
Σύνολική παρούσα αξία μητρικής									6.587
Ελεύθερη χρηματική ροή θυγατρικής			-84	-1.228	2.296	3.233	4.015	4.136	4.261
Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου			16,1%	15,3%	15,4%	14,6%	13,8%	13,6%	13,1%
Συντελεστής προεξόφλησης					0,867	0,756	0,664	0,585	0,517
Παρούσα αξία					1.991	2.445	2.668	2.419	2.204
Σύνολική παρούσα αξία θυγατρικής									11.727
Ποσοστό συμμετοχής									50%
Συνολική συνεισφορά στην παρούσα αξία της μητρικής									5.864

Υπολειμματική αξία μητρικής	23.211
Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου	9,7%
Συντελεστής προεξόφλησης	0,471
Παρούσα αξία υπολειμματικής αξίας μητρικής	10.941
Υπολειμματική αξία θυγατρικής	58.910
Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου	9,7%
Συντελεστής προεξόφλησης	0,471
Παρούσα αξία υπολειμματικής αξίας θυγατρικής	27.767
Ποσοστό συμμετοχής	50%
Συνεισφορά στην υπολειμματική αξία της μητρικής	13.884

Συνεπώς η καθαρά παρούσα αξία της επιχειρηματικής δραστηριότητας (μητρικής πλέον θυγατρικής) την 30/6/2011 εκτιμήθηκε ως εξής:

$$(6.587 + 10.941) + (5.864 + 13.884) = 17.528 + 19.747 = 37.275 \text{ χιλ. €}$$

Αξία των κοινών μετοχών

Στην τρέχουσα αξία της επιχειρηματικής δραστηριότητας της Vivere έγιναν οι παρακάτω αναπροσαρμογές:

- ✓ Προστέθηκαν τα εκτιμώμενα μετρητά κατά την 30/6/2011 ύψους 40 χιλ.€
- ✓ Προστέθηκαν οι εκτιμώμενες επενδύσεις σε ακίνητα (μη λειτουργικά) κατά την 30/6/2001 ύψους 406 χιλ.€
- ✓ Αφαιρέθηκε η εκτιμώμενη αξία των δανείων κατά την 30/6/2011 ύψους 9.752 χιλ.€
- ✓ Αφαιρέθηκε η παρούσα αξία κατά της 30/6/2011 των εκτιμώμενων απαιτήσεων άλλων φορέων της εταιρείας (αναβαλλόμενος φόρος, αποζημιώσεις προσωπικού και υποχρεώσεις σε μέλη το Δ.Σ.). Οι καταβολές αυτές, επειδή δεν προβλέπεται να γίνουν έως το 2016, δεδομένου ότι η εταιρεία θα συνεχίσει τη δραστηριότητά της, προεξοφλήθηκαν με το συντελεστή προεξόφλησης της υπολειμματικής αξίας, αφού θα καταβληθούν κάποια στιγμή στο απώτερο μέλλον. Η παρούσα αυτή αξία την 30/6/2011 εκτιμήθηκε στις 2.580 χιλ.€

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι η εκτίμηση της αξίας του συνόλου των κοινών μετοχών της 30/6/2011 είναι ύψους 25.507 χιλ.€.

Αξία ανά μετοχή

Η εταιρεία δεν έχει σε εκκρεμότητα πρόγραμμα δικαιωμάτων προς το προσωπικό ή άλλα προγράμματα με δικαιώματα αγοράς μετοχών της εταιρείας. Η μόνη εξαίρεση ήταν το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο ύψους 3,2εκατ.€ το οποίο καλύφθηκε εξολοκλήρου από τον κ.ο Πηλαδάκη και το οποίο έχει λήξει. Ο κ.ο Πηλαδάκης έχει ήδη παρατείνει το εν λόγω δάνειο μέχρι την 30/6/2011. Λόγω της τρέχουσας δημόσιας πρότασης, η οποία και ολοκληρώνεται την 14/6/2011 και στο βαθμό που θα ζητηθεί από τον προτείνοντα (εμμέσως από τον ίδιο τον ομολογιούχο) η υποχρεωτική πώληση σε αυτόν του 100% των μετοχών προς 0,99€, θεωρήθηκε ότι η επίδραση από ενδεχόμενη μετατροπή μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας δεν αφορά την παρούσα έκθεση, δεδομένου ότι οι μέτοχοι θα έχουν ήδη μεταβιβάσει τις μετοχές τους στον προτείνοντα. Συνεπώς, ο τρέχων αριθμός μετοχών (32.909.330) θεωρήθηκε και ο σταθμισμένος αριθμός μετοχών με βάση τον οποίο θα υπολογιστεί η δίκαιη αξία της μετοχής:

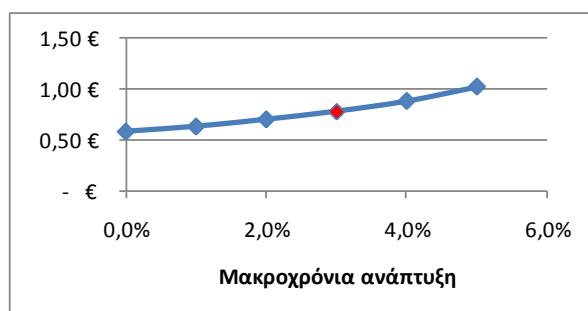
$$\frac{25.507}{32.909} = 0,78\text{€}$$

Συνεπώς, με βάση της μέθοδο προεξόφλησης των μελλοντικών χρηματικών ροών στην εταιρεία για τη Vivere, ως δίκαιη τιμή της μετοχής θεωρούμε τα 0,78€

Ανάλυση ευαισθησίας

Για τον υπολογισμό της δίκαιης τιμής των 0,78€ έγινε μια σειρά εκτιμήσεων που κατά τη γνώμη μας είναι εύλογες και με βάση την οικονομική συγκυρία και βιβλιογραφία. Η επίδραση από ενδεχόμενη απόκλιση στο μέλλον σε σχέση με τις εκτιμήσεις αυτές θα αναλυθεί με δύο τρόπους, μεμονωμένα και συνδυαστικά.

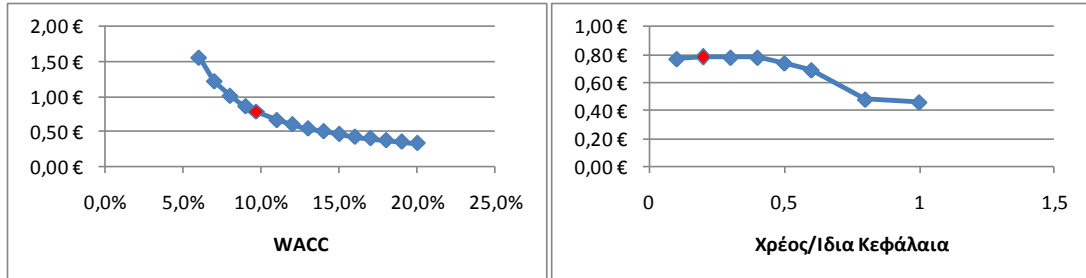
Μεμονωμένα, για διάφορες κρίσιμες εκτιμήσεις θα δοθούν διαφορετικές τιμές από αυτές που χρησιμοποιήθηκαν και θα υπολογιστεί η επίδραση των ενδεχόμενων αυτών αποκλίσεων στην δίκαιη τιμή. Συνήθως, οι μεγαλύτερες αποκλίσεις προέρχονται από την υπολειμματική αξία.



Ο πρώτος παράγοντας της υπολειμματικής αξίας είναι η μακροχρόνια ανάπτυξη. Για να ανέβει η αποτίμηση της εταιρείας πάνω από 1€, απαιτείται μακροχρόνια ανάπτυξη άνω του 5%. Το ποσοστό αυτό είναι ακραίο, με δεδομένο ότι ο μακροχρόνιος ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ στην

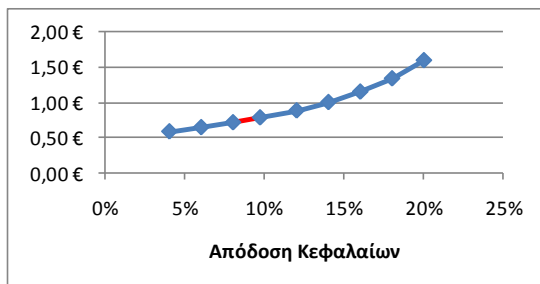
ευρωζώνη καθώς και τα μακροχρόνια επιτόκια δεν υπερβαίνουν το 4%. Ακόμα και εάν η Ελλάδα μπει σε ρυθμούς μεγάλης ανάπτυξης (όπως στο παρελθόν), αποδείχτηκε ότι αργά ή γρήγορα οι ρυθμοί αυτοί θα επιστρέψουν στο μέσο όρο της ευρωζώνης (εάν όχι κάτι χειρότερο σαν την τρέχουσα συγκυρία). Συνεπώς, θεωρούμε πρακτικά αδύνατη τη δίκαιη αποτίμηση πάνω από 1€ ως αποτέλεσμα μακροχρόνιας ανάπτυξης.

Ο δεύτερος παράγοντας είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Στο βαθμό που το ΜΣΚΚ πέσει κάτω από 8%, τότε η αποτίμηση της εταιρείας ξεπερνάει το 1€. Για να συμβεί αυτό θα πρέπει είτε το μακροχρόνιο επιτόκιο της Γερμανίας να πέσει στο 1% και να σταθεροποιηθεί μακροχρόνια σε αυτά τα επίπεδα, είτε ο κίνδυνος της Ελλάδας (spread) να πέσει στο 0%, δηλαδή η πιστοληπτική βαθμολόγηση της χώρας μας να ανέβει στο AAA, είτε το ασφάλιστρο κινδύνου για την αγορά μετοχών της Γερμανίας να πέσει στο 5% και να



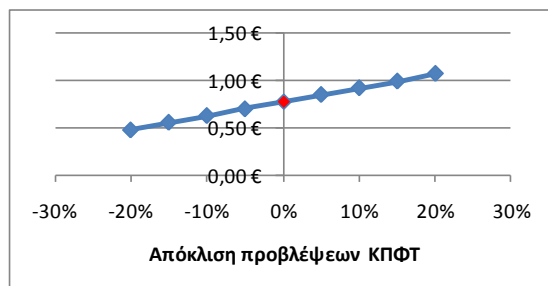
σταθεροποιηθεί εκεί, είτε το beta της δραστηριότητας να πέσει κάτω από 0,5. Όλα αυτά τα σενάρια είναι πρακτικά αδύνατα. Επιπλέον, η χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρείας όσο και αν ανέβει δεν μπορεί να ωθήσει την τιμή της μετοχής προς τα επάνω, διότι θα προκαλέσει δυσανάλογη αύξηση του κόστους δανεισμού της εταιρείας. Συνεπώς, θεωρούμε πρακτικά αδύνατη τη δίκαιη αποτίμηση πάνω από 1€ ως αποτέλεσμα του ΜΣΚΚ.

Τέλος, αναφορικά με το ύψος των αποτελεσμάτων της εταιρείας, θα απαιτούνταν απόδοση κεφαλαίων άνω του 14% για να αποτιμηθεί η αξία της μετοχής άνω το 1€, γεγονός που θα οδηγούσε είτε σε μακροχρόνια ανάπτυξη άνω του 5%, η οποία είναι πρακτικά αδύνατη είτε



σε αύξηση της επανεπένδυσης, οπότε θα επανερχόταν η αποτίμηση στα εκτιμηθέντα επίπεδα. Συμπερασματικά, δεν φαίνεται να είναι δυνατή η αύξηση της δίκαιης τιμής αποτίμησης πάνω από το 1€, ως απόρροια της μεταβολής ενός παράγοντος της υπολειμματικής αξίας.

Οι υπόλοιποι παράγοντες που απομένουν, οι οποίοι θα μπορούσαν να αυξήσουν την δίκαιη αποτίμηση της Vivere έχουν να κάνουν με τα αποτελέσματα της επόμενης πενταετίας, 2012 – 2016. Συγκεκριμένα, θα χρειαζόταν θετική μέση απόκλιση της πραγματικής μελλοντικής κερδοφορίας (EBIT) άνω του +15%, για να ανέβει η δίκαιη αποτίμηση της Vivere πάνω από



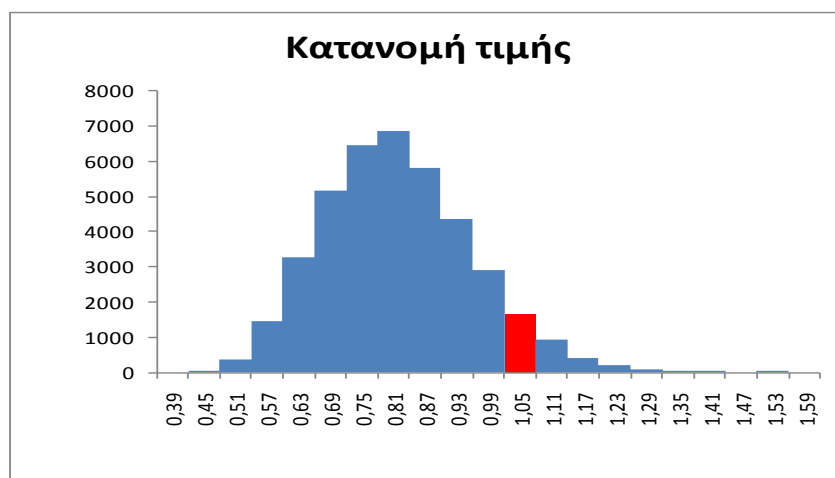
1€. Η απόκλιση αυτή θα πρέπει να αφορά τόσο τη μητρική, όσο και τη θυγατρική. Η απόκλιση αυτή θα μπορούσε να συνδυάζεται με αύξηση πωλήσεων, μείωση κόστους ή συνδυασμό αυτών. Βέβαια, στα πλαίσια της τρέχουσας οικονομικής συγκυρίας, θεωρήθηκε πρακτικά ανέφικτη αυτή η απόκλιση, με δεδομένο ότι οι

σφάλμα, ώστε η δίκαια αποτίμηση της τιμής της Vivere να ξεπερνάει το 1€, στα πλαίσια των λογικών εκτιμήσεων για το μέλλον.

Βέβαια, στην οικονομία οι παράγοντες τείνουν να αλληλεπιδρούν, με αποτέλεσμα μία αιφνίδια και απρόβλεπτη ενδεχόμενη λογική βελτίωση της τρέχουσας συγκυρίας, πιθανόν να οδηγήσει σε αντίστοιχη λογική βελτίωση κάποιων των προαναφερθέντων παραμέτρων και όχι ενός μόνο. Για να εκτιμηθεί η επίδραση μίας τέτοιας εξέλιξης στην αποτίμηση της Vivere χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της προσομοίωσης τύπου Monte Carlo. Θεωρήθηκε, λοιπόν, ότι οι προαναφερθέντες παράγοντες διακυμαίνονται τυχαία, γύρω από τις παραδοχές του βασικού μοντέλου αποτίμησης. Εφαρμόστηκαν, λοιπόν, 40.000 ανεξάρτητα σενάρια, καθένα από τα οποία χρησιμοποιούσε την τυχαία τιμή της κάθε παραμέτρου, με αποτέλεσμα να υπάρχουν σενάρια, που τυχαίνει να βελτιώνονται όλοι οι παράγοντες. Συγκεκριμένα, οι τυχαίοι παράγοντες, συνολικά 12, ήταν αναλυτικά οι εξής :

- ✓ Η μεταβολή των πωλήσεων για κάθε έτος αυτόνομα μέχρι και το 2016 (κατανομή PERT, με όριο +/-1000 μονάδες βάσης από το βασικό σενάριο)
- ✓ Ο λόγος λειτουργικά έξοδα / πωλήσεις για κάθε έτος αυτόνομα μέχρι και το 2016 (κατανομή PERT, με όριο +/-1000 μονάδες βάσης από το βασικό σενάριο)
- ✓ Ο μακροχρόνιο ρυθμός ανάπτυξης (κατανομή PERT, με όριο +/-150 μονάδες βάσης από το βασικό σενάριο)
- ✓ Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (κατανομή PERT, με όριο +/- 200 μονάδες βάσης από το βασικό σενάριο)

Με βάση τα παραπάνω, η πιθανότητα να βελτιωθούν συνδυαστικά κάποιοι παράγοντες, σε σχέση με το βασικό σενάριο, με αποτέλεσμα η δίκαιη τιμή να ανέβει πάνω από 1€, είναι 8,24%. Δηλαδή, η τιμή της δημόσιας πρότασης είναι καλύτερη από τη δίκαιη τιμή για το 92% των λογικών αποκλίσεων από το βασικό μοντέλο την αποτίμησης. Την ίδια στιγμή, το πλήρες εύρος των τιμών που προέκυψε από την προσομοίωση είναι 0,39€ - 1,53€. Θεωρούμε, λοιπόν, ότι η πιθανότητα αυτή είναι αποδεκτή και ότι είναι στατιστικά απίθανο κάποιος συνδυασμός βελτιωμένων παραμέτρων, σε σχέση με το βασικό μοντέλο αποτίμησης, να δώσει δίκαιη τιμή σημαντικά μεγαλύτερη από την τιμή την δημόσιας πρότασης.



Συγκριτική Αποτίμηση

Η δεύτερη βασική μεθοδολογία αποτίμησης διενεργείται με τη σύγκριση αριθμοδεικτών της εταιρείας με ομοειδείς εταιρείες. Η μεθοδολογία αυτή βασίζεται στον υπολογισμό, με τη χρήση ίδιων κανόνων, αριθμοδεικτών για διαφορετικές επιχειρήσεις και την εξαγωγή αντίστοιχων συμπερασμάτων. Στη συγκεκριμένη περίπτωση αυτό που ενδιαφέρει είναι η συγκριτική αξιολόγηση της εταιρείας σε σχέση με τις τρέχουσες χρηματιστηριακές συνθήκες του κλάδου, έτσι ώστε να εκτιμηθεί εάν το προσφερόμενο τίμημα των 0,99€ είναι δίκαιο σε σχέση με την αποτίμηση των εταιρειών του ιδίου κλάδου. Με βάση της διεθνή πρακτική και βιβλιογραφία, αλλά και τις τρέχουσες συνθήκες της Vivere, προτιμήθηκε η σύγκριση να γίνει σε επίπεδα αξίας εταιρείας και όχι αξίας μετοχικού κεφαλαίου, δηλαδή χρησιμοποιούνται οι εξής αξίες:

Επιχειρηματική Αξία = Τρέχουσα αξία κοινού μετοχικού κεφαλαίου + Τρέχουσα αξία μειοψηφίας + Τρέχουσα αξία χρέους – Μετρητά (έναντι εσωτερικής αξίας), σε ενοποιημένη βάση

Πωλήσεις: ενοποιημένες πωλήσεις

EBITDA: Κέρδη προς φόρων, επενδυτικών και χρηματοδοτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων, ενοποιημένα (έναντι καθαρών κερδών)

Με την επιλογή αυτής της συγκεκριμένης μεθοδολογίας, μειώνεται δραστικά η επίδραση των τοπικών λογιστικών αρχών και φορολογικών μέτρων με τη χρήση του EBITDA έναντι των καθαρών κερδών, αλλά και των αντίστοιχων εταιρικών πολιτικών σε επίπεδο αποσβέσεων και χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Συνεπώς, η σύγκριση σε επίπεδο αξίας εταιρείας ενδείκνυται σε περιπτώσεις συγκρίσεων σε διεθνές επίπεδο ή/και σε διαφορετικό στάδιο ανάπτυξης.

Στο βαθμό που ο σκοπός της παρούσας έκθεσης είναι η συγκριτική αποτίμηση της εταιρείας και όχι η αξιολόγηση της λειτουργίας αυτής, οι αριθμοδείκτες που θα χρησιμοποιηθούν είναι οι:

$$\frac{\text{Επιχειρηματική Αξία}}{\text{EBITDA}} \text{ και } \frac{\text{Επιχειρηματική Αξία}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Με βάση τις προβλέψεις της διοίκησης εκτιμήσαμε τις παραπάνω αξίες ως εξής:

Επιχειρηματική Αξία (2011) = 32.580.237 + 3.518.487 + 9.752.943 – 770.458 = 45.081.209€

Πωλήσεις (2011) = 14.932.766€

EBITDA (2012) = 2.465.013€

Χρησιμοποιήθηκαν τα προβλεπόμενα στοιχεία και όχι τα τρέχοντα, διότι η εξαγορά του Καζίνο Κέρκυρας προκαλεί εξαιρετικής σημασίας αλλαγή στα δεδομένα. Τα ιστορικά στοιχεία, επειδή δεν εμπεριέχουν ουσιαστικά στοιχεία από την Κέρκυρα, θα ήταν κατά πολύ υποδεέστερα και θα έδιναν σημαντικές αποκλίσεις από την τιμή της δημόσιας πρότασης, χωρίς όμως να συνυπολογίζουν το σύνολο της νέας εταιρείας, αλλά μέρος της.

Επιπλέον, η αξία του κοινού μετοχικού κεφαλαίου υπολογίστηκε ως το γινόμενο της τιμής της δημόσιας πρότασης επί τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία. Η αποτίμηση σε άλλη τιμή μετοχής (πχ τρέχουσα) δεν έχει αξία, διότι το ζητούμενο είναι η αποτίμηση στη συγκεκριμένη τιμή των 0,99€. Αναφορικά με το EBITDA, για το 2011 η πρόβλεψη της διοίκησης είναι ότι θα είναι αρνητικό, επομένως δεν έχει νόημα να υπολογιστεί. Για να υπάρχει μία ένδειξη συγκριτικής αξιολόγησης, χρησιμοποιήθηκε το εκτιμώμενο EBITDA για το 2012.

Με βάση τα παραπάνω, οι συγκριτικοί δείκτες της Vivere έχουν ως εξής:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Επιχειρηματική Αξία}}{EBITDA} = \frac{45.081.209}{2.465.013} = 18,29$$

$$\frac{EV}{\text{Πωλήσεις}} = \frac{\text{Επιχειρηματική Αξία}}{\text{Πωλήσεις}} = \frac{45.081.209}{14.932.766} = 3,02$$

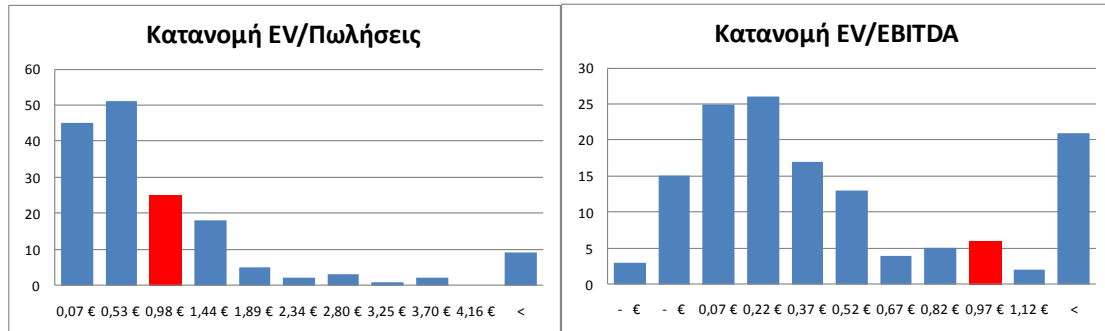
Υπενθυμίζεται ότι η Vivere δραστηριοποιείται στον υπο-κλάδο των τυχερών παιχνιδιών. Με δεδομένο ότι στο ελληνικό χρηματιστήριο υπάρχουν μόνο άλλες τρεις επιχειρήσεις του υπο-κλάδου, οπότε δεν είναι εφικτό να αχθούν σοβαρά συμπεράσματα, το δείγμα αναζητήθηκε διεθνώς. Χρησιμοποιώντας τη βάση δεδομένων του Bloomberg, εντοπίστηκαν 173 επιχειρήσεις οι οποίες έχουν δημοσιεύσει προσφάτως ετήσιες καταστάσεις, από τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα τα απαραίτητα στοιχεία για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών, δηλαδή επιχειρηματική αξία, πωλήσεις και EBITDA. Η ημερομηνία βάσης υπολογισμού είναι η 23/5/2011. Με βάση το δείγμα αυτό οι μέσες τιμές του κλάδου έχουν ως εξής:

Ο μέσος όρος του αριθμοδείκτη EV/EBITDA είναι 17,93 και ο μέσος όρος του αριθμοδείκτη EV/Πωλήσεις είναι 3,01. Εξ αυτών προκύπτει ότι η δίκαιη τιμή για τη Vivere ήταν κατά την ημερομηνία αναφοράς 0,96€ και 0,99€ αντιστοίχως. Επομένως, η τιμή της δημόσιας πρότασης ουσιαστικά βρίσκεται σε απόλυτη συμφωνία με τις τρέχουσες αποτιμήσεις των εταιρειών του υπο-κλάδου, διεθνώς. Για τον υπολογισμό των μέσων αριθμοδεικτών έγιναν οι εξής παραδοχές:

- ✓ Δεν υπολογίστηκε αριθμοδείκτης EV/EBITDA σε περιπτώσεις με αρνητικό EBITDA
- ✓ Υπολογίστηκαν οι αριθμοδείκτες για κάθε εταιρεία και στη συνέχεια οι μέσοι όροι των μεμονωμένων αριθμοδεικτών, για να δοθεί βαρύτητα στις ειδικές περιπτώσεις και όχι στη συνολική εικόνα

Με μία πιο προσεκτική ανάγνωση, είναι εμφανές ότι υπάρχουν ορισμένες ακραίες περιπτώσεις εταιρειών με παράλογα υψηλούς αριθμοδείκτες που επηρεάζουν τους μέσους όρους ανοδικά. Για μία πιο αντιπροσωπευτική απεικόνιση του κλάδου χρησιμοποιήθηκε ο διάμεσος και όχι ο μέσος όρος. Έτσι, ο διάμεσος του αριθμοδείκτη EV/EBITDA είναι 8,00 και ο διάμεσος του αριθμοδείκτη EV/Πωλήσεις είναι 1,66. Εξ αυτών προκύπτει ότι η δίκαιη τιμή για τη Vivere ήταν κατά την ημερομηνία αναφοράς 0,22€ και 0,37€ αντιστοίχως. Προφανώς υπάρχει μεγάλη διαφοροποίηση σε σχέση με τιμή της δημόσιας πρότασης. Σε σχέση με τη συνολική κατανομή των δύο αριθμοδεικτών, με βάση πάντα το προαναφερθέν δείγμα, μόνο το 14% των εταιρειών έχουν αριθμοδείκτη EV/Πωλήσεις που να αντιστοιχεί σε τιμή

μεγαλύτερη από την τιμή της δημόσιας προσφοράς, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για τον αριθμοδείκτη EV/EBITDA είναι 15%. Υπενθυμίζεται ότι ο αριθμοδείκτης EV/EBITDA υπολογίστηκε με βάση τα προβλεπόμενα στοιχεία του 2012, επομένως έχει σαφώς μειωμένη συγκριτική αξία.



Αντίθετα ο αριθμοδείκτης EV/Πωλήσεις θεωρούμε ότι αποτελεί πολύ καλό μέτρο σύγκρισης. Με βάση, λοιπόν, αυτό το κριτήριο, η συγκριτική αποτίμηση της Vivere, με τιμή αναφοράς την τιμή της δημόσιας πρότασης, εκτιμήθηκε ότι είναι δίκαια, επειδή βρίσκεται στο διεθνή μέσο όρο του υπο-κλάδου. Επιπλέον, η προσφερόμενη τιμή είναι μεγαλύτερη συγκριτικά με το 86% των εταιρειών του κλάδου διεθνώς.

Σύγκριση με συναλλαγές κλάδου

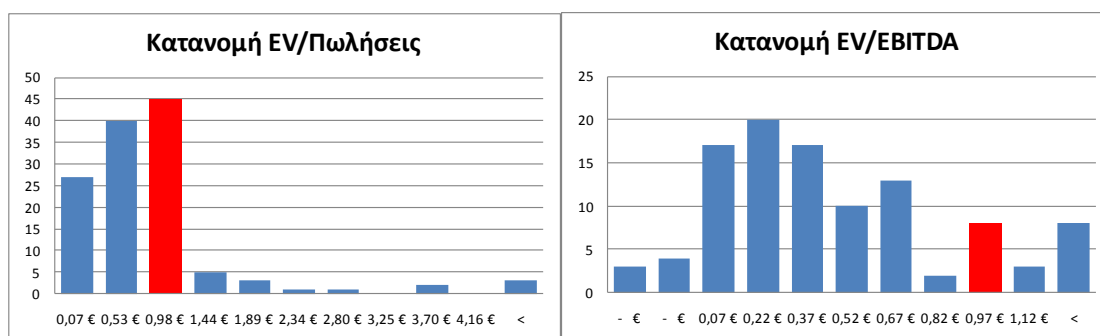
Η τρίτη βασική μεθοδολογία αποτίμησης διενεργείται με τη σύγκριση αριθμοδεικτών της συναλλαγής με ομοειδείς συναλλαγές. Στην ουσία η μεθοδολογία αυτή είναι παραλλαγή της συγκριτικής αποτίμησης. Η μόνη διαφοροποίηση έγκειται στο γεγονός ότι το συγκριτικό δείγμα αποτελείται από εταιρείες του υπο-κλάδου που αποτέλεσαν στόχο εξαγοράς ή άλλης εταιρικής πράξης στο παρελθόν. Με βάση το δείγμα αυτό υπολογίζονται οι μέσες τιμές αριθμοδεικτών κατά τη αντίστοιχη συναλλαγή και με βάση την τιμή της δημόσιας πρότασης (η όποιας άλλης τυπικής διαδικασίας εφαρμόστηκε). Σε αυτή τη μεθοδολογία χρησιμοποιήθηκαν ως μέτρο σύγκρισης οι ίδιοι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιήθηκαν και στη μέθοδο της συγκριτικής αποτίμησης. Οι λόγοι που οδήγησαν σε αυτή την επιλογή είναι οι ίδιοι, με τον επιπρόσθετο λόγο ότι οι αριθμοδείκτες EV/EBITDA και EV/Πωλήσεις αποτελούν την τυπική επιλογή στην πράξη, κατά της διενέργειας εταιρικών συναλλαγών.

Χρησιμοποιώντας τη βάση δεδομένων του Bloomberg, εντοπίστηκαν 129 συναλλαγές οι οποίες δεν ανακλήθηκαν ή δεν ακυρώθηκαν και αφορούσαν εταιρείες στόχους που δραστηριοποιούνταν στον υπο-κλάδο των τυχερών παιχνιδιών, από τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα τα απαραίτητα στοιχεία για τους αριθμοδείκτες EV/EBITDA και EV/Πωλήσεις. Εξ αυτών δύο περιπτώσεις απορρίφθηκαν ως στατιστικά ακραίες τιμές (>1000). Με βάση το δείγμα αυτό οι μέσες τιμές του κλάδου έχουν ως εξής:

Ο μέσος όρος του αριθμοδείκτη EV/EBITDA είναι 11,26 και ο μέσος όρος του αριθμοδείκτη EV/Πωλήσεις είναι 2,57. Εξ αυτών προκύπτει ότι η δίκαιη τιμή για τη Vivere ήταν κατά την ημερομηνία αναφοράς 0,46€ και 0,79€ αντιστοίχως. Οι συναλλαγές αυτές χρονικά καλύπτουν μία περίοδο 15 ετών. Επειδή το διάστημα αυτό είναι εμφανώς μεγάλο και θα μπορούσε να υπάρχει χρονική τάση στους αριθμοδείκτες, υπολογίστηκαν οι μέσοι όροι για το τμήμα του δείγματος που αφορά συναλλαγές του 2011. Το τμήμα αυτό περιελάμβανε 9 συναλλαγές, οι οποίες έδιναν μέσο όρο EV/EBITDA 7,93 και EV/Πωλήσεις 1,19. Επομένως, υπάρχει μία τάση για χαμηλότερους αριθμοδείκτες κατά τις συναλλαγές το 2011, όμως θεωρήθηκε ότι δεν είναι ισχυρή και ότι διαχρονικά οι αριθμοδείκτες κυμαίνονται στα ίδια περίπου πλαίσια. Εξάλλου, με δεδομένο ότι ο σκοπός του παρόντος είναι η ανάλυση για λογαριασμό των πωλητών – μετόχων της εταιρείας, η υιοθέτηση των μεγαλύτερων μέσων όρων είναι προς τη κατεύθυνση του σκοπού της παρούσας έκθεσης. Με αυτή την παραδοχή χρησιμοποιήθηκε το σύνολο των στοιχείων και όχι τα στοιχεία του τελευταίου έτους, για να υπάρχει και ικανοποιητικό πλήθος περιπτώσεων για ανάλυση.



Για μία πιο αντιπροσωπευτική απεικόνιση του κλάδου χρησιμοποιήθηκε ο διάμεσος και όχι ο μέσος όρος. Έτσι, ο διάμεσος του αριθμοδείκτη EV/EBITDA είναι 9,21 και ο διάμεσος του αριθμοδείκτη EV/Πωλήσεις είναι 1,94. Εξ αυτών προκύπτει ότι η δίκαιη τιμή για τη Vivere ήταν κατά την ημερομηνία αναφοράς 0,31€ και 0,50€ αντίστοιχως. Προφανώς υπάρχει και σε αυτή τη μεθοδολογία μεγάλη διαφοροποίηση σε σχέση με τιμή της δημόσιας πρότασης. Σε σχέση με τη συνολική κατανομή των δύο αριθμοδεικτών, με βάση πάντα το προαναφερθέν δείγμα συναλλαγών, μόνο το 12% των εταιρειών έχουν αριθμοδείκτη EV/Πωλήσεις που να αντιστοιχεί σε τιμή μεγαλύτερη από την τιμή της δημόσιας προσφοράς, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για τον αριθμοδείκτη EV/EBITDA είναι 10%. Υπενθυμίζεται ότι ο αριθμοδείκτης EV/EBITDA για την Vivere υπολογίστηκε με βάση τα προβλεπόμενα στοιχεία του 2012, επομένως έχει σαφώς μειωμένη συγκριτική αξία.



Ο αριθμοδείκτης EV/Πωλήσεις, από την άλλη πλευρά, θεωρούμε ότι έχει συγκριτική αξία. Με βάση, λοιπόν, αυτό το κριτήριο, η συγκριτική αποτίμηση της Vivere, με τιμή αναφοράς την τιμή της δημόσιας πρότασης, εκτιμήθηκε ότι είναι δίκαια, επειδή η προσφερόμενη τιμή είναι μεγαλύτερη συγκριτικά με το 88% των αντίστοιχων συναλλαγών, διεθνώς.

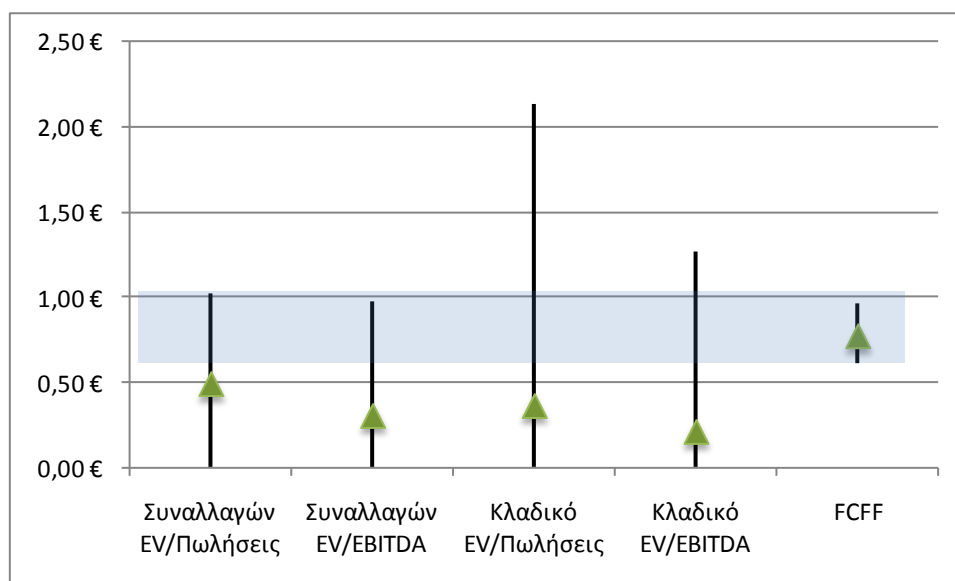
Συμπεράσματα

Ο προτείνων από την 4/4/2011 έχει υποβάλλει επισήμως και νομίμως, δημόσια πρόταση για την εξαγορά του συνόλου των μετοχών της εταιρείας που δεν κατέχει ήδη, δηλαδή 3.249.939 μετοχών που αντιστοιχούν στο 9,9% των συνολικών δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας. Η τιμή της δημόσιας πρότασης έχει οριστεί στο 0,99€ ανά μετοχή, τοις μετρητοίς.

Για να εκτιμηθεί το εύλογο εύρο τιμής της μετοχής της εταιρείας χρησιμοποιήθηκαν οι παρακάτω μεθοδολογίες:

1. Προεξόφληση των προβλεπόμενων ελευθέρων ταμειακών ροών στην εταιρεία (FCFF)
2. Συγκριτική ανάλυση αριθμοδεικτών, σε τρέχουσες τιμές, με εταιρείες του ίδιου υπο-κλάδου δραστηριοποίησης της εταιρείας
3. Συγκριτική ανάλυση αριθμοδεικτών με αντίστοιχες εταιρικές συναλλαγές που είχαν ως στόχο εταιρεία του ίδιου υπο-κλάδου δραστηριοποίησης της εταιρείας

Σε κάθε μία από τις παραπάνω μεθοδολογίες εκτιμήθηκε η δίκαιη τιμή καθώς και η σχετική κατανομή. Τα αποτελέσματα συνοψίζονται στο παρακάτω γράφημα, το οποίο περιλαμβάνει την εκτίμηση της δίκαιης τιμής καθώς και το εύρος της σχετικής κατανομής από το 10^ο έως το 90^ο εκατοστημόριο.



Συνδυάζοντας τα αποτελέσματα αποτιμούμε τη δίκαιη τιμή της εταιρείας στο 0,78€ ανά μετοχή, ενώ εκτιμούμε ότι το λογικό, δίκαιο και εύλογο εύρος τιμών είναι 0,61€ – 1,02€. Επομένως, εκτιμούμε ότι το προτεινόμενο τίμημα των 0,99€ θεωρείται δίκαιο, εύλογο και λογικό. Επιπλέον, η τιμή της δημόσιας πρότασης ενσωματώνει ένα υπερτίμημα (premium), σε σχέση με τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της εταιρείας πριν από την υποβολή, της τάξης του 60%, το οποίο είναι πολύ ικανοποιητικό. Χαρακτηριστικά το μέσο υπερτίμημα των συγκρινόμενων συναλλαγών είναι 21%, ενώ το 93% των συναλλαγών αυτών εμπεριείχαν μικρότερο υπερτίμημα.

Επιλογές του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας

Έχοντας λοιπόν υπόψη:

1. Το γεγονός ότι θεωρούμε το τίμημα των 0,99€ ως λογικό, εύλογο και δίκαιο.
2. Το γεγονός ότι θεωρούμε το τίμημα των 0,99€ περιλαμβάνει υπερτίμημα της τάξης του 60%, που είναι υψηλό
3. Το γεγονός ότι ο προτείνων έχει ήδη αποκτήσει άνω το 90% των δικαιωμάτων ψήφου και προτίθεται να ασκήσει το δικαίωμα του για αναγκαστική πώληση σε αυτόν όλων των μετοχών που δεν του προσφερθούν κατά τη δημόσια πρόταση
4. Το γεγονός ότι ο προτείνων προτίθεται να προκαλέσει διαγραφή της εταιρείας από το Χρηματιστήριο Αθηνών
5. Το γεγονός ότι το συνδεδεμένο πρόσωπο με τον προτείνοντα, ο κ Κωνσταντίνος Πηλαδάκης, είναι Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου, Διευθύνων Σύμβουλος και εμμέσως και αμέσως βασικός πιστωτής της εταιρείας

Γνώμη μας είναι ότι είναι προς το συμφέρον των μετόχων να αποδεχτούν τη δημόσια πρόταση, δεδομένου ότι θα εξαναγκαστούν στην ίδια συναλλαγή αμέσως μετά τη λήξη της δημόσιας πρότασης. Επίσης, γνώμη μας είναι ότι το Διοικητικό Συμβούλιο δεν έχει άλλη επιλογή από το να εκφέρει θετική γνώμη για τη δημόσια πρόταση. Επίσης, δεν προτείνεται προς το Διοικητικό Συμβούλιο να προβεί σε άλλες ενέργειες σε σχέση με τη δημόσια πρόταση, εκτός από αυτές που προβλέπονται στο ν. 3461/2006.

Σημειωτέον, νομικά ο προτείνων μπορεί ήδη να προκαλέσει διαγραφή της εταιρείας από το Χρηματιστήριο Αθηνών και δεν αναμένεται να γίνει αντιπρόταση από οποιονδήποτε τρίτο. Επιπλέον, ο προτείνων έχει δηλώσει ότι θα διατηρήσει το υφιστάμενο διοικητικό συμβούλιο και ότι δεν προτίθεται να προβεί σε αλλαγές στην εταιρεία, πλην αυτών που θα πραγματοποιούσε το διοικητικό συμβούλιο και κατά την μετοχική σύνθεση προ της δημόσιας πρότασης και εν γένει ότι η δημόσια πρόταση γίνεται καθαρά για να μεταβληθούν οι μετοχικοί και χρηματοοικονομικοί όροι και όχι οι λειτουργικοί. Συνεπώς, θεωρούμε ότι όλοι οι υπόλοιποι φορείς της εταιρείας (πιστωτές, δημόσιο και εργαζόμενοι) δε θίγονται από τη δημόσια πρόταση ή την αλλαγή της μετοχικής σύνθεσης, ως συνέπεια της δημόσιας πρότασης, αφού ήδη ο προτείνων κατέχει αυξημένη πλειοψηφία στην εταιρεία και ήδη το συνδεδεμένο με αυτόν πρόσωπο διοικεί την εταιρεία.

Παράρτημα Ι: Ανεξαρτησία συμβούλου

Ο σύμβουλος δεν κατέχει μετοχές της εταιρείας, ούτε άλλους τίτλους της εταιρείας, ούτε έχει άλλες απαιτήσεις από την εταιρεία και δεν είχε στο παρελθόν άλλη συναλλαγή με την εταιρεία, πλην της τρέχουσας σύμβασης για την παροχή των υπηρεσιών χρηματοοικονομικού συμβούλου για τα θέματα που αφορούν τη δημόσια πρόταση. Επίσης, ο σύμβουλος δεν έχει απολύτως καμία σχέση ή συναλλαγή με τον προτείνοντα. Η αμοιβή του συμβούλου δεν εξαρτάται από το αποτέλεσμα της δημόσιας πρότασης.

Ο σύμβουλος της εταιρείας δε γνωρίζει οποιοδήποτε στέλεχος ή μέτοχο του συμβούλου που να έχει σχέση με την εταιρεία ή τον προτείνοντα.

Ο συντάκτης της παρούσας έκθεσης είναι πιστοποιημένος αναλυτής και κατέχει το αντίστοιχο πιστοποιητικό (δ) από την ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Επίσης, ο συντάκτης της παρούσας δεν κατέχει, ούτε κατείχε αυτός ή άλλο συνδεδεμένο ή συγγενικό με αυτόν πρόσωπο μετοχές της εταιρείας ή του προτείνοντα, ούτε άλλους τίτλους της εταιρείας ή του προτείνοντα, ούτε έχει άλλες απαιτήσεις από την εταιρεία ή τον προτείνοντα και δεν είχε στο παρελθόν άλλη συναλλαγή με την εταιρεία ή τον προτείνοντα, πλην την εκτέλεση της τρέχουσας σύμβασης για την παροχή, προς την εταιρεία, των υπηρεσιών χρηματοοικονομικού συμβούλου για τα θέματα που αφορούν τη δημόσια πρόταση. Ο συντάκτης δεν μπορεί να λάβει αμοιβή από την εταιρεία ή οποιονδήποτε τρίτο (πλην του συμβούλου) με αφορμή τη δημόσια πρόταση και τη σύνταξη της παρούσας.

Πελάτες του συμβούλου ενδέχεται να έχουν προβεί σε συναλλαγές επί της μετοχής της εταιρείας, μέσω του συμβούλου και στα πλαίσια της ιδιότητάς του ως μέλος του Χρηματιστηρίου Αθηνών και στα πλαίσια της συνήθους συναλλακτικής δραστηριότητας.

Ο σύμβουλος ενδέχεται στο μέλλον να παρέχει τις ίδιες οι άλλες υπηρεσίες στην εταιρεία, στον προτείνοντα ή σε συνδεδεμένα με αυτούς πρόσωπα ή να παρέχει τις ίδιες υπηρεσίες σε τρίτα πρόσωπα. Ο συντάκτης ενδέχεται να εμπλακεί στην παροχή των υπηρεσιών αυτών.

Παράρτημα ΙΙ: Δείγμα συγκρίσιμων συναλλαγών

Deal Type	Announce Date	Target Name	Acquirer Name	Payment Type	Deal Status	Target EV To Trailg 12M Sales	Target EV To Trailg 12M EBITDA	Announced Premium
ACQ	19/12/1994	Caesars World Inc	ITT Corp/Old	Cash	Complete	1,17		59,08
ACQ	10/5/1995	Gaming Corp Of America	Grand Casinos Inc	Stock	Complete			37,78
ACQ	19/6/1995	Bally Gaming International Inc	Bally Technologies Inc	Cash, Stock & Debt	Complete	0,70	10,99	27,69
ACQ	20/3/1996	Boomtown Inc	Pinnacle Entertainment Inc	Stock	Complete	0,64		0,00
ACQ	19/8/1996	Griffin Gaming & Entertainmt	Kerzner International Ltd	Stock & Debt	Complete	1,13		
ACQ	19/12/1996	Bally Entertainment Corp	Hilton Worldwide Inc	Stock & Debt	Complete	2,12	7,67	
ACQ	12/6/1997	Bally's Grand Inc	Hilton Worldwide Inc	Cash	Complete	2,12	13,23	0,00
DIV	26/6/1997	Sky City Entertainment Group Ltd	GuocoLeisure Ltd	Cash	Complete	3,07	8,61	
ACQ	19/12/1997	Showboat Inc	Caesars Entertainment Corp	Cash	Complete	1,75		61,42
ACQ	22/12/1997	Boardwalk Casino Inc	Mirage Resorts Inc	Cash and Debt	Complete	1,75	10,01	30,03
ACQ	19/2/1998	Casino Magic Corp	Pinnacle Entertainment Inc	Cash	Complete	1,11		38,45
ACQ	24/6/1998	Crown Melbourne Ltd	Asteron Ltd	Undisclosed	Complete	1,50	5,61	
ACQ	30/6/1998	Grand Casinos Inc	Caesars Entertainment Inc	Stock & Debt	Complete	1,21	4,05	
ACQ	10/8/1998	Rio Hotel & Casino Inc	Caesars Entertainment Corp	Stock	Complete	1,63	6,95	15,61
ACQ	9/11/1998	Primadonna Resorts Inc	MGM Resorts International	Stock	Complete	1,62	4,90	31,19
ACQ	14/12/1998	Crown Melbourne Ltd	Ltd	Stock	Complete	1,50	5,61	35,93
ACQ	11/3/1999	Sodak Gaming Inc	International Game Technology	Cash	Complete	1,56	6,48	23,60

ACQ	30/3/1999	Capital Corp PLC	Genting UK PLC	Cash or Stock	Complete	1,53	8,63	34,55
				Cash, Stock &				
ACQ	16/4/1999	Star City Holdings Ltd	TABCORP Holdings Ltd	Debt	Complete	2,64	12,72	1,21
DIV	16/4/1999	Star City Holdings Ltd	TABCORP Holdings Ltd	Cash	Complete	2,64	12,72	
DIV	27/4/1999	Caesars World Inc	Caesars Entertainment Inc	Cash	Complete	1,17		
DIV	30/6/1999	Star City Holdings Ltd	RBS Australia	Undisclosed	Complete	2,64	12,72	
ACQ	16/8/1999	Players International Inc	Caesars Entertainment Corp	Cash and Debt	Complete	1,15	7,65	24,83
ACQ	27/8/1999	Surrey Group PLC	Sports Internet Group Ltd	Stock	Complete	0,21		49,79
ACQ	6/10/1999	Lady Luck Gaming Corp	Isle of Capri Casinos Inc	Cash and Debt	Complete	1,49	7,80	47,81
ACQ	21/1/2000	IFX Group PLC	Panmure Gordon & Co PLC	Cash	Complete	0,65	5,00	21,64
ACQ	24/1/2000	Betcorp Ltd	CST Mining Group Ltd	Undisclosed	Complete	1,22	9,03	
ACQ	23/2/2000	Mirage Resorts Inc	MGM Resorts International	Cash	Complete	2,27	10,01	75,04
			British Sky Broadcasting Group					
ACQ	10/5/2000	Sports Internet Group Ltd	PLC	Stock	Complete	11,61		38,63
ACQ	19/6/2000	Betsson AB	Industriforvaltnings AB Kinnevik	Undisclosed	Complete	3,02	10,37	
			Sky City Entertainment Group					
ACQ	20/7/2000	Canbet Ltd	Ltd	Undisclosed	Complete	2,11	11,20	
ACQ	23/11/2000	Estoril Sol SGPS SA	Figueira Praia Sociedade	Cash	Complete	0,82	4,22	14,00
ACQ	7/12/2000	Estoril Sol SGPS SA	Figueira Praia Sociedade	Cash	Complete	0,82	4,22	8,88
ACQ	19/12/2000	Silicon Gaming Inc	International Game Technology	Cash	Complete	4,22		59,98
		Black Hawk Gaming &						
ACQ	27/2/2001	Development Co Inc	Gameco Inc	Cash	Complete	0,97	4,88	58,34
ACQ	9/7/2001	Anchor Gaming	International Game Technology	Stock	Complete	3,65	23,28	5,45
ACQ	11/7/2001	Admiral Sportwetten AG	Novomatic AG	Undisclosed	Complete	0,54	61,44	
		Dover Downs Gaming &						
SPIN	25/7/2001	Entertainment Inc	Shareholders		Complete	0,74	7,36	
			M&J Pestana Sociedade de					
ACQ	13/11/2001	Iti-Soc Inv TUR IHA Madeira	Turismo da Madeira SA	Cash	Complete	2,12	6,46	0,66

ACQ	14/12/2001	Compagnie Europeenne De Casino	Accor SA	Cash	Complete	2,21	5,58	28,38
ACQ	28/12/2001	Compagnie Europeenne De Casino	Groupe Partouche SA	Cash	Complete	2,21	5,58	29,87
ACQ	28/1/2002	Compagnie Europeenne De Casino	Groupe Partouche SA	Cash	Complete	2,21	5,58	20,40
BUY	20/2/2002	Jupiters Ltd	Shareholders		Complete	2,11	9,29	-15,02
BUY	20/3/2002	Gold Reef Resorts Ltd	Shareholders		Complete	2,65		17,92
ACQ	7/8/2002	Hollywood Casino Corp	Penn National Gaming Inc	Cash	Complete	1,52	6,92	25,43
ACQ	20/8/2002	Compagnie Europeenne De Casino	Groupe Partouche SA	Cash	Complete	2,21	5,58	7,80
ACQ	7/10/2002	Breakwater Island Trust	Jupiters Ltd	Cash or Stock	Complete	1,10	7,82	37,04
ACQ	24/2/2003	PDS Gaming Corp	Management Group	Cash	Complete	2,01	3,46	17,44
ACQ	5/3/2003	Jupiters Ltd	TABCORP Holdings Ltd	Cash and Stock	Complete	2,11	9,29	-17,33
ACQ	9/5/2003	Sun International South Africa Ltd	Sun International Ltd/South Africa	Cash	Complete	2,24	12,57	
ACQ	30/6/2003	Acres Gaming Inc	International Game Technology	Cash	Complete	2,00	4,88	15,35
DIV	29/9/2003	Centrebet International Ltd	SportOdds Group	Cash	Complete	1,42	6,47	
ACQ	30/9/2003	Burswood Ltd	Consolidated Media Holdings Ltd	Undisclosed	Complete	1,86	8,99	
DIV	10/10/2003	Scientific Games Corp	MacAndrews & Forbes Holdings Inc	Undisclosed	Complete	2,41	10,16	
ACQ	5/11/2003	TAB Ltd	TABCORP Holdings Ltd	Cash and Stock	Complete	1,97	9,02	42,10
ACQ	21/11/2003	Royal Highgate Ltd	Intralot SA-Integrated Lottery Systems & Services	Stock	Complete	0,00	0,09	
ACQ	6/4/2004	Sun International South Africa Ltd	Sun International Ltd/South Africa	Cash or Stock	Complete	2,24	12,57	6,79
ACQ	22/4/2004	Casinos Austria International Ltd	Casinos Austria International Holding GmbH	Cash	Complete	2,94	14,59	27,80

			Consolidated Media Holdings Ltd					
ACQ	27/4/2004	Burswood Ltd	Ltd	Cash	Complete	1,86	8,99	8,97
ACQ	4/6/2004	Mandalay Resort Group	MGM Resorts International	Cash	Complete	2,60	10,15	33,27
ACQ	15/7/2004	Caesars Entertainment Inc	Caesars Entertainment Corp	Cash or Stock	Complete	2,31	9,40	23,49
			Austrian Gaming Industries GmbH					
ACQ	19/7/2004	Admiral Leisure World Ltd	GmbH	Cash	Complete	0,11		166,66
		Trump Hotels & Casino Resorts Inc						
ACQ	21/10/2004	Inc	Creditors	Debt	Complete	1,61	8,84	
ACQ	3/11/2004	Argosy Gaming Co	Penn National Gaming Inc	Cash	Complete	1,94	7,62	15,33
		Dover Downs Gaming & Entertainment Inc						
BUY	5/11/2004	Dover Downs Gaming & Entertainment Inc	Shareholders		Complete	0,74	7,36	6,13
		Dover Downs Gaming & Entertainment Inc						
BUY	5/11/2004	Entertainment Inc	Shareholders		Complete	0,74	7,36	6,13
ACQ	21/1/2005	GB Holdings Inc/Old	Icahn Enterprises LP	Cash and Stock	Complete	0,87	9,49	
			Progressive Gaming International Corp					
ACQ	22/2/2005	VirtGame Corp	International Corp	Stock	Complete	38,29		
ACQ	10/3/2005	Quantum Corp Ltd	Nasos Ktorides Holdings Ltd	Undisclosed	Complete	33,77		
ACQ	8/4/2005	Hotels et Casinos de Deauville	Groupe Lucien Barriere	Cash	Complete	2,45	11,10	-0,11
DIV	9/5/2005	London Clubs International PLC	Genting Singapore PLC	Stock	Complete	2,36	18,71	
DIV	9/5/2005	Genting UK PLC	Genting Singapore PLC	Stock	Complete	2,52	13,80	
		Sun International Ltd/South Africa						
ACQ	7/11/2005	Africa	Dinokana Investments Ltd	Cash	Complete	2,00		1,75
ACQ	15/11/2005	Stargames Ltd	Shuffle Master Inc	Cash	Complete	1,50	9,72	17,83
		Dover Downs Gaming & Entertainment Inc						
BUY	15/12/2005	Dover Downs Gaming & Entertainment Inc	Shareholders		Complete	0,74	7,36	16,83
		Dover Downs Gaming & Entertainment Inc						
BUY	15/12/2005	Entertainment Inc	Shareholders		Complete	0,74	7,36	16,83
ACQ	27/3/2006	UNiTAB Ltd	Tatts Group Ltd	Cash or Stock	Complete	3,63	15,12	-0,17
ACQ	30/3/2006	Regency Entertainment SA	BC Partners Ltd	Cash	Complete	4,10	7,32	-1,98

ACQ	17/4/2006	Aztar Corp	Columbia Sussex Corp	Cash	Complete	2,79	17,46	28,57
ACQ	17/5/2006	Sands Regent	Herbst Gaming LLC	Cash	Complete	1,36	9,21	11,36
ACQ	21/7/2006	Kingston Financial Group Ltd	Sure Expert Ltd	Cash	Complete	8,68	26,31	-9,08
ACQ	26/7/2006	Kingston Financial Group Ltd	Sure Expert Ltd	Cash	Complete	8,68	26,31	-9,08
ACQ	31/7/2006	Codere SA	Private Investor	Cash	Complete	1,10	5,17	
SPIN	18/8/2006	Cherryforetagen AB	Shareholders		Complete	0,77		
ACQ	31/8/2006	London Clubs International PLC	Caesars Entertainment Corp	Cash	Complete	2,36	18,71	39,60
ACQ	10/9/2006	Genting UK PLC	Genting Singapore PLC	Cash	Complete	2,52	13,80	27,21
ACQ	11/9/2006	Genting UK PLC	Genting Singapore PLC	Cash	Complete	2,52	13,80	27,21
ACQ	11/9/2006	Genting UK PLC	Genting Singapore PLC	Undisclosed	Complete	2,52	13,80	
ACQ	22/11/2006	MGM Resorts International	Tracinda Corp	Cash	Complete	2,98	17,55	21,80
ACQ	24/11/2006	Magnum 4D BHD	Magnum Corp BHD	Cash	Complete	0,17	10,00	8,58
ACQ	24/11/2006	Magnum Corp BHD	Multi-Purpose Holdings BHD	Cash	Complete	1,54		1,97
SPIN	6/12/2006	Melco Crown Entertainment Ltd	Shareholders		Complete	1,84	11,93	
ACQ	15/12/2006	365 Media Group PLC	British Sky Broadcasting Group PLC	Cash	Complete	0,47	41,22	14,65
ACQ	3/4/2007	Gateway Casinos Income Fund	NEW WORLD GAMING PARTNERS LTD	Cash	Complete	6,03	18,45	29,50
ACQ	11/5/2007	Riviera Holdings Corp	Multiple acquirers	Cash	Complete	1,61	16,64	-0,86
ACQ	29/5/2007	Hotels et Casinos de Deauville	Groupe Lucien Barriere Melco International	Cash	Complete	2,45	11,10	-8,27
ACQ	13/6/2007	Entertainment Gaming Asia Inc	Development Ltd	Cash	Complete	1,58	4,00	
ACQ	22/8/2007	MGM Resorts International	Dubai World	Cash	Complete	2,98	17,55	14,27
ACQ	22/8/2007	MGM Resorts International	Dubai World	Cash	Complete	2,98	17,55	14,27
ACQ	11/9/2007	Regency Entertainment SA	BC Partners Ltd	Cash	Complete	4,10	7,32	-13,05
DIV	11/10/2007	Galaxy Entertainment Group Ltd	Permira Holdings Ltd	Cash	Complete	2,09		
ACQ	11/10/2007	Galaxy Entertainment Group Ltd	Permira Holdings Ltd	Undisclosed	Complete	2,09		
SPIN	22/10/2007	Crown Ltd	Shareholders		Complete	2,83	9,70	

DIV	26/10/2007	Tipp24 SE	Unnamed Buyer	Undisclosed	Complete	1,32	4,15	
DIV	20/11/2007	Magnum Corp BHD	Magnum Holdings Sdn Bhd	Cash	Complete	1,54		
BUY	9/1/2008	MGM Resorts International	Shareholders		Complete	2,98	17,55	
JV	5/2/2008	Managed Gaming Solutions PLC	Beijing EasyLuck Marketing Development Ltd	Undisclosed	Complete			
JV	25/6/2008	Leisure & Resorts World Corp	AsianLogic Ltd	Undisclosed	Complete	2,28	31,60	
ACQ	6/7/2008	Societe des Bains de Mer et du Cercle des Etranger	Qatari Diar Real Estate Investment Co	Cash	Pending	2,63	41,80	29,39
ACQ	30/9/2008	Las Vegas Sands Corp	Private Investor	Cash	Complete	5,21	17,19	
BUY	13/2/2009	Heiwa Corp	Shareholders		Complete	0,62	2,87	-7,50
ACQ	6/3/2009	bet-at-home.com AG	Lov Group Invest	Cash	Complete	0,73	4,25	26,33
JV	6/4/2009	Intralot SA-Integrated Lottery Systems & Services	Bwin.Party Digital Entertainment PLC	Undisclosed	Pending	0,77	5,73	
DIV	21/5/2009	Gold Reef Resorts Ltd	Unnamed Buyer	Undisclosed	Complete	2,65		
ACQ	3/6/2009	International All Sports Ltd	Paddy Power PLC	Cash	Complete	0,52		34,83
ACQ	10/6/2009	MGM Resorts International	Genting Bhd	Cash	Complete	2,98	17,55	
ACQ	11/11/2009	Youbet.com Inc	Churchill Downs Inc	Cash and Stock	Complete	1,04	13,11	26,85
ACQ	23/11/2009	FortuNet Inc	Yuri Itkis Gaming Trust of 1993	Cash	Complete	1,03	6,24	69,32
DIV	1/7/2010	Genting UK PLC	Genting Malaysia BHD	Cash	Complete	2,52	13,80	
ACQ	29/7/2010	bwin Interactive Entertainment AG	Bwin.Party Digital Entertainment PLC	Stock	Complete	2,91	13,50	-0,77
DIV	24/1/2011	Snai SpA	Global Games Srl	Cash	Pending	1,08	8,72	
BUY	2/2/2011	Heiwa Corp	Shareholders		Complete	0,62	2,87	-10,00
ACQ	7/3/2011	Odyssey Gaming Ltd	eBet Ltd	Cash and Stock	Pending	0,14	1,57	164,23
BUY	7/4/2011	Bally Technologies Inc	Shareholders		Complete	2,82	9,65	
ACQ	8/4/2011	Praesepe PLC	Marwyn Management Partners PLC	Cash	Pending	3,09	26,58	21,64
ACQ	14/4/2011	American Wagering Inc	William Hill PLC	Cash	Pending	0,59		129,30

DIV	6/5/2011	Rank Group PLC	Guoco Group Ltd	Cash	Complete	1,13	6,68	
ACQ	6/5/2011	Rank Group PLC	Guoco Group Ltd	Cash	Pending	1,13	6,68	1,40
ACQ	13/5/2011	Taiyo Elec Co Ltd	Sega Sammy Holdings Inc	Stock	Pending	0,13	0,68	38,44

Median						1,94	9,21	21,02
--------	--	--	--	--	--	------	------	-------

Πηγή Bloomberg Finance LP

Παραρτήματα III: Συνημμένα

1. Δείγμα υπολογισμού της απόδοσης κεφαλαίου (ROC), πηγή Bloomberg Finance LP
2. Δείγμα υπολογισμού του Beta του υπο-κλάδου, πηγή Bloomberg Finance LP
3. Δείγμα υπολογισμού των αριθμοδεικτών του υπο-κλάδου, πηγή Bloomberg Finance LP