

Γνωμοδότηση

για την αποτίμηση της

LION RENTAL A.E.

για τους σκοπούς του άρθρου 4.1.3.13.2 του Κανονισμού του
Χρηματιστηρίου Αθηνών ως ισχύει για την προτεινόμενη αύξηση
μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών της

ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε.,

με σκοπό την απόκτηση συμμετοχής στη

LION RENTAL A.E.

Αθήνα, Δεκέμβριος 2018

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. Εισαγωγή	3
2. Πηγές Πληροφόρησης	5
3. Παρουσίαση Εταιρείας	6
4. Μέθοδοι αποτίμησης	7
5. Παραδοχές	10
Τα αποτελέσματα της εργασίας μας υπόκεινται στις παρακάτω γενικές παραδοχές ..	10
Γενικές παραδοχές	10
Παραδοχές Μεθόδου Προεξόφλησης Μελλοντικών Ελεύθερων Ταμειακών Ροών.....	11
Παραδοχές Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης	11
6. Συμπεράσματα	12

Προς
Το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας
ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε.
Θέση Κύριλλος,
193,00 Ασπρόπυργος, ΑΤΤΙΚΗ

Αθήνα, 12 Δεκεμβρίου 2018

Γνωμοδότηση

για τους σκοπούς του άρθρου 4.1.3.13.2 του
Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών ως ισχύει.

Κύριοι,

1. Εισαγωγή

Η PKF Ευρωελεγκτική Α.Ε. έλαβε εντολή από την εταιρεία ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε. στο εξής αναφερόμενης ως «ο Εντολέας» να προσδιορίσει την εύλογη αξία της εταιρείας LION RENTAL Α.Ε., στο εξής αναφερόμενης ως «η Εταιρεία», στα πλαίσια του άρθρου 4.1.3.13.2. του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών ως ισχύει στο πλαίσιο της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών της εταιρείας Μοτοδυναμική ΑΕ, με σκοπό την απόκτηση συμμετοχής στην Εταιρεία.

Ως ημερομηνία αποτίμησης θεωρήθηκε η 30/11/2018, λαμβάνοντας όμως υπόψη μας σημαντικά γεγονότα και πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν από την διοίκηση της Εταιρείας καθώς και τον Εντολέα έως και την ημερομηνία παράδοσης της έκθεσής μας.

Η αποτίμηση πραγματοποιήθηκε με βάση το επιχειρηματικό σχέδιο που έχει διαμορφώσει η διοίκηση της Εταιρείας.

Για τη διαμόρφωση του συμπεράσματός μας, αποτιμήσαμε την Εταιρεία χρησιμοποιώντας τις κάτωθι κοινώς αποδεκτές μεθόδους:

- Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows)
- Αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση (Adjusted Book Value)

2. Πηγές Πληροφόρησης

Στα πλαίσια της εργασίας μας εξετάσαμε τα παρακάτω στοιχεία:

- Ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας για τις χρήσεις 2016 – 2017, οι οποίες συντάχθηκαν σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (Δ.Π.Χ.Α.).
- Pro forma οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας κατά την 31/10/2018 σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (Δ.Π.Χ.Α.).
- Επιχειρηματικό σχέδιο της Εταιρείας για την περίοδο 2019 – 2023, το οποίο μας παρασχέθηκε από τη διοίκηση της Lion Rental A.E.
- Χρηματιστηριακά και οικονομικά στοιχεία ομοειδών εταιρειών, εισηγμένων σε χρηματιστήρια τόσο της Ελλάδας όσο και του εξωτερικού, καθώς και λοιπές πληροφορίες σε σχέση με τις εν λόγω εταιρείες.
- Το ιδιωτικό συμφωνητικό που υπέγραψαν ο Εντολέας, η Εταιρεία (και οι υφιστάμενοι μέτοχοί της Lion Hellas A.E. και ΤΕΟΔΟΜΗ Α.Κ.Τ.Ε.), καθώς και οι Πιστώτριες Τράπεζες (Alpha Bank, Eurobank, Εθνική Τράπεζα, Τράπεζα Πειραιώς), στο εξής «**το Ιδιωτικό Συμφωνητικό**» και αφορά την αναδιάρθρωση του τραπεζικού δανεισμού της LION RENTAL A.E. και τη συμφωνία απόκτησης συμμετοχής στην Εταιρεία μέσω AMK από την ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε.
- Δημοσιευμένα στοιχεία αναφορικά με τις παρελθούσες, παρούσες και μελλοντικές τάσεις των αποτελεσμάτων εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον κλάδο ενοικίασης αυτοκινήτων, σε Ελλάδα και εξωτερικό.
- Συζητήσεις που είχαμε με στελέχη του Εντολέα και της Εταιρείας, σχετικά με τη θέση και τις προοπτικές τους στον κλάδο στον οποίο αυτή δραστηριοποιείται.
- Αναλύσεις και επεξηγήσεις που μας παρέιχε η διοίκηση της Εταιρείας.
- Aswath Damodaran, Stern School of Business / New York University (<http://pages.stern.nyu.edu>)
- Διεθνείς Βάσεις Δεδομένων.

3. Παρουσίαση Εταιρείας

Γενικά στοιχεία

Η Lion Rental A.E. ιδρύθηκε τον Σεπτέμβριο του 1998 (ΦΕΚ 8353/22.10.1998). Η εταιρεία έχει έδρα στην Λεωφόρο Κηφισού 138 – 140 στο Περιστέρι Αττικής. Η ηλεκτρονική διεύθυνση της είναι www.sixt.gr. Η Lion Rental A.E. δραστηριοποιείται στην ευρύτερη αγορά της ενοικίασης οχημάτων, καλύπτοντας τόσο την βραχυχρόνια μίσθωση (Rent a Car), όσο και την μακροχρόνια μίσθωση (Long term). Η Lion Rental A.E., παρέχει υπηρεσίες βραχυχρόνιας μίσθωσης από το 1998, ως αποκλειστικός αντιπρόσωπος της SIXT GmbH & Co.

Στον ακόλουθο πίνακα παρατίθεται η μετοχική σύνθεση της LION RENTAL A.E.:

Μετοχική Σύνθεση	
Μέτοχος	Ποσοστό
ΛΑΪΟΝ ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	91,73%
ΤΕΟΔΟΜΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	8,27%
Σύνολο	100%

Στον ακόλουθο πίνακα παρατίθεται η σύνθεση των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου της Lion Rental A.E.:

Διοικητικό Συμβούλιο	
Όνομα/Επώνυμο	Θέση
ΦΩΤΟΠΟΥΛΟΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΑΝΔΡΕΑΣ	Πρόεδρος & Διευθύνων Σύμβουλος
ΑΛΕΞΑΚΗΣ ΕΥΣΤΑΘΙΟΣ ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ	Μέλος Διοικητικού Συμβουλίου
ΕΥΘΥΜΙΑΔΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ ΓΡΗΓΟΡΙΟΣ	Μέλος Διοικητικού Συμβουλίου
ΑΠΟΣΤΟΛΟΥ ΕΛΙΣΣΑΒΕΤ ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΣ	Μέλος Διοικητικού Συμβουλίου
ΠΑΠΑΧΡΗΣΤΟΣ ΘΕΟΔΩΡΟΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ	Μέλος Διοικητικού Συμβουλίου

4. Μέθοδοι αποτίμησης

Για τη διεξαγωγή της ανεξάρτητης αποτίμησης της Εταιρείας και τη διαμόρφωση του συμπεράσματός μας σχετικά με το εύλογο, δίκαιο και λογικό, αποτιμήσαμε την Εταιρεία χρησιμοποιώντας τις κάτωθι κοινώς αποδεκτές μεθόδους:

- Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows)
- Αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση

A) Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows)

Υπολογισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows –DFCF) αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο εκτίμησης αξίας εταιρειών παγκοσμίως. Το μοντέλο εξετάζει την επιχείρηση «δυναμικά» και όχι «στατικά», αναλύοντας την απόδοση της κατά τη διάρκεια των χρόνων και εξετάζοντας τη δυνατότητά της να δημιουργεί «ταμειακά πλεονάσματα».

Η καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών αποτελείται από: α) την παρούσα αξία που αντιστοιχεί σε μία χρονική περίοδο για την οποία είναι δυνατόν να σχηματιστούν προβλέψεις, και η οποία προσδιορίζεται από τον χρόνο που χρειάζεται για να επιτευχθεί το επιχειρηματικό σχέδιο της εταιρείας και (β) την αξία της εταιρείας στο διηνεκές. Έτσι, αν θέλουμε να λάβουμε υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος, η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών θεωρείται η πιο κατάλληλη για την εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας.

Το μοντέλο των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών εκτιμά τα Ίδια Κεφάλαια μιας εταιρείας ως την αξία της εκμετάλλευσης της εταιρείας μείον την αξία του χρέους και διαφόρων άλλων απαιτήσεων που υπερβαίνουν το ύψος των Ιδίων Κεφαλαίων. Σημειώνεται ότι η αξία της επιχείρησης σήμερα εξομοιώνει πάντοτε τη μελλοντική προεξοφλητική ταμειακή ροή, με κόστος ευκαιρίας το κόστος κεφαλαίου. Οι αξίες των λειτουργιών και των δανείων είναι ίσες με τις αναμενόμενες μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές, προεξοφλημένες με συντελεστές που αντανakλούν την επικινδυνότητα αυτών των ταμειακών ροών.

Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών απαιτεί αρχικά τον υπολογισμό των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών για μια περίοδο τουλάχιστον 3 ετών.

Εν συνεχεία, οι μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές προεξοφλούνται με το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου και υπολογίζεται η Καθαρή Παρούσα Αξία τους (Net Present Value), καθώς και η Διηνεκής Αξία της εταιρείας (Terminal Value), η οποία ισούται με την Παρούσα Αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών μετά τη συγκεκριμένη προβλεπόμενη περίοδο, λαμβάνοντας υπόψη και τον Συντελεστή Ανάπτυξης της εταιρείας στο διηνεκές (Growth in perpetuity).

Οι τύποι που χρησιμοποιούνται για την εφαρμογή της μεθόδου είναι οι ακόλουθοι:

- **Ελεύθερες Ταμειακές Ροές** = Λειτουργικά κέρδη μετά φόρων + Αποσβέσεις – Επενδύσεις σε πάγια στοιχεία – Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης
- **Διηνεκής Αξία (Terminal Value)** = Ελεύθερη Ταμειακή Ροή του επόμενου χρόνου ύστερα από τη συγκεκριμένη προβλεπόμενη περίοδο / ((Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) – Αναμενόμενος ρυθμός μεγέθυνσης στο διηνεκές (growth))
- **Λειτουργική Αξία (Firm Value)** = Παρούσα Αξία των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών της προβλεπόμενης περιόδου + Διηνεκής Αξία

Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που μετατρέπει την αναμενόμενη μελλοντική απόδοση σε παρούσα αξία. Θεωρείται ο πιο κατάλληλος συντελεστής προεξόφλησης, καθώς λαμβάνει υπ' όψιν ποιοτικούς παράγοντες όπως: ο συστηματικός κίνδυνος της εταιρείας, το πριμ κινδύνου της απόδοσης και οι φορολογικές υποχρεώσεις της εταιρείας.

B) Αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση

Σύμφωνα με τη μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης στο εξής αναφερόμενης ως «ΑΚΘ», η αξία μιας εταιρείας είναι ίση με τη Καθαρή Θέση της, όπως αυτή εμφανίζεται στις Οικονομικές Καταστάσεις, αφού προηγουμένως γίνουν οι απαραίτητες προσαρμογές σε Ενεργητικό και Παθητικό, σύμφωνα με τα στοιχεία που τέθηκαν στη διάθεσή μας.

Ως ΑΚΘ ορίζεται η διαφορά μεταξύ του αναπροσαρμοσμένου Ενεργητικού και του αναπροσαρμοσμένου Παθητικού της εταιρείας υπό εξέταση. Η ΑΚΘ περιλαμβάνει την

αξιολόγηση της λογιστικής αξίας περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων αναφορικά με το κατά πόσον συνάδουν με τρέχουσες αγοραίες αξίες.

Η ΑΚΘ ενσωματώνει την αξία των περιουσιακών στοιχείων (μετά την αποπληρωμή των υποχρεώσεων) όχι απλώς σε αγοραίες τιμές αλλά στο πλαίσιο συνεισφοράς τους στη συνέχιση της δραστηριότητας μιας εταιρείας. Ως εκ τούτου, η προσέγγιση της ΑΚΘ για την εκτίμηση της εύλογης αξίας των ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρείας απεικονίζει τη δυνατότητα αξιοποίησης των υφιστάμενων πόρων. Στην αποτίμηση θα πρέπει να συμπεριλαμβάνονται στοιχεία εντός και εκτός ισολογισμού (πχ. ενδεχόμενες απαιτήσεις και υποχρεώσεις) όπου υπάρχουν.

5. Παραδοχές

Τα αποτελέσματα της εργασίας μας υπόκεινται στις παρακάτω γενικές παραδοχές.

Γενικές παραδοχές

- Το μεγαλύτερο μέρος των πληροφοριών που χρησιμοποιήθηκαν για την εφαρμογή των παραπάνω μεθόδων βασίσθηκε στα τελευταία και επίκαιρα στοιχεία. Ο καθορισμός της τελικής εκτίμησης της αξίας της Εταιρείας, βασίσθηκε στην αντικειμενική αλλά και την ποιοτική αξιολόγηση των μεγεθών, τα οποία αξιολογήθηκαν με βάση την εμπειρία και τη γνώση μας.
- Η έκφραση γνώμης αναφορικά με την αξία της Εταιρείας, βασίσθηκε σε ελεγμένες δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις, pro forma οικονομικές καταστάσεις και πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν από την Εταιρεία, τις οποίες θεωρήσαμε ως ακριβείς και πλήρεις, χωρίς να διενεργήσουμε ανεξάρτητο έλεγχο.
- Η μελέτη μας δεν εξέτασε και ούτε και είχε σκοπό να εξετάσει, την επιχειρηματική ορθότητα της απόφασης αναφορικά με την ΑΜΚ και την απόκτηση συμμετοχής στην Εταιρεία.
- Η έκφραση γνώμης βασίζεται στις επιχειρηματικές, οικονομικές και άλλες συνθήκες της αγοράς που επικρατούν κατά την ημερομηνία της παρούσας επιστολής, στις τρέχουσες οικονομικές συνθήκες της Ελληνικής οικονομίας αλλά και σε μακροοικονομικά στοιχεία. 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 του Εντολέα.
- Σημειώνεται ότι η μελλοντική εξέλιξη διαφόρων μεγεθών ενδέχεται να είναι διαφορετική από αυτήν που λάβαμε υπ' όψιν μας στην παρούσα εργασία, λόγω αλλαγών των οικονομικών, επιχειρηματικών και άλλων συνθηκών της αγοράς εν γένει, με συνέπεια τη μεταβολή των σχετικών αποτελεσμάτων της αποτίμησής μας, μεταβολή η οποία μπορεί να είναι σημαντική και ουσιώδης.

Πιο συγκεκριμένα, οι παραδοχές για κάθε μέθοδο έχουν ως εξής:

Παραδοχές Μεθόδου Προεξόφλησης Μελλοντικών Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Οι προβλέψεις που χρησιμοποιήθηκαν για την εφαρμογή της εν λόγω μεθόδου μας δόθηκαν από τη διοίκηση της Εταιρείας κι εξετάστηκαν για το εύλογό τους σε σχέση με τα ιστορικά στοιχεία και την περιουσιακή κατάσταση της Εταιρείας, καθώς και το ανταγωνιστικό περιβάλλον και τις μελλοντικές προοπτικές του κλάδου.

Παραδοχές Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή η αξία της εταιρείας είναι ίση με τη Καθαρή Θέση της, όπως αυτή εμφανίζεται στις Οικονομικές Καταστάσεις κατά την ημερομηνία αποτίμησης, αφού προηγουμένως γίνουν οι απαραίτητες προσαρμογές στα στοιχεία Ενεργητικού & Παθητικού σύμφωνα με τα στοιχεία που τέθηκαν στη διάθεσή μας. Ως αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση ορίζεται η διαφορά μεταξύ του αναπροσαρμοσμένου Ενεργητικού και του αναπροσαρμοσμένου Παθητικού της εταιρείας.

Η εν λόγω μέθοδος κρίνεται ως κατάλληλη διότι τα στοιχεία Ενεργητικού και Παθητικού παρουσιάζονται στις παρούσες αξίες, σύμφωνα με την πιο πρόσφατη pro forma κατάσταση οικονομικής θέσης της 31/10/2018 και τις προσαρμογές που πραγματοποιήθηκαν με βάση τις παρατηρήσεις του ορκωτού ελεγκτή για τη χρήση 2017, το Ιδιωτικό Συμφωνητικό αναφορικά με την αναπροσαρμογή του δανεισμού της Εταιρείας, καθώς και λοιπές πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν από τη διοίκηση της Εταιρείας.

6. Συμπεράσματα

Αποτελέσματα Αποτίμησης

Τα αποτελέσματα αποτίμησης που προκύπτουν από την εφαρμογή των μεθόδων που αναλύθηκαν παραπάνω συνοψίζονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Αξία Lion Rental			
ποσά σε € '000	Κατώτερη τιμή	Ανώτερη τιμή	Στάθμιση
Προεξόφληση ταμειακών ροών	3.099	4.577	80%
Αναπ/νη αξία καθαρής θέσης	3.510	3.510	20%
Σταθμισμένη συνολική αξία	3.181	4.364	100%

Το τελικό εύρος αξιών της Εταιρείας κυμαίνεται από € 3,2 εκ. έως € 4,4 εκ.

Μετά την επικείμενη Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου € 15 εκ. της ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε. στην LION RENTAL Α.Ε., κατά την 03/12/2018, με βάση το Ιδιωτικό Συμφωνητικό το ποσοστό συμμετοχής της ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε. διαμορφώνεται ως εξής:

Αξία Lion Rental A.E.		
ποσά σε € '000	Κατώτερη τιμή	Ανώτερη τιμή
Σταθμισμένη Συνολική Αξία	3.181	4.364
A.M.K. Μοτοδυναμική Α.Ε.Ε.	15.000	15.000
Συνολική Αξία LION RENTAL A.E. Μετά την A.M.K.	18.181	19.364
% Ιδιοκτησίας ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗΣ Α.Ε.Ε. επί της LION RENTAL Α.Ε.	82,5%	77,5%
% Ιδιοκτησίας Υφιστάμενων Μετόχων της LION RENTAL Α.Ε.	17,5%	22,5%

Το τελικό εύρος ποσοστού που θα κατέχει ο Εντολέας μετά την απόκτηση συμμετοχής στην Εταιρεία κυμαίνεται από 77,5% έως και 82,5%.

Γνώμη επί της αποτίμησης

Επιβεβαιώσουμε το εύλογο, δίκαιο και λογικό της αξίας της της Lion Rental ΑΕ κατά την 30/11/2018, η οποία κυμαίνεται από € 3,2 εκ. έως € 4,4 εκ. Επί της αξίας αυτής πραγματοποιήθηκε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου € 15 εκ. και καλύφθηκε πλήρως από την Μοτοδυναμική ΑΕ (3/12/2018), με αποτέλεσμα η εύλογη συμμετοχή της εταιρείας Μοτοδυναμική ΑΕ να κυμαίνεται από 77,5% έως 82,5%.

Για τους σκοπούς της αποτίμησης εφαρμόσθηκαν 2 μέθοδοι αποτίμησης, οι οποίες κρίνονται ως κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση.

Επισημαίνεται πως η PKF ΕΥΡΩΕΛΕΓΚΤΙΚΗ Α.Ε., καθώς και ο υπογράφων την παρούσα γνωμοδότηση, ορκωτός ελεγκτής λογιστής κ. Προκοπίδης Αντώνης είναι ανεξάρτητοι σε σχέση με την Εταιρεία για την τελευταία πριν από τη συναλλαγή πενταετία.

**Με εκτίμηση,
Για την PKF ΕΥΡΩΕΛΕΓΚΤΙΚΗ Α.Ε.**



Αντώνης Προκοπίδης

Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής

ΑΜ ΣΟΕΛ 14511