



Πανεπιστήμιο Πειραιώς

**Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Διοίκηση
Επιχειρήσεων για Στελέχη
Executive MBA**

Διπλωματική Εργασία:

Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Αποτίμηση Εταιρειών Τυχερών
Παιχνιδιών – Μελέτη Περίπτωσης Εταιρειών ΟΠΑΠ και INTRALOT

Όνοματεπώνυμο φοιτήτριας: Μπουραζέρη Βασιλική

Όνοματεπώνυμο Επιβλέποντα Καθηγητή: Αρτίκης Γ. Παναγιώτης

Πειραιάς, Νοέμβριος 2024

Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη : E-MBA» με τίτλο

Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Αποτίμηση Εταιρειών Τυχερών Λαχνιδιών - Μελέτη Περίπτωσης..... Εταιρειών ΟΠΑΠ και INTRALOT.....

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριας.....

Όνοματεπώνυμο..... Βασίλει Μπαρτζέρη

Ημερομηνία..... 27/11/2024

Περίληψη

Σκοπός της εργασίας είναι η χρηματοοικονομική ανάλυση και η αποτίμηση των δύο εισηγμένων εταιρειών στον κλάδο των τυχερών παιχνιδιών στο Χρηματιστήριο Αθηνών, της εταιρείας ΟΠΑΠ ΑΕ και της εταιρείας Intralot ΑΕ. Οι δύο εταιρείες έχουν ισχυρή παρουσία στον κλάδο στην Ελλάδα, με σημαντική συνεισφορά στην οικονομία, ενώ μέσω των θυγατρικών τους έχουν και διεθνή παρουσία σε πολλές χώρες του εξωτερικού. Η χρηματοοικονομική ανάλυση πραγματοποιήθηκε στα ιστορικά οικονομικά δεδομένα των δύο εταιρειών που κυρίως αντλήθηκαν από τις δημοσιευμένες οικονομικές εκθέσεις των ετών 2019-2023. Κύρια εργαλεία της χρηματοοικονομικής ανάλυσης ήταν οι αριθμοδείκτες, οι καταστάσεις κοινού μεγέθους και οι καταστάσεις τάσεως. Επίσης, χρήσιμες πληροφορίες αντλήθηκαν και από άλλες έγκυρες πηγές, όπως το Χρηματιστήριο Αθηνών, κλαδικές μελέτες και οικονομικές ιστοσελίδες. Η αποτίμηση των δύο εταιρειών έγινε με την χρήση της μεθόδου προεξόφλησης των υπολειμματικών ταμειακών ροών προς τους μετόχους και την χρήση πολλαπλασιαστών της χρηματιστηριακής αγοράς. Η προεξόφληση των υπολειμματικών ταμειακών ροών έγινε με το κόστος ιδίων κεφαλαίων κάθε εταιρείας, το οποίο υπολογίστηκε με το μοντέλο CAPM.

Από την χρηματοοικονομική ανάλυση προέκυψε ότι υπάρχουν βασικές διαφορές στην λειτουργία των δύο εταιρειών, όπως για παράδειγμα στην κεφαλαιακή διάρθρωση, την κερδοφορία και την διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων. Ωστόσο, και οι δύο εταιρείες για διαφορετικούς λόγους, έχουν ισχυρή θέση στην αγορά, δεν αντιμετωπίζουν προβλήματα βιωσιμότητας και παρουσιάζουν προοπτικές ανάπτυξης. Από την αποτίμηση προέκυψε ότι και οι δύο εταιρείες είναι υποτιμημένες στην χρηματιστηριακή αγορά και υπάρχουν πιθανότητες η τιμή τους να αυξηθεί στο προσεχές μέλλον. Σε κάθε περίπτωση, τα ευρήματα της συγκεκριμένης έρευνας θα πρέπει να αξιολογούνται περαιτέρω, καθώς η αποτίμηση βασίζεται σε συγκεκριμένες παραδοχές που ενδέχεται να μην επαληθευτούν στο μέλλον, που ούτως ή άλλως είναι αβέβαιο. Σκόπιμο θα ήταν για την αποτίμηση των εταιρειών να χρησιμοποιηθούν και άλλες μέθοδοι. Τέλος, η αποτίμηση θα πρέπει να επικαιροποιείται καθώς τα δεδομένα και κατ' επέκταση οι προοπτικές μεταβάλλονται.

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή μου, κ. Παναγιώτη Αρτική, για την πολύτιμη καθοδήγηση και υποστήριξή του κατά την εκπόνηση αυτής της εργασίας, καθώς και την οικογένειά μου για τη στήριξη που μου παρείχε καθ' όλη τη διάρκεια αυτής της προσπάθειας.

Περιεχόμενα

Βεβαίωση Εκπόνηση Διπλωματικής Εργασίας	ii
Περίληψη.....	iii
Ευχαριστίες	iv
Κατάλογος Πινάκων.....	viii
Κατάλογος Διαγραμμάτων	x
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή	1
1.1 Σκοπός και σημασία εργασίας	1
1.2 Μεθοδολογία	3
1.3 Διάρθρωση εργασίας.....	5
Κεφάλαιο 2: Χρηματοοικονομική Ανάλυση.....	7
2.1 Η χρησιμότητα των οικονομικών καταστάσεων.....	7
2.2 Τεχνικές και εργαλεία ανάλυσης οικονομικών καταστάσεων	10
2.2.1 Κάθετη ανάλυση	10
2.2.2 Οριζόντια ανάλυση.....	10
2.2.3 Αριθμοδείκτες	11
2.3 Ανάλυση με την χρήση αριθμοδεικτών.....	12
2.3.1 Ανάλυση ρευστότητας.....	12
2.3.2 Ανάλυση δραστηριότητας	14
2.3.3 Ανάλυση διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας.....	15
2.3.4 Ανάλυση αποδοτικότητας και κερδοφορίας.....	17
Κεφάλαιο 3: Αποτίμηση	19
3.1 Η έννοια και η σημασία της αποτίμησης	19
3.2 Η σημασία του κόστους κεφαλαίου στην αποτίμηση	20
3.3 Μοντέλο προεξόφλησης υπολειμματικών ταμειακών ροών.....	21
3.4 Αποτίμηση με βάση χρηματιστηριακούς δείκτες – Σχετική αποτίμηση.....	23
Κεφάλαιο 4: Παρουσίαση κλάδου και εταιρειών	25

4.1 Ο κλάδος	25
4.2 ΟΠΑΠ.....	28
4.2.1 Σύντομο ιστορικό και πληροφορίες	28
4.2.2 Μετοχές και Μετοχική σύνθεση	28
4.2.3 Τρέχουσες οικονομικές εξελίξεις και αποτελέσματα	29
4.3 INTRALOT.....	32
4.3.1 Σύντομο ιστορικό και πληροφορίες	32
4.3.2 Μετοχές και Μετοχική σύνθεση	33
4.3.3 Τρέχουσες οικονομικές εξελίξεις και αποτελέσματα	35
Κεφάλαιο 5: Αποτελέσματα χρηματοοικονομικής ανάλυσης	37
5.1 ΟΠΑΠ.....	37
5.1.1 Ανάλυση ρευστότητας.....	37
5.1.2 Ανάλυση δραστηριότητας	39
5.1.3 Ανάλυση κεφαλαιακής διάρθρωσης	40
5.1.4 Ανάλυση αποδοτικότητας	41
5.2 INTRALOT.....	42
5.2.1 Ανάλυση ρευστότητας.....	42
5.2.2 Ανάλυση δραστηριότητας	44
5.2.3 Ανάλυση κεφαλαιακής διάρθρωσης	45
5.2.4 Ανάλυση αποδοτικότητας	46
Κεφάλαιο 6: Αποτίμηση	48
6.1 Αποτίμηση με την μέθοδο προεξόφλησης υπολειμματικών ταμειακών ροών - ΟΠΑΠ.....	48
6.1.1 Υπολογισμός κόστους ιδίων κεφαλαίων.....	48
6.1.2 Παραδοχές.....	49
6.1.3 Προβλέψεις και αποτίμηση μετοχής	51
6.2 Αποτίμηση με την μέθοδο προεξόφλησης υπολειμματικών ταμειακών ροών - INTRALOT	54

6.2.1 Υπολογισμός κόστους ιδίων κεφαλαίων.....	54
6.2.2 Παραδοχές	54
6.2.3 Προβλέψεις και αποτίμηση μετοχής	56
6.3 Αποτίμηση με την χρήση πολλαπλασιαστών της αγοράς.....	59
Κεφάλαιο 7 : Συμπεράσματα - Προτάσεις.....	61
Βιβλιογραφία - Πηγές	64
Παραρτήματα	66
Παράρτημα Α: Ημερήσιες τιμές και αποδόσεις εταιρειών ΟΠΑΠ και Intralotκαι Γ.Δ..	66
Παράρτημα Β: Οικονομικές καταστάσεις εταιρείας ΟΠΑΠ 2018-2023.....	92
Παράρτημα Γ: Καταστάσεις κοινού μεγέθους ΟΠΑΠ 2018-2023.....	96
Παράρτημα Δ: Οικονομικές καταστάσεις Intralot 2018-2023.....	98
Παράρτημα Ε: Καταστάσεις κοινού μεγέθους Intralot 2018-2023.....	101

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1: Μέρισμα ανά μετοχή ΟΠΑΠ 2018-2023	31
Πίνακας 2: Επενδύσεις σε κεφαλαιουχικές δαπάνες (σε χιλ. €) ΟΠΑΠ 2019-2023.....	32
Πίνακας 3: Κατάσταση κοινού μεγέθους κυκλοφορούντων στοιχείων ΟΠΑΠ 2019-2023	38
Πίνακας 4: Κατάσταση κοινού μεγέθους βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ΟΠΑΠ 2019-2023.....	38
Πίνακας 5: Αριθμοδείκτες δραστηριότητας ΟΠΑΠ 2019-2023.....	39
Πίνακας 6: Αριθμοδείκτες κεφαλαιακής διάρθρωση και βιωσιμότητας ΟΠΑΠ 2019-2023	40
Πίνακας 7: Αριθμοδείκτες κερδοφορίας και αποδοτικότητας ΟΠΑΠ 2019-2023	41
Πίνακας 8: Κατάσταση κοινού μεγέθους κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων Intralot 2019-2023	43
Πίνακας 9: Κατάσταση κοινού μεγέθους βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων Intralot 2019-2023.....	43
Πίνακας 10: Αριθμοδείκτες δραστηριότητας Intralot 2019-2023	44
Πίνακας 11: Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας Intralot 2019-2023	45
Πίνακας 12: Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας και κερδοφορίας Intralot 2019-2023	46
Πίνακας 13: Πρόβλεψη κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης ΟΠΑΠ 2024-2028	51
Πίνακας 14: Παρούσα αξία υπολειμματικών ταμειακών ροών (2024-2028)	52
Πίνακας 15: Ανάλυση ευαισθησίας εύλογης αξίας μετοχής ΟΠΑΠ από $\pm 0,5\%$ μεταβολή στο κόστος ιδίων κεφαλαίων και εσόδων	53
Πίνακας 16: Ανάλυση ευαισθησίας εύλογης αξίας μετοχής ΟΠΑΠ από $\pm 0,5\%$ μεταβολή στο κόστος ιδίων κεφαλαίων και υπολειμματικών ταμειακών ροών	53
Πίνακας 17: Πρόβλεψη κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης (σε χιλ. €) Intralot 2024-2028.....	56
Πίνακας 18: Πρόβλεψη υπολειμματικών ταμειακών ροών προς τους μετόχους (σε χιλ. €) Intralot.....	57
Πίνακας 19: Ανάλυση ευαισθησίας εύλογης αξίας μετοχής Intralot από $\pm 1\%$ μεταβολή στο κόστος ιδίων κεφαλαίων και εσόδων	58
Πίνακας 20: Ανάλυση ευαισθησίας εύλογης αξίας μετοχής Intralot από $\pm 1\%$ μεταβολή στο κόστος ιδίων κεφαλαίων και των υπολειμματικών ταμειακών ροών	58
Πίνακας 21: Δείκτες P/E και P/BV εταιρειών ΟΠΑΠ, Intralot και ανταγωνιστών τους 31/12/2023	59

Πίνακας 22: Σύνοψη αποτελεσμάτων αποτίμησης μετοχών ΟΠΑΠ και Intralot.....63

Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1: Έσοδα από παίγνια (GGR) Ελλάδα 2019-2023.....	26
Διάγραμμα 2: Μεριδία επί του τζίρου και των καθαρών εσόδων ανά ομάδα παιγνίων και δίκτυο διανομής 2023.....	27
Διάγραμμα 3: Τιμές μετοχής ΟΠΑΠ και Γ.Δ. 2019-2023	29
Διάγραμμα 4: Καθαρά έσοδα προ εισφορών (GGR) ΟΠΑΠ 2018-2023.....	30
Διάγραμμα 5: Καθαρά κέρδη μετά φόρων (σε χιλ. €) ΟΠΑΠ 2018-2023.....	31
Διάγραμμα 6: Τιμές μετοχής Intralot και Γ.Δ. 2019-2023.....	34
Διάγραμμα 7: Intralot έσοδα (σε χιλ. €) 2018-2023 και δείκτης εσόδων (έτος βάσης 2018).....	35
Διάγραμμα 8: Intralot καθαρά κέρδη/ζημιές (σε χιλ. €) 2018-2023	36
Διάγραμμα 9: Αριθμοδείκτες ρευστότητας ΟΠΑΠ 2019-2023	37
Διάγραμμα 10: Αριθμοδείκτες ρευστότητας Intralot 2019-2023.....	42

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

1.1 Σκοπός και σημασία εργασίας

Από έρευνα που διεξήχθη το 2021 από την Kara Research διαπιστώθηκε ότι το 75% των ερωτηθέντων (3.014 άτομα) συμμετέχουν σε τυχερά παιχνίδια, εκ των οποίων οι περισσότεροι ανήκουν στην ηλικιακή ομάδα 18-34 ετών και έπονται τα άτομα ηλικίας 35-54 ετών (Kara Research, 2021). Στην Ελλάδα το διάστημα 2013-2024 η αγορά των τυχερών παιχνιδιών σημείωσε αύξηση κατά 55%, με τα καθαρά έσοδα προ εισφορών να αυξάνουν από 1,6 δις σε 2,59 δις ευρώ και αθροιστικά καθαρά έσοδα προ εισφορών 13,1 δις ευρώ. Την τελευταία πενταετία ο μέσος ρυθμός αύξησης της διαδικτυακής αγοράς είναι 20% (Χρυσικόπουλος, 2024).

Το 2023 το δημόσιο εισέπραξε άμεσα έσοδα (από τα δικαιώματα) 900 εκ. ευρώ χωρίς σε αυτά να συμπεριλαμβάνονται φόροι εισοδήματος, έσοδα από χορηγήσεις αδειών, κυρώσεις, κλπ. (Χρυσικόπουλος, 2024). Ο τζίρος από τα νόμιμα τυχερά παιχνίδια εκτιμάται στα 16 δις ευρώ (9% του ΑΕΠ), ενώ σύμφωνα με εκτιμήσεις ο τζίρος για τα παράνομα παιχνίδια προσεγγίζει περίπου τα 15 δις ευρώ (Kara Research, 2021). Δύο μεγάλες κατηγορίες στην αγορά των τυχερών παιχνιδιών που διακρίνονται με βάση το κανάλι διανομής είναι τα επίγεια και τα διαδικτυακά παίγνια. Τα παιχνίδια της πρώτης κατηγορίας διεξάγονται από εταιρείες που κατέχουν δικαίωμα αποκλειστικότητας που έχει παραχωρηθεί από την Πολιτεία. Η διεξαγωγή των παιχνιδιών της δεύτερης κατηγορίας γίνεται σε συνθήκες ελεύθερου ανταγωνισμού. Περίπου το 90% των εσόδων του δημοσίου προέρχεται από τη διεξαγωγή τυχερών παιχνιδιών από τον ΟΠΑΠ (30,82%) και τις εταιρείες διαδικτυακού στοιχήματος (57,97%) (ΕΕΕΠ, 2024).

Στο Χρηματιστήριο Αθηνών στον κλάδο των τυχερών παιχνιδιών είναι εισηγμένες οι εταιρείες ΟΠΑΠ ΑΕ και Intralot ΑΕ (Capital.gr, 2024). Η αξία κεφαλαιοποίησης του κλάδου είναι περίπου 6,5 δις ευρώ με ποσοστό 6,58% της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς αξιών. Η ΟΠΑΠ δραστηριοποιείται στην οργάνωση, λειτουργία και διεξαγωγή τυχερών παιχνιδιών και η Intralot αποτελεί προμηθευτή λύσεων και διοργανωτή τυχερών παιχνιδιών σε 39 κράτη. Η αξία κεφαλαιοποίησης της Intralot είναι 654,9 εκ. ευρώ ενώ της ΟΠΑΠ 5,8 δις ευρώ (Athex Group, 2024).

Η αποτίμηση μιας επιχείρησης αναφέρεται στον προσδιορισμό της τρέχουσας αξίας της. Ο προσδιορισμός της εγγενούς αξίας αναφέρεται στην αντιληπτή αξία με βάση τα μελλοντικά κέρδη ή άλλα χαρακτηριστικά πέρα από την αγοραία αξία, ώστε να διαπιστωθεί αν μια επένδυση ή εταιρεία είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη στην αγορά. Διάφοροι λόγοι μπορεί να κινητοποιήσουν την διαδικασία της αποτίμησης, όπως πιθανές εξαγορές ή συγχωνεύσεις, ο στρατηγικός σχεδιασμός, η άντληση χρηματοδότησης, οι επενδύσεις σε μετοχές (Schmidt, 2024). Η γνώση της αξίας μιας επιχείρησης δεν αφορά μόνο τους πιθανούς επενδυτές αλλά αποτελεί ένα σημαντικό μέσο για τον εντοπισμό ευκαιριών, την λήψη στρατηγικών αποφάσεων και την δημιουργία μακροπρόθεσμης αξίας (NBSG, 2024).

Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι διττός και αλληλοσυνδεόμενος. Αρχικά, επιδιώκεται η χρηματοοικονομική ανάλυση των δύο εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στον κλάδο τυχερών παιχνιδιών, της εταιρείας ΟΠΑΠ και της εταιρείας Intralot. Η θεμελιώδης ανάλυση θα αποτελέσει εν μέρει τη βάση για την επίτευξη του δεύτερου σκοπού της έρευνας δηλαδή την αποτίμηση της μετοχής των δύο εταιρειών. Η λεπτομερής ανάλυση των ιστορικών αποτελεσμάτων διασφαλίζει μια καλύτερη εκτίμηση των αναμενόμενων ταμειακών ροών και σε συνδυασμό με την εκτίμηση των κινδύνων (ενδογενών και εξωγενών) και της επιλογής του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου, μπορεί να οδηγήσει σε μια αξιόπιστη εκτίμηση της εγγενούς αξίας των επιχειρήσεων (Reilly & Brown, 2012). Από τα αποτελέσματα της έρευνας αναμένεται να προκύψουν συμπεράσματα για την οικονομική θέση και την απόδοση των δύο εταιρειών και την εγγενή αξία των μετοχών τους.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση και η αποτίμηση των δύο συγκεκριμένων εταιρειών αναμένεται να αποκαλύψει συμπεράσματα χρήσιμα πρωτίστως στους επενδυτές και την χρηματιστηριακή αγορά. Η δραστηριοποίηση των δύο εταιρειών σε ένα κλάδο που τα τελευταία χρόνια παρουσιάζει ραγδαίους ρυθμούς ανάπτυξης και με πολύ μεγάλη συμβολή στην εθνική οικονομία, εγείρει το ενδιαφέρον και άλλων ομάδων όπως το κράτος, τους εργαζόμενους και ρυθμιστικούς φορείς. Το ενδιαφέρον αυτό σχετίζεται με την λήψη αποφάσεων και δεν περιορίζεται στην αξιολόγηση των παρελθουσών επιδόσεων και τον εντοπισμό των δυνατών και αδύναμων σημείων της λειτουργίας τους αλλά στην εκτίμηση των προοπτικών τους.

1.2 Μεθοδολογία

Το είδος της έρευνας που διενεργείται στην παρούσα εργασία είναι κατά βάση ποσοτικό. Στόχος της ποσοτικής έρευνας είναι συνήθως η ακριβής μέτρηση και οι μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται σε αυτή καλούνται να απαντήσουν ερωτήματα σχετικά με το πόσο, το πόσο συχνά, το πότε και για ποιόν. Η χρήση της ποσοτικής έρευνας γίνεται συχνά για την δοκιμή θεωριών και απαιτεί από τον ερευνητή να αποφύγει την προκατάληψη και τον επηρεασμό των αποτελεσμάτων (Cooper&Schindler, 2014). Παρόλα αυτά, ενώ μια αξιόπιστη ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων από άποψη σχεδιασμού είναι πάντα ποσοτική, απαιτεί τον συνδυασμό τόσο ποσοτικών όσο και ποιοτικών χαρακτηριστικών ώστε να προκύψει μια αξιόπιστη πρόβλεψη για το μέλλον (Schmidlin, 2014).

Στην πραγματικότητα, δεν είναι δυνατό να διερευνηθεί η επίδοση μιας εταιρείας μόνο μέσω της αποκλειστικής ανάλυσης του επιχειρηματικού της μοντέλου χωρίς να ληφθούν υπόψη οι επιπτώσεις των στρατηγικών επιλογών στην οικονομική και χρηματοοικονομική δυναμική, αλλά και οι επιδράσεις από το εξωτερικό της περιβάλλον. Η γνώση των οδηγών της δημιουργίας αξίας για μια εταιρεία καθώς και η σωστή προσέγγιση στη μέτρησή της απαιτεί δύο βασικές δεξιότητες: α) την ανάλυση και αξιολόγηση των θεμελιωδών μεγεθών της εταιρείας σε σχέση με το επιχειρηματικό της μοντέλο και τις επιδόσεις της με την πάροδο του χρόνου και β) τη γνώση σχετικά με τη διαφοροποίηση του κινδύνου από τους επενδυτές και τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων από την οποία προκύπτει το κόστος κεφαλαίου για την επιχείρηση (De Luca, 2018).

Για την διερεύνηση ενός θέματος υπάρχουν διάφορες πηγές άντλησης πληροφοριών. Οι πρωτογενείς πηγές είναι πρωτότυπα έργα έρευνας ή ακατέργαστα δεδομένα τα οποία δεν έχουν ερμηνευτεί από άλλους. Οι δευτερογενείς πηγές αποτελούν ερμηνείες πρωτογενών δεδομένων. Για μια ανάλυση από τα άτομα εντός μιας επιχείρησης, οι περιλήψεις ανάλυσης πωλήσεων και οι ετήσιες εκθέσεις των επενδυτών είναι παραδείγματα δευτερογενών πηγών, επειδή συντάσσονται από μια ποικιλία πρωτογενών πηγών. Ωστόσο, για τον αναλυτή εκτός της επιχείρησης η ετήσια έκθεση θεωρείται ως κύρια πηγή επειδή αντιπροσωπεύει την επίσημη θέση της εταιρείας και ο

ερευνητής καλείται να επεξεργαστεί και τα ερμηνεύσει τα δεδομένα που περιέχονται στις οικονομικές εκθέσεις (Cooper & Schindler, 2014).

Τα δεδομένα για την υλοποίηση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης αντλούνται από τις ετήσιες εκθέσεις των δύο εταιρειών που είναι αναρτημένες στους επίσημους ιστοτόπους τους. Η μελέτη των ιστορικών επιδόσεων βασίζεται στα οικονομικά δεδομένα των λογιστικών καταστάσεων των ετών 2019-2023 (ΟΠΑΠ, 2024; Intralot, 2024). Πληροφορίες και ιστορικά δεδομένα για τις τιμές των μετοχών των δύο εταιρειών και την χρηματιστηριακή αγορά αντλούνται από επίσημες ιστοσελίδες οικονομικού περιεχομένου όπως yahoo finance, capital.gr και athex group. Στοιχεία για την οικονομία, τις αποδόσεις και τις μακροοικονομικές προβλέψεις επίσης αντλούνται από επίσημες οικονομικές ιστοσελίδες. Πληροφορίες για τον κλάδο αντλούνται από αρθρογραφία που είναι αναρτημένη σε έγκυρες ιστοσελίδες. Τέλος, στατιστικά στοιχεία του κλάδου αντλούνται από την ιστοσελίδα της Επιτροπής Εποπτείας και Ελέγχου Παιγνίων (ΕΕΕΠ, 2024).

Τα δεδομένα καταχωρούνται σε υπολογιστικά φύλλα excel όπου γίνεται και η επεξεργασία τους, ώστε να προκύψουν τα αποτελέσματα, τα οποία παρουσιάζονται με την μορφή πινάκων και γραφημάτων. Στόχος της παρουσίασης των ποσοτικών δεδομένων είναι για να βοηθήσουν τον αναγνώστη να κατανοήσει την κατάσταση με απλό και τεκμηριωμένο τρόπο. Για αυτό τα δεδομένα θα πρέπει να παρουσιάζονται απλά και μόνο όσα χρειάζονται ώστε να υποστηριχθούν τα ευρήματα της έρευνας. Οι πίνακες διευκολύνουν τις ποσοτικές συγκρίσεις και παρέχουν έναν συνοπτικό, αποτελεσματικό τρόπο παρουσίασης αριθμητικών δεδομένων. Από την άλλη μεριά τα γραφήματα δείχνουν λιγότερες πληροφορίες σε σύγκριση με τους πίνακες και συχνά μόνο κατά προσέγγιση τιμές. Ωστόσο, διαβάζονται και απομνημονεύονται πιο εύκολα από τους πίνακες. Το μεγάλο τους πλεονέκτημα είναι ότι μεταφέρουν ποσοτικές πληροφορίες και συγκρίσεις πιο εύκολα από τους πίνακες (Cooper & Schindler, 2014).

Η χρηματοοικονομική ανάλυση βασίζεται στην ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων. Οι οικονομικές καταστάσεις αποσκοπούν στην παροχή πληροφοριών σχετικά με τους διαθέσιμους πόρους στη διοίκηση, τον τρόπο χρηματοδότησης αυτών των πόρων και το τι πέτυχε η επιχείρηση με αυτούς. Οι ετήσιες εκθέσεις περιλαμβάνουν τρεις απαιτούμενες οικονομικές καταστάσεις: α) τον ισολογισμό, β) την κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων και γ) την κατάσταση ταμειακών ροών. Οι πληροφορίες από τις βασικές οικονομικές καταστάσεις μπορούν να χρησιμοποιηθούν

για τον υπολογισμό χρηματοοικονομικών δεικτών και για την ανάλυση των εργασιών της επιχείρησης ώστε να προσδιοριστεί ποιοι παράγοντες επηρεάζουν τα κέρδη, τις ταμειακές ροές και τα χαρακτηριστικά κινδύνου μιας επιχείρησης (Reilly & Brown, 2012).

Η αποτίμηση των μετοχών των δύο εταιρειών βασίζεται στην θεμελιώδη ανάλυση. Η ουσία στην θεμελιώδη ανάλυση είναι ότι η πραγματική αξία μιας επιχείρησης μπορεί να συσχετιστεί με τα οικονομικά της χαρακτηριστικά (προοπτικές ανάπτυξης, το προφίλ κινδύνου και τις ταμειακές ροές). Οποιαδήποτε απόκλιση προκύπτει από την τιμή που προκύπτει από τη θεμελιώδη ανάλυση με την χρηματιστηριακή τιμή είναι σημάδι ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη. Δύο βασικές προσεγγίσεις για την αποτίμηση με την χρήση της θεμελιώδους ανάλυσης είναι η χρήση μοντέλων προεξόφλησης ταμειακών ροών και χρηματιστηριακού αριθμοδείκτης (πολλαπλασιαστές) (Damodaran, 2012). Περισσότερες πληροφορίες για την έννοια, τις τεχνικές και τον τρόπο εφαρμογής της ανάλυσης χρηματοοικονομικών καταστάσεων και της αποτίμησης παρουσιάζονται στα κεφάλαια 2 και 3.

1.3 Διάρθρωση εργασίας

Η ανάπτυξη της εργασίας για την χρηματοοικονομική ανάλυση και την αποτίμηση των δύο εταιρειών του κλάδου τυχερών παιχνιδιών, ΟΠΑΠ και Intralot, γίνεται σε επτά κεφάλαια. Στο παρόν εισαγωγικό κεφάλαιο έγινε η αναφορά στον σκοπό, την σημασία και την μεθοδολογία της εργασίας. Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύεται η χρησιμότητα και οι εφαρμοζόμενες τεχνικές της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, εστιάζοντας στην χρήση των αριθμοδεικτών για την ανάλυση της ρευστότητας, της δραστηριότητας, της διάρθρωσης κεφαλαίων και της κερδοφορίας. Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται η έννοια και η σημασία της αποτίμησης καθώς και η μεθοδολογία υλοποίησής της, με το μοντέλο προεξόφλησης υπολειμματικών ταμειακών ροών και χρηματιστηριακών δεικτών. Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οικονομικά στοιχεία και προβλέψεις για τον κλάδο και την οικονομία, αλλά και βασικά στοιχεία για τις εταιρείες σχετικά με την ιστορία τους, τις δραστηριότητές τους, τη μετοχική σύνθεση και τις τρέχουσες οικονομικές εξελίξεις. Στο πέμπτο κεφάλαιο ξεχωριστά για τις δύο εταιρείες παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και συγκεκριμένα

η ανάλυση ρευστότητας, κεφαλαιακής διάρθρωσης και η αποδοτικότητα. Στο έκτο κεφάλαιο παρουσιάζονται ανά εταιρεία ο υπολογισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων, οι παραδοχές που λαμβάνονται για την πρόβλεψη και η αποτίμηση με την μέθοδο προεξόφλησης υπολειμματικών ταμειακών ροών. Επίσης, γίνεται η αποτίμηση των δύο μετοχών με την χρήση πολλαπλασιαστών της αγοράς. Τέλος, στο έβδομο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα βασικά συμπεράσματα της έρευνας.

Κεφάλαιο 2: Χρηματοοικονομική Ανάλυση

2.1 Η χρησιμότητα των οικονομικών καταστάσεων

Οι οικονομικές καταστάσεις παρέχουν ιστορικά και τρέχοντα οικονομικά στοιχεία και ταυτόχρονα προσανατολίζουν προς το μέλλον. Ενώ επικεντρώνονται σε προηγούμενες επιδόσεις, παρέχουν και ενδείξεις για τις μελλοντικές επιδόσεις της εταιρείας. Οι λογιστές συλλέγουν οικονομικές πληροφορίες και στη συνέχεια τις κοινοποιούν σε διάφορους ενδιαφερόμενους, όπως επενδυτές, διοίκηση, εργαζόμενους και ανταγωνιστές. Αυτές οι πληροφορίες κοινοποιούνται μέσω των οικονομικών καταστάσεων, συμπεριλαμβανομένων του ισολογισμού, της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης και της κατάστασης ταμειακών ροών. Οι οικονομικές καταστάσεις δείχνουν τη νομισματική αξία των οικονομικών πόρων που βρίσκονται στην κατοχή της εταιρείας και τον τρόπο με τον οποίο αυτοί οι πόροι έχουν χρησιμοποιηθεί για τη δημιουργία αξίας. Επίσης, οι οικονομικές καταστάσεις περιλαμβάνουν σημειώσεις που περιγράφουν τις επιλεγμένες λογιστικές μεθόδους, σημαντικές λογιστικές πολιτικές και άλλες πληροφορίες κρίσιμες για την ερμηνεία των αποτελεσμάτων μιας εταιρείας. Αυτές οι σημειώσεις αποτελούν σημαντικό στοιχείο της αξιολόγησης (Buckle et al., 2016).

Η κάθε μια από τις οικονομικές καταστάσεις προσφέρει διαφορετικές οικονομικές πληροφορίες, αλλά παρόλα αυτά συνδέονται μεταξύ τους. Ο ισολογισμός αντικατοπτρίζει τις οικονομικές συνθήκες σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή, ενώ οι καταστάσεις εσόδων και ταμειακών ροών εξηγούν τι συνέβη μεταξύ δύο χρονικών στιγμών, στα έσοδα και τα έξοδα και τις ταμειακές εισροές και εκροές αντίστοιχα. Έτσι, παρόλο που οι τρεις οικονομικές καταστάσεις εμφανίζουν διαφορετικά είδη πληροφοριών και έχουν διαφορετικούς σκοπούς, όλες σχετίζονται μεταξύ τους και δεν πρέπει να διαβάζονται μεμονωμένα (Buckle et al., 2016). Επιπλέον, ιδιαίτερα σημαντική είναι η εναρμόνιση των λογιστικών και ελεγκτικών πρακτικών που διευκολύνει τη λογιστική - χρηματοοικονομική επικοινωνία μεταξύ των οικονομικών φορέων σε όλο τον κόσμο, γεφυρώνοντας με αυτόν τον τρόπο τα λογιστικά εμπόδια στο δρόμο για την επίτευξη υψηλότερου βαθμού ελευθερίας στην κυκλοφορία αγαθών, υπηρεσιών και κεφαλαίων. Πρωταρχικό καθήκον της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης είναι η δημιουργία οικονομικών αναφορών υψηλής ποιότητας που ενισχύουν την εμπιστοσύνη

των επενδυτών, των πιστωτών και άλλων ενδιαφερομένων, δημιουργώντας έτσι ένα ευνοϊκό κλίμα για επενδυτικές δραστηριότητες και οικονομικές δραστηριότητες γενικότερα. Η παροχή οικονομικών καταστάσεων υψηλής ποιότητας, εκτός από το σεβασμό του επαγγελματικού και νομικού πλαισίου, συνεπάγεται την τήρηση των κανόνων δεοντολογίας, δηλαδή μια ηθική συμπεριφορά από αυτούς που συντάσσουν οικονομικές εκθέσεις. Η λειτουργική αξία των οικονομικών εκθέσεων γίνεται πολύ υψηλότερη εάν εκτός από τις οικονομικές και ιστορικές πληροφορίες, επίσης περιλαμβάνουν μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες, δηλαδή πληροφορίες στραμμένες προς το μέλλον (ή πληροφορίες για το μέλλον) (Lekovic&Arsenovic, 2013).

Για διαφορετικούς χρήστες η έκταση εφαρμογής αλλά και ο προσανατολισμός της ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων εξαρτάται από τον εκάστοτε επιδιωκόμενο στόχο. Έτσι οι οικονομικές καταστάσεις μπορεί να είναι χρήσιμες για διαφορετικά ενδιαφερόμενα μέρη. Οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων μπορεί να είναι φυσικά ή νομικά πρόσωπα και διαχωρίζονται σε δύο κύριες ομάδες, τους εσωτερικούς και τους εξωτερικούς χρήστες. Οι εσωτερικοί χρήστες είναι διευθυντικά στελέχη διαφορετικών βαθμίδων που χρειάζονται την πληροφόρηση από τις οικονομικές καταστάσεις ώστε να λάβουν διοικητικές αποφάσεις. Αυτές οι αποφάσεις ποικίλουν και μπορεί να αφορούν την πιθανότητα μιας συγχώνευσης, την μερισματική πολιτική, την λήψη δανεισμού, αλλά και δομικές αλλαγές στις διάφορες λειτουργικές μονάδες της επιχείρησης. Το εύρος των εξωτερικών χρηστών είναι μεγάλο και σε αυτό περιλαμβάνονται (Osadchy et al., 2018):

- Οι υφιστάμενοι και πιθανοί μέτοχοι της εταιρείας, οι ιδρυτές και επενδυτές.
- Οι υφιστάμενοι και μελλοντικοί δανειστές.
- Νομοθετικά όργανα.
- Προμηθευτές και πελάτες της επιχείρησης.
- Χρηματιστηριακοί φορείς.
- Εμπορικοί και παραγωγικοί σύνδεσμοι και οργανισμοί.
- Εργατικά συνδικάτα.
- Ο εμπορικός και οικονομικός τύπος.
- Το κράτος

Οι οικονομικές καταστάσεις περιέχουν πληροφορίες σχετικά με την οικονομική θέση της εταιρείας, συμπεριλαμβανομένων των κερδών, των ταμειακών ροών, του ενεργητικού, των ιδίων κεφαλαίων και των υποχρεώσεων. Είναι πολύ σημαντικό για το ενδιαφερόμενο μέρος να είναι σε θέση να εντοπίσει τις δυνάμεις και τις αδυναμίες των

οικονομικών της εταιρείας που μπορεί να σχετίζονται με τις δυνατότητες να δώσει μέρισμα και να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις. Η πληροφόρηση για τα οικονομικά μιας εταιρείας είναι πολύ σημαντική γιατί μπορεί να επηρεάσει τη λήψη αποφάσεων από τα ενδιαφερόμενα μέρη (Jaafar et al., 2023).

Η γνώση της προηγούμενης απόδοσης και της τρέχουσας θέσης μιας εταιρείας μπορεί να είναι σημαντική για την εκτίμηση των μελλοντικών της δυνατοτήτων και του σχετικού κινδύνου. Ο κίνδυνος που συνεπάγεται η πραγματοποίηση μιας επένδυσης ή χορήγησης ενός δανείου εξαρτάται από το πόσο εύκολο είναι να προβλεφθεί η μελλοντική κερδοφορία ή ρευστότητα. Σε αντάλλαγμα για την ανάληψη μεγαλύτερου κινδύνου, οι επενδυτές συχνά αναζητούν υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση. Οι πιστωτές που αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο μπορεί να απαιτήσουν υψηλότερο επιτόκιο και μεγαλύτερη βεβαιότητα αποπληρωμής (για παράδειγμα εξασφαλίσεις). Το υψηλότερο επιτόκιο τους αποζημιώνει για την ανάληψη του υψηλότερου κινδύνου (Needles & Powers, 2011).

Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων επιδιώκει να αξιολογήσει την απόδοση της διοίκησης σε πολλούς σημαντικούς τομείς, συμπεριλαμβανομένης της κερδοφορίας, της αποτελεσματικότητας και του κινδύνου. Αν και αναγκαστικά αναλύονται ιστορικά δεδομένα, ο απώτερος στόχος αυτής της ανάλυσης είναι να παρέχει πληροφορίες που θα βοηθήσουν στην πρόβλεψη μελλοντικών επιδόσεων διαχείρισης, συμπεριλαμβανομένων των ισολογισμών, των καταστάσεων αποτελεσμάτων, των ταμειακών ροών και εναλλακτικών μέτρων κινδύνου. Η αναμενόμενη μελλοντική απόδοση της επιχείρησης είναι αυτή που καθορίζει εάν σε μια επιχείρηση θα πρέπει να επενδυθούν ή να δανειστούν χρήματα (Reilly & Brown, 2012). Για να αποκτήσει κάποιος μια εικόνα για την οικονομική απόδοση μιας εταιρείας θα πρέπει να κοιτάξει πέρα από τους μεμονωμένους αριθμούς, στη σχέση μεταξύ των αριθμών και των αλλαγών από τη μια περίοδο στην άλλη. Τα εργαλεία της χρηματοοικονομικής ανάλυσης οριζόντια ανάλυση, κάθετη ανάλυση και ανάλυση αριθμοδεικτών προορίζονται να δείξουν αυτές τις σχέσεις και τις αλλαγές (Needles & Powers, 2011). Με την ανάλυση χρονοσειρών εξετάζεται η σχετική απόδοση με την πάροδο του χρόνου, στοιχείο ιδιαίτερα χρήσιμο για την εκτίμηση της μελλοντικής απόδοσης (Reilly & Brown, 2012).

2.2 Τεχνικές και εργαλεία ανάλυσης οικονομικών καταστάσεων

2.2.1 Κάθετη ανάλυση

Η κάθετη ανάλυση δείχνει πώς τα διάφορα στοιχεία μιας οικονομικής κατάστασης σχετίζονται με ένα συνολικό ποσό της ίδιας κατάστασης το ίδιο έτος. Το συνολικό ποσό ορίζεται ως το 100% και υπολογίζεται το ποσοστό κάθε στοιχείου επί του συνόλου. Η οικονομική κατάσταση που προκύπτει από την κάθετη ανάλυση και εκφράζεται εξ ολοκλήρου σε ποσοστά, ονομάζεται κατάσταση κοινού μεγέθους. Η κάθετη ανάλυση και οι καταστάσεις κοινού μεγέθους είναι χρήσιμες για τη σύγκριση της σημασίας συγκεκριμένων στοιχείων στη λειτουργία μιας επιχείρησης και για τον εντοπισμό σημαντικών αλλαγών στα στοιχεία από το ένα έτος στο άλλο. Οι καταστάσεις κοινού μεγέθους χρησιμοποιούνται συχνά για συγκρίσεις μεταξύ εταιρειών. Επιτρέπουν στον αναλυτή να συγκρίνει τα λειτουργικά και χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά δύο εταιρειών διαφορετικού μεγέθους στον ίδιο κλάδο. Τέλος, οι καταστάσεις κοινού μεγέθους μπορούν επίσης να χρησιμοποιηθούν για τη σύγκριση εταιρειών που συντάσσουν τις οικονομικές καταστάσεις σε διαφορετικά νομίσματα (Needles & Powers, 2011).

Στοιχείο κοινού μεγέθους = Ποσό στοιχείου το έτος χ / Ποσό συνόλου το έτος $\chi \cdot 100$

2.2.2 Οριζόντια ανάλυση

Για την λήψη πληροφοριών σχετικά με τις αλλαγές από έτος σε έτος, οι αναλυτές χρησιμοποιούν την οριζόντια ανάλυση, στην οποία οι αλλαγές από έτος σε έτος υπολογίζονται τόσο σε ποσά όσο και σε ποσοστά. Η ποσοστιαία μεταβολή σχετίζεται τόσο με το μέγεθος της αλλαγής όσο και με το σχετικό μέγεθος των ποσών. Έτσι, μια μεγάλη ποσοστιαία μεταβολή σε ένα στοιχείο μπορεί να μην επηρεάζει σημαντικά την λειτουργία της επιχείρησης, γιατί η σημασία του συγκεκριμένου στοιχείου μπορεί να είναι μικρή. Αντίθετα, μια μικρότερη ποσοστιαία μεταβολή σε ένα στοιχείο μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην λειτουργία της επιχείρησης, όταν το μέγεθος του

συγκεκριμένου στοιχείου είναι μεγάλο. Η ανάλυση τάσεων είναι μια παραλλαγή της οριζόντιας ανάλυσης. Με αυτό το εργαλείο, ο αναλυτής υπολογίζει τις ποσοστιαίες μεταβολές για αρκετά διαδοχικά έτη αντί για μόνο δύο έτη. Λόγω της μακροπρόθεσμης οπτικής της, η ανάλυση τάσεων μπορεί να επισημάνει βασικές αλλαγές στη φύση μιας επιχείρησης. Η ανάλυση τάσεων χρησιμοποιεί ένα έτος βάσης και οι αλλαγές στα επιμέρους στοιχεία εμφανίζονται ως δείκτες με την πάροδο του χρόνου (Needles & Powers, 2011).

Δείκτης στοιχείου = Ποσό στοιχείου το έτος χ / Ποσό στοιχείου το έτος βάσης*100

2.2.3 Αριθμοδείκτες

Η χρηματοοικονομική ανάλυση περιλαμβάνει τη χρήση πληροφοριών που παρέχονται από τις οικονομικές καταστάσεις καθώς και από άλλες πηγές για τον εντοπισμό κρίσιμων σχέσεων. Αυτές οι σχέσεις μπορεί να μην είναι παρατηρήσιμες μόνο με την ανάγνωση των οικονομικών καταστάσεων. Η χρήση αριθμοδεικτών επιτρέπει στους αναλυτές να τυποποιούν τις χρηματοοικονομικές πληροφορίες και παρέχει ένα πλαίσιο για την πραγματοποίηση ουσιαστικών συγκρίσεων. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές μπορούν να συγκρίνουν εταιρείες διαφορετικών μεγεθών καθώς και την απόδοση της ίδιας εταιρείας σε διαφορετικές χρονικές στιγμές (Buckle et al., 2016).

Η ανάλυση αριθμοδεικτών είναι μια τεχνική αξιολόγησης που προσδιορίζει βασικές σχέσεις μεταξύ των στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων. Οι αριθμοδείκτες είναι χρήσιμα εργαλεία για την αξιολόγηση της οικονομικής θέσης και των λειτουργιών μιας επιχείρησης και μπορεί να αποκαλύψουν τομείς που χρειάζονται περαιτέρω διερεύνηση. Για την ορθή ερμηνεία των αριθμοδεικτών, ο αναλυτής πρέπει να έχει μια γενική κατανόηση της εταιρείας και του περιβάλλοντός της, οικονομικά δεδομένα για αρκετά χρόνια ή για πολλές εταιρείες και κατανόηση των δεδομένων που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών (Needles & Powers, 2011). Επειδή οι κύριες οικονομικές καταστάσεις αναφέρουν πολλά οικονομικά στοιχεία, είναι δυνατό να παραχθεί ένας τεράστιος αριθμός αριθμοδεικτών, πολλοί από τους οποίους πιθανά θα έχουν μικρή αξία. Ως εκ τούτου, η ανάλυση θα πρέπει να επικεντρώνεται στους πιο σχετικούς αριθμοδείκτες που ομαδοποιούνται σε κατηγορίες ώστε να

παρέχουν πληροφορίες για σημαντικά οικονομικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης (Reilly & Brown, 2012).

Η ανάλυση αριθμοδεικτών, αντλώντας στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις μπορεί να καταδείξει τα συγκριτικά πλεονεκτήματα και τις αδυναμίες μιας επιχείρησης. Οι διαφορετικοί αριθμοδείκτες παρέχουν διαφορετική πληροφόρηση και στην χρηματοοικονομική ανάλυση παρέχουν μια γρήγορη ένδειξη της απόδοσης μιας επιχείρησης (Zdravkoski, 2013). Η χρήση των αριθμοδεικτών είναι ευρεία και η προγνωστική τους αξία έχει επισημανθεί από αρκετές έρευνες, ειδικά όσον αφορά τον εντοπισμό οικονομικών δυσκολιών. Οι αριθμοδείκτες δεν χρησιμοποιούνται μόνο στην χρηματοοικονομική ανάλυση, αλλά αποτελούν χρήσιμα εργαλεία και στην οικονομική και επιστημονική ανάλυση. Στην χρηματοοικονομική ανάλυση οι αριθμοδείκτες χρησιμοποιούνται για την ανασυγκρότηση των δεδομένων. Η ερμηνεία τους είναι μια πολύπλευρη διαδικασία και απαιτεί την καλή κατανόηση του τρόπου και των κανόνων προετοιμασίας των οικονομικών καταστάσεων (Suthar, 2018).

2.3 Ανάλυση με την χρήση αριθμοδεικτών

2.3.1 Ανάλυση ρευστότητας

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας είναι μέτρα για την αξιολόγηση της ικανότητας μιας επιχείρησης να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Η διατήρηση μιας βραχυπρόθεσμης ικανότητας πληρωμής είναι κρίσιμη για κάθε οργανισμό καθώς ακόμη και μια κερδοφόρα εταιρεία μπορεί να χρεοκοπήσει εάν δεν τηρηθούν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Κατά την ανάλυση της βραχυπρόθεσμης ικανότητας πληρωμών, υπάρχει μια στενή σχέση μεταξύ των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων και των τρεχουσών υποχρεώσεων που πρέπει να γίνει κατανοητή. Γενικά, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις θα πληρώνονται με μετρητά που δημιουργούνται από κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία (Quesada, 2019). Στην ουσία οι αριθμοδείκτες ρευστότητας συγκρίνουν τις βραχυπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις, όπως πληρωτέους λογαριασμούς με τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία ή τις ταμειακές ροές που θα είναι διαθέσιμες για την κάλυψη αυτών των υποχρεώσεων (Reilly & Brown, 2012). Παρακάτω

παρουσιάζονται οι πιο σημαντικοί αριθμοδείκτες ρευστότητας που βοηθούν στην ανάλυση της βραχυπρόθεσμης ικανότητας πληρωμής μιας επιχείρησης.

- Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας = $\frac{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας εξετάζει τη σχέση μεταξύ κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Ένας υψηλότερος δείκτης υποδηλώνει υψηλότερο επίπεδο ρευστότητας καθώς υπάρχει μεγαλύτερη διαθεσιμότητα άμεσα ρευστοποιήσιμων πόρων για την κάλυψη βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Εάν ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας είναι μεγαλύτερος από 1, το κυκλοφορούν ενεργητικό είναι μεγαλύτερο από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και η εταιρεία φαίνεται να μπορεί να καλύψει τα βραχυπρόθεσμα χρέη της. Επειδή όμως δεν είναι κάθε στοιχείου του κυκλοφορούντος ενεργητικού εύκολα ή γρήγορα μετατρέψιμο σε μετρητά, η τιμή του αριθμοδείκτη που χρησιμοποιείται συχνά ως ελάχιστο επιθυμητό πρότυπο είναι το 2 (Buckle et al., 2016).

- Αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας = $\frac{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}} * 100$

Ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας είναι παρόμοιος με τον αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας, αλλά τα αποθέματα αφαιρούνται. Ο λόγος είναι ότι, σε ορισμένες περιπτώσεις, το απόθεμα θα μπορούσε να κινηθεί τόσο αργά που κινδυνεύει να καταστεί απαρχαιωμένο (Quesada, 2019). Αυτός ο αριθμοδείκτης είναι καλύτερος από τον προηγούμενο για να διαπιστωθεί το τι θα συνέβαινε εάν η εταιρεία έπρεπε να διακανονιστεί με όλους τους πιστωτές της σε σύντομο χρονικό διάστημα. Μια τιμή 1 ή μεγαλύτερη στον αριθμοδείκτη θεωρείται συχνά ως επιθυμητή. Ωστόσο, υψηλές τιμές και στους δύο προαναφερθέντες αριθμοδείκτες δεν είναι απαραίτητα ενδεικτικό μιας εταιρείας χωρίς προβλήματα. Επιπλέον, θα μπορούσε να υποδηλώνει ότι η εταιρεία διατηρεί πάρα πολλά μετρητά και δεν επενδύει σε άλλους πόρους που είναι απαραίτητοι για τη δημιουργία περισσότερων κερδών (Buckle et al., 2016).

- Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας = $\frac{\text{Ταμειακά διαθέσιμα} + \text{Βραχυπρόθεσμες επενδύσεις}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$

Ο πιο αυστηρός αριθμοδείκτης για την μέτρηση της ρευστότητας είναι ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας ο οποίος από τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία

λαμβάνει υπόψη μόνο τα ταμειακά διαθέσιμα και τους βραχυπρόθεσμους εμπορεύσιμους τίτλους (Reilly & Brown, 2012).

2.3.2 Ανάλυση δραστηριότητας

- Μέση περίοδος είσπραξης απαιτήσεων = $(\text{Μέσος όρος απαιτήσεων} * 365) / \text{Πωλήσεις}$

Εκτός από την εξέταση των ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων, είναι χρήσιμο να αναλυθεί η ποιότητα (ρευστότητα) των εισπρακτέων λογαριασμών υπολογίζοντας πόσο συχνά οι απαιτήσεις της επιχείρησης μεταβάλλονται, δηλαδή να υπολογιστεί η μέση περίοδος είσπραξης. Όσο πιο γρήγορα πληρώνονται αυτοί οι λογαριασμοί, τόσο πιο γρήγορα η επιχείρηση παίρνει τα κεφάλαια για να εξοφλήσει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της (Reilly & Brown, 2012).

- Μέση περίοδος ανακύκλωσης αποθεμάτων = $(\text{Μέσος όρος αποθεμάτων} * 365) / \text{Κόστος πωλήσεων}$

Ο αριθμοδείκτης της μέσης περιόδου ανακύκλωσης των αποθεμάτων μετρά τις ημέρες που κατά μέσο όρο εντός ενός έτους χρειάζεται η επιχείρηση για να πωλήσει τα αποθέματά της. Όπως και με τον αριθμοδείκτη μέσης περιόδου είσπραξης των απαιτήσεων έτσι και με τον αριθμοδείκτη μέσης περιόδου ανακύκλωσης των αποθεμάτων μια επιχείρηση δεν επιθυμεί αυτό το διάστημα να είναι μεγάλο. Όσο μεγαλύτερο είναι το διάστημα από την απόκτηση των αποθεμάτων έως την πώλησή τους τόσο περισσότερο καιρό παραμένει δεσμευμένο το κεφάλαιο που έχει στα αποθέματα. Όσο περισσότερο καθυστερεί η ανακύκλωση των αποθεμάτων τόσο περισσότερο αυξάνει και ο κίνδυνος απαξίωσής τους. Από την άλλη μεριά, μια ασυνήθιστα ταχεία ανακύκλωση των αποθεμάτων μπορεί να συνεπάγεται ανεπάρκεια σε αποθέματα, που θα μπορούσε να οδηγήσει σε διακοπές λειτουργίας και αργή παράδοση στους πελάτες, κάτι που τελικά θα είχε αρνητικές επιπτώσεις στις πωλήσεις (Reilly & Brown, 2012).

- Μέση περίοδος πληρωμής προμηθευτών = $(\text{Μέσος όρος υποχρεώσεων σε προμηθευτές} * 365) / \text{Κόστος πωλήσεων}$

Σε αντίθεση με την δέσμευση κεφαλαίου κίνησης σε απαιτήσεις και αποθέματα, μια επιχείρηση δεσμεύει κεφάλαιο (αποκτά έμμεσα κεφάλαιο κίνησης) από τους δικούς της προμηθευτές, με την πίστωση που λαμβάνει από αυτούς για την εξόφληση των υποχρεώσεων (Reilly & Brown, 2012).

- Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού = $\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Μέσος όρος ενεργητικού}}$

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού μετρά την αποτελεσματικότητα χρήσης των συνολικών περιουσιακών στοιχείων (καθαρή αξία) για την δημιουργία πωλήσεων. Επιχειρήσεις σε διαφορετικούς κλάδους παρουσιάζουν σημαντικές αποκλίσεις όσον αφορά τις τιμές του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη.

- Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ιδίων κεφαλαίων = $\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Μέσος όρος ιδίων κεφαλαίων}}$

Σε συνδυασμό με τους προηγούμενους αριθμοδείκτες, χρήσιμο είναι να εξετάζεται και ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας των ιδίων κεφαλαίων. Κατά την αξιολόγηση του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη είναι σημαντικό να λαμβάνονται υπόψη οι δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης, επειδή η επιχείρηση μπορεί να έχει αύξηση (ή μείωση) στον αριθμοδείκτη αυξάνοντας (ή μειώνοντας) το ποσοστό της στο χρέος της (Reilly & Brown, 2012).

2.3.3 Ανάλυση διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας

Οι αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων αποτελούν μέτρα για την αξιολόγηση της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας μιας επιχείρησης και του βαθμού προστασίας των δανειστών της. Η αξιολόγηση της του βαθμού δανεισμού θα πρέπει να γίνεται σε σύγκριση με το συνολικό μέγεθος της επιχείρησης ή σε σχέση με το ύψος των ιδίων κεφαλαίων. Ένα μεγάλο μέρος του χρέους στη διάρθρωση του κεφαλαίου αυξάνει τον κίνδυνο μη εκπλήρωσης της υποχρέωσης πληρωμής κεφαλαίου ή των τόκων, επειδή η εταιρεία ενδέχεται να μην παράγει αρκετά μετρητά για να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της (Quesada, 2019). Επομένως, υψηλότερα ποσοστά στους αριθμοδείκτες χρέους υποδηλώνουν μεγαλύτερο χρηματοοικονομικό κίνδυνο (Reilly & Brown, 2012).

- Αριθμοδείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια = $\text{Χρέος} / \text{Ίδια Κεφάλαια}$

Αυτός ο αριθμοδείκτης μετρά πόσο χρέος έχει η εταιρεία σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια. Συνήθως, το εξεταζόμενο χρέος είναι μόνο το τοκοφόρο χρέος, συμπεριλαμβανομένου του βραχυπρόθεσμου δανεισμού, του τμήματος του μακροπρόθεσμου χρέους που οφείλεται εντός της περιόδου αναφοράς και του μακροπρόθεσμου χρέους. Δεν περιλαμβάνει πληρωτέους λογαριασμούς και δεδουλευμένα έξοδα που δεν απαιτούν πληρωμή τόκων (Buckle et al., 2016).

- Αριθμοδείκτης μακροπρόθεσμου χρέους προς συνολικά κεφάλαια = $\text{Μακροπρόθεσμο χρέος} / (\text{Μακροπρόθεσμο χρέος} + \text{Ίδια Κεφάλαια})$

Ο αριθμοδείκτης του μακροπρόθεσμου χρέους προς το σύνολο του κεφαλαίου δείχνει το ποσοστό του μακροπρόθεσμου κεφαλαίου που προέρχεται από το μακροπρόθεσμο χρέος. Και πάλι στον υπολογισμό του χρέους λαμβάνονται υπόψη οι τοκοφόρες μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις συμπεριλαμβανομένων και των υποχρεώσεων σε μισθώσεις (Reilly & Brown, 2012).

- Αριθμοδείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης ή Πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων = $\text{Ενεργητικό} / \text{Ίδια Κεφάλαια}$

Ο πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων μετρά το ποσό των συνολικών περιουσιακών στοιχείων που υποστηρίζονται από μία νομισματική μονάδα ιδίων κεφαλαίων. Όσο μεγαλύτερη είναι η αξία των περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια, τόσο περισσότερο χρέος χρησιμοποιείται για την χρηματοδότησή τους. Μια εταιρεία με χαμηλή οικονομική μόχλευση ή πολλαπλασιαστή ιδίων κεφαλαίων είναι μια εταιρεία που χρηματοδοτείται κυρίως από ίδια κεφάλαια (Buckle et al., 2016).

Εκτός από τους αριθμοδείκτες που υποδεικνύουν την αναλογία του χρέους στον ισολογισμό, θα πρέπει να εξετάζονται και οι αριθμοδείκτες που σχετίζονται με τις ροές των κερδών ή τις ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες για την κάλυψη των απαιτούμενων πληρωμών τόκων και μισθωμάτων. Ένας υψηλότερος λόγος διαθέσιμων κερδών ή ταμειακών ροών σε σχέση με τις πάγιες χρηματοοικονομικές επιβαρύνσεις υποδηλώνει χαμηλότερο χρηματοοικονομικό κίνδυνο (Reilly & Brown, 2012).

- Αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων = $\text{Λειτουργικά κέρδη} / \text{Έξοδα τόκων}$

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές κερδίζονται οι επιβαρύνσεις από τους τόκους από τα λειτουργικά κέρδη που παράγει η επιχείρηση και είναι διαθέσιμα για την πληρωμή αυτών των τόκων.

- Αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων από τις ταμειακές ροές = Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες / Έξοδα τόκων

Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ο ίδιος με τον προηγούμενο με την διαφορά ότι δεν λαμβάνονται υπόψη τα λειτουργικά κέρδη αλλά οι καθαρές ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης, από την κατάσταση ταμειακών ροών (Reilly & Brown, 2012).

2.3.4 Ανάλυση αποδοτικότητας και κερδοφορίας

Για την ανάλυση της κερδοφορίας υπάρχουν δύο προσεγγίσεις: α) η εξέταση των ποσοστών κέρδους επί των πωλήσεων και β) η απόδοση των χρησιμοποιούμενων κεφαλαίων. Η ανάλυση της κερδοφορίας των πωλήσεων συνεπάγεται στην πραγματικότητα διάφορα περιθώρια κέρδους που λαμβάνουν υπόψη διάφορες κατηγορίες εξόδων. Αυτά τα περιθώρια παρέχουν σημαντικές πληροφορίες σχετικά με το τελικό περιθώριο καθαρού κέρδους. Έτσι, εάν προσδιορίσουμε ότι μια επιχείρηση έχει παρουσιάσει σημαντική αύξηση ή μείωση στο καθαρό περιθώριο κέρδους της, η ανάλυση των περιθωρίων κέρδους των συνιστωσών θα βοηθήσει στον προσδιορισμό συγκεκριμένων αιτιών που προκάλεσαν αυτή την αλλαγή (Reilly & Brown, 2012).

- Αριθμοδείκτης περιθωρίου καθαρού κέρδους = Καθαρά κέρδη (εξαιρώντας ασυνήθη κέρδη/ζημιές) / Πωλήσεις

Ο αριθμοδείκτης αυτός θα πρέπει να υπολογίζεται χρησιμοποιώντας τις πωλήσεις και τα κέρδη από συνεχιζόμενες δραστηριότητες, επειδή η ανάλυση επιδιώκει να αντλήσει πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές προσδοκίες. Επομένως, δεν θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κέρδη ή ζημιές από τις διακοπείσες δραστηριότητες ή έκτακτα γεγονότα (Reilly & Brown, 2012).

- Αριθμοδείκτης περιθωρίου λειτουργικού κέρδους = Λειτουργικά Κέρδη / Πωλήσεις

Η μεταβλητότητα του περιθωρίου λειτουργικού κέρδους με την πάροδο του χρόνου είναι ένας δείκτης του επιχειρηματικού κινδύνου για μια επιχείρηση. Επίσης ο οποία αστάθεια στον αριθμοδείκτη θα πρέπει να συγκρίνεται με τη μεταβλητότητα του αριθμοδείκτη για τους ανταγωνιστές και τον κλάδο.

- Αριθμοδείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους = Μικτά κέρδη / Πωλήσεις

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης υποδεικνύει τη βασική δομή κόστους της επιχείρησης και από την διαχρονική του ανάλυση αποκαλύπτονται μεταβολές στη σχέση κόστους – τιμής. Τα περιθώρια μικτού κέρδους θα πρέπει να αξιολογούνται με τα αντίστοιχα ανταγωνιστών και κλάδου (Reilly & Brown, 2012).

- Απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων = (Καθαρά κέρδη + Χρηματοοικονομικά έξοδα) / (Μέσος όρος συνολικά επενδυμένων κεφαλαίων)

Ο αριθμοδείκτης απόδοσης του συνολικού επενδυμένου κεφαλαίου συσχετίζει τα κέρδη της επιχείρησης με όλο το επενδυμένο κεφάλαιο σε αυτή (χρέος, προνομιούχες μετοχές και κοινές μετοχές). Ως εκ τούτου, το ποσό κερδών που χρησιμοποιείται είναι το καθαρό εισόδημα από συνεχιζόμενες δραστηριότητες (πριν από τυχόν μερίσματα) συν τους τόκους που καταβλήθηκαν επί του χρέους. Ενώ μπορεί να υπάρχει μια τάση εξίσωσης του συνολικού κεφαλαίου με το σύνολο του ενεργητικού, κάποιιοι αναλυτές διαφοροποιούνται λόγω του όρου επενδυμένο κεφάλαιο, ο οποίος δεν περιλαμβάνει άτοκες υποχρεώσεις όπως εμπορικούς πληρωτέους λογαριασμούς, δεδουλευμένα έξοδα, πληρωτέους φόρους εισοδήματος και αναβαλλόμενο φόρο εισοδήματος. Αντίθετα, το βραχυπρόθεσμο χρέος όπως ο τραπεζικός δανεισμός και οι πληρωμές κεφαλαίου που οφείλονται σε μακροπρόθεσμο χρέος είναι τοκοφόρα και θεωρούνται ως επενδυμένο κεφάλαιο (Reilly & Brown, 2012).

- Απόδοση ιδίων κεφαλαίων = Καθαρά κέρδη / Μέσος όρος ιδίων κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων είναι εξαιρετικά σημαντικός για τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης (τους κοινούς μετόχους) επειδή υποδεικνύει το ποσοστό απόδοσης που έχει κερδίσει η διοίκηση επί του κεφαλαίου που παρέχεται από τους μετόχους, μετά την αφαίρεση όλων των πληρωμών που έχουν γίνει στους άλλους προμηθευτές κεφαλαίων (Reilly & Brown, 2012).

Κεφάλαιο 3: Αποτίμηση

3.1 Η έννοια και η σημασία της αποτίμησης

Μια υγιής επένδυση συνεπάγεται ότι ένας επενδυτής δεν πληρώνει για ένα περιουσιακό στοιχείο περισσότερο από όσο αξίζει. Ενώ αυτή η δήλωση φαίνεται λογική στην πράξη δεν ισχύει πάντα. Τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία αποκτώνται για τις ταμιακές ροές που αναμένονται γι' αυτά. Κατά συνέπεια, οι αντιλήψεις για την αξία πρέπει να υποστηρίζονται από την πραγματικότητα, η οποία συνεπάγεται ότι η τιμή που καταβάλλεται για οποιοδήποτε περιουσιακό στοιχείο πρέπει να αντισταθμίζει τις ταμιακές ροές που αναμένεται να δημιουργήσει (Damodaran, 2012).

Ακόμα και έπειτα από μια προσεκτική και λεπτομερή αποτίμηση υπάρχει αβεβαιότητα για το τελικό αποτέλεσμα, καθώς αυτό είναι απόρροια συγκεκριμένων υποθέσεων που λαμβάνονται για την επιχείρηση και την οικονομία. Συνεπώς δεν είναι ρεαλιστικό να απαιτείται απόλυτη ακρίβεια στην αποτίμηση. Πιθανές αποκλίσεις μπορεί να προκύψουν από διάφορους παράγοντες, όπως το εύλογο περιθώριο λάθους των αναλυτών, την φύση και την ηλικία των αποτιμώμενων εταιρειών, τον βαθμό αστάθειας στον κλάδο και την οικονομία. Για παράδειγμα, οι ώριμες επιχειρήσεις τείνουν να αποτιμώνται ευκολότερα από τις αναπτυσσόμενες εταιρείες (Damodaran, 2012).

Η αποτίμηση είναι χρήσιμη σε ένα ευρύ φάσμα εργασιών. Ο ρόλος της ωστόσο είναι διαφορετικός σε διαφορετικούς τομείς. Η αποτίμηση είναι σημαντικό κομμάτι στη θεμελιώδη ανάλυση και μερικοί αναλυτές χρησιμοποιούν μοντέλα προεξοφλημένων ταμιακών ροών για την αποτίμηση των επιχειρήσεων, ενώ άλλοι χρησιμοποιούν πολλαπλασιαστές όπως οι αριθμοδείκτες τιμής/κέρδους και τιμής/λογιστικής αξίας των μετοχών. Όταν ο στόχος είναι η μεγιστοποίηση της εταιρικής αξίας θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η σχέση μεταξύ των οικονομικών αποφάσεων, της εταιρικής στρατηγικής και της εταιρικής αξίας. Η αξία μιας επιχείρησης μπορεί να σχετίζεται άμεσα με τις αποφάσεις που λαμβάνει σχετικά με τα έργα που αναλαμβάνει, τον τρόπο με τον οποίο τα χρηματοδοτεί και τη μερισματική πολιτική της. Η κατανόηση αυτής της σχέσης είναι το κλειδί για τη λήψη αποφάσεων που αυξάνουν την αξία και για τη λογική χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση (Damodaran, 2012).

3.2 Η σημασία του κόστους κεφαλαίου στην αποτίμηση

Στα χρηματοοικονομικά ο κίνδυνος αναφέρεται στην πιθανότητα η απόδοση μιας επένδυσης να είναι διαφορετική από την αναμενόμενη. Έτσι, ο κίνδυνος περιλαμβάνει όχι μόνο τις κακές εκβάσεις (αποδόσεις που είναι χαμηλότερες από τις αναμενόμενες), αλλά και τις καλές εκβάσεις (αποδόσεις που είναι υψηλότερες από τις αναμενόμενες). Αυτό που κάνει τη μέτρηση του κινδύνου και της αναμενόμενης απόδοσης τόσο προκλητική είναι ότι μπορεί να ποικίλλει ανάλογα με την οπτική που υιοθετείται. Οι μέτοχοι μιας επιχείρησης μπορεί να αντιλαμβάνονται τον κίνδυνο στην επιχείρηση πολύ διαφορετικά από τους διευθυντές της επιχείρησης. Στην αποτίμηση ο κίνδυνος πρέπει να γίνεται αντιληπτός μέσα από τα μάτια των επενδυτών στην επιχείρηση (Damodaran, 2012).

Το κόστος κεφαλαίου είναι το αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης που απαιτεί η αγορά για να προσελκύσει κεφάλαια σε μια συγκεκριμένη επένδυση. Εναλλακτικά το κόστος κεφαλαίου είναι ένα κόστος ευκαιρίας και είναι μια από τις πιο σημαντικές έννοιες στη χρηματοδότηση. Το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου είναι ίσο με την απόδοση που θα μπορούσε να είχε κερδίσει από εναλλακτικές επενδύσεις σε παρόμοια επίπεδο κινδύνου και ρευστότητας. Το κόστος κεφαλαίου μπορεί να περιγραφεί με απλούς όρους ως η αναμενόμενη απόδοση κατάλληλη για το αναμενόμενο επίπεδο κινδύνου. Τέλος, το κόστος του κεφαλαίου ονομάζεται επίσης προεξοφλητικό επιτόκιο, η αναμενόμενη απόδοση ή η απαιτούμενη απόδοση (Harringtonetal., 2021).

Η ανάλυση των δυνατοτήτων ανάπτυξης μιας επιχείρησης είναι σημαντική τόσο για τους δανειστές όσο και για τους ιδιοκτήτες. Για τους ιδιοκτήτες η αξία της επιχείρησης εξαρτάται από τη μελλοντική της ανάπτυξη στα κέρδη, τις ταμειακές ροές και τα μερίσματα. Επίσης το ενδιαφέρον για την δυναμική ανάπτυξης της επιχείρησης είναι μεγάλο και για τους πιστωτές, επειδή η μελλοντική επιτυχία της εταιρείας είναι ο κύριος καθοριστικός παράγοντας της ικανότητάς της να πληρώνει τις υποχρεώσεις της και η μελλοντική επιτυχία της επιχείρησης επηρεάζεται από την ανάπτυξή της. Η ανάπτυξη των επιχειρήσεων, όπως και η ανάπτυξη σε κάθε οικονομικής οντότητας, συμπεριλαμβανομένης της συνολικής οικονομίας, εξαρτάται από: α) το ποσό των πόρων που διατηρούνται και επανεπενδύονται και β) το ποσοστό απόδοσης που αποκτήθηκε. Όταν στην αποτίμηση χρησιμοποιούνται οι αναμενόμενες ταμειακές ροές

δύο σημαντικές παράμετροι είναι ο ρυθμός και η διάρκεια ανάπτυξής τους και το ποσοστό προεξόφλησης (κόστος κεφαλαίου) (Reilly & Brown, 2012).

Υπάρχουν διάφορα μοντέλα για την μέτρηση του κινδύνου. Σε όλα τα μοντέλα, τα μέτρα κινδύνου χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της αναμενόμενης απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων. Αυτή η αναμενόμενη απόδοση μπορεί να θεωρηθεί το κόστος των ιδίων κεφαλαίων για μια εταιρεία. Στις επενδύσεις με κίνδυνο αθέτησης, ο κίνδυνος μετράται με την πιθανότητα να μην ικανοποιηθούν οι οφειλόμενες ταμειακές ροές. Οι επενδύσεις με υψηλότερο κίνδυνο αθέτησης θα πρέπει να έχουν υψηλότερα επιτόκια και το ασφάλιστρο που απαιτείται έναντι ενός επιτοκίου χωρίς κίνδυνο είναι το περιθώριο αθέτησης. Ακόμη και αν δεν υπάρχουν αξιολογήσεις για τον κίνδυνο από οργανισμούς αξιολόγησης, τα επιτόκια περιλαμβάνουν ένα περιθώριο αθέτησης που αντικατοπτρίζει τις εκτιμήσεις των δανειστών για τον κίνδυνο αθέτησης. Αυτά τα προσαρμοσμένα ως προς τον κίνδυνο αθέτησης επιτόκια αντιπροσωπεύουν το κόστος δανεισμού ή χρέους για μια επιχείρηση (Damodaran, 2012).

3.3 Μοντέλο προεξόφλησης υπολειμματικών ταμειακών ροών

Ένας τρόπος για την αξιολόγηση μιας εταιρείας είναι να εξεταστούν οι προηγούμενες επιδόσεις της. Βασική σύνοψη των προηγούμενων επιδόσεων προκύπτει από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας, οι οποίες υποδεικνύουν, μεταξύ άλλων, πόσο επιτυχημένη ήταν η εταιρεία στη δημιουργία κέρδους για την αποπληρωμή δανειστών ή την επιβράβευση των επενδυτών. Οι εταιρείες λαμβάνουν κεφάλαια από επενδυτές είτε από την πώληση χρεογράφων (ομολογιών) είτε από την πώληση μετοχικών τίτλων. Η αξία του χρέους και των μετοχικών τίτλων εξαρτάται από τη μελλοντική επιτυχία μαζί με την ικανότητα αποπληρωμής του χρέους και την δημιουργία αποδόσεων για τους μετόχους ώστε να αντισταθμιστούν οι κίνδυνοι που αναλαμβάνουν (Buckleetal., 2016). Για τον υπολογισμό των μετρητών που μπορεί να αντέξει μια επιχείρηση να επιστρέψει στους μετόχους της, η ανάλυση ξεκινά με το καθαρό εισόδημα, το λογιστικό κέρδος των μετόχων κατά τη διάρκεια της περιόδου, το οποίο μετατρέπεται σε ταμειακή ροή αφαιρώντας τις ανάγκες επανεπένδυσης μιας επιχείρησης. Τα βήματα για τον υπολογισμό των υπολειμματικών ταμειακών ροών είναι (Damodaran, 2012):

- Πρώτον από τα καθαρά έσοδα αφαιρούνται τυχόν κεφαλαιουχικές δαπάνες. Οι αποσβέσεις και οι απομειώσεις, από την άλλη πλευρά, προστίθενται ξανά επειδή είναι λογιστικά αλλά όχι ταμειακά έξοδα. Η διαφορά μεταξύ κεφαλαιουχικών δαπανών και αποσβέσεων (καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες) είναι συνήθως συνάρτηση των χαρακτηριστικών ανάπτυξης της επιχείρησης. Οι εταιρείες υψηλής ανάπτυξης τείνουν να έχουν υψηλές καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες σε σχέση με τα κέρδη, ενώ οι εταιρείες χαμηλής ανάπτυξης μπορεί να έχουν χαμηλές, και μερικές φορές ακόμη και αρνητικές, καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες.
- Δεύτερον, οι αυξήσεις στο κεφάλαιο κίνησης μειώνουν τις ταμειακές ροές μιας επιχείρησης, ενώ οι μειώσεις στο κεφάλαιο κίνησης αυξάνουν τις ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες στους μετόχους. Οι επιχειρήσεις που αναπτύσσονται γρήγορα, σε κλάδους με υψηλές απαιτήσεις σε κεφάλαιο κίνησης (για παράδειγμα, λιανικό εμπόριο), έχουν συνήθως μεγάλες αυξήσεις στο κεφάλαιο κίνησης. Δεδομένου ότι το ενδιαφέρον εστιάζει στις επιπτώσεις των ταμειακών ροών, εξετάζονται μόνο οι αλλαγές στο κεφάλαιο κίνησης.
- Τέλος, θα πρέπει επίσης να εξετάζεται η επίδραση των μεταβολών στα επίπεδα του χρέους στις ταμειακές ροές της επιχείρησης. Η αποπληρωμή του κεφαλαίου του υφιστάμενου χρέους αντιπροσωπεύει μια ταμειακή εκροή, αλλά η αποπληρωμή του χρέους μπορεί να χρηματοδοτηθεί πλήρως ή εν μέρει από την έκδοση νέου χρέους, που είναι μια ταμειακή εισροή. Και πάλι, ο συμψηφισμός της αποπληρωμής του παλαιού χρέους με τις νέες εκδόσεις χρέους αποτελεί ένα μέτρο των επιπτώσεων των αλλαγών στο χρέος στις ταμειακές ροές.
Συνοψίζοντας η αποτίμηση των μετοχών με την μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών προς τους μετόχους γίνεται ως εξής:

Υπολειμματικές ταμειακές ροές ιδίων κεφαλαίων =

Καθαρά κέρδη – (Κεφαλαιουχικές δαπάνες – Αποσβέσεις)

(-) Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης

(+) Μεταβολή μεταξύ νέο-εκδοθέντος χρέους και αποπληρωμής παλαιού χρέους

Οι υπολειμματικές ταμειακές ροές προς τα ίδια κεφάλαια, όπως τα μερίσματα, είναι ταμειακές ροές προς τους μετόχους και μπορεί να χρησιμοποιηθεί η ίδια προσέγγιση για τον υπολογισμό του ρυθμού αύξησης. Όταν αλλάζουν τα χαρακτηριστικά και οι προοπτικές ανάπτυξης μιας επιχείρησης αλλάζουν και τα χαρακτηριστικά του κινδύνου της. Για παράδειγμα έχει επιβεβαιωθεί εμπειρικά ότι καθώς μειώνεται ο ρυθμός ανάπτυξης μιας επιχείρησης (για ώριμες και πιο διαφοροποιημένες επιχειρήσεις) μεταβάλλεται και ο συντελεστής βήτα της επιχείρησης ο οποίος μακροπρόθεσμα τείνει

να πλησιάζει το ένα, δηλαδή τον κίνδυνο της αγοράς (Damodaran, 2012). Με βάση τα παραπάνω η αποτίμηση μιας μετοχής γίνεται ως εξής (Reilly & Brown, 2012):

$$V_j = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

Όπου:

V_j = η αξία της μετοχής j

CF_t = οι υπολειμματικές ταμειακές ροές προς τους μετόχους το έτος t

k = το προεξοφλητικό επιτόκιο που ισούται με το κόστος ιδίων κεφαλαίων και εκφράζει την απαιτούμενη απόδοση (μετρούμενη με το υπόδειγμα CAPM)

3.4 Αποτίμηση με βάση χρηματιστηριακούς δείκτες – Σχετική αποτίμηση

Με τα μοντέλα αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών ένα πιθανό πρόβλημα είναι ότι είναι δυνατό να εξαχθούν εγγενείς αξίες που είναι σημαντικά πάνω ή κάτω από τις επικρατούσες τιμές ανάλογα με τον τρόπο με τον οποίο προσαρμόζονται οι εκτιμώμενες εισροές στο εκάστοτε περιβάλλον. Ένα πλεονέκτημα των τεχνικών σχετικής αποτίμησης είναι ότι παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο η αγορά αποτιμά μια δεδομένη στιγμή τις μετοχές (Reilly & Brown, 2012) και είναι πολύ εύκολες στην χρήση (Damodaran, 2012). Το πρόβλημα με την συγκριτική αποτίμηση είναι ότι παρέχει πληροφορίες για την τρέχουσα αποτίμηση, χωρίς να εξετάζεται αν τη δεδομένη στιγμή οι τιμές στην αγορά είναι οι κατάλληλες (δηλαδή αν είναι πολύ υψηλές ή πολύ χαμηλές). Οι τεχνικές σχετικής αποτίμησης είναι σκόπιμο να λαμβάνονται υπόψη υπό δύο προϋποθέσεις (Reilly & Brown, 2012):

1. Όταν υπάρχει ένα καλό σύνολο συγκρίσιμων οντοτήτων, δηλαδή οι συγκρίσιμες εταιρείες να είναι παρόμοιες ως προς τον κλάδο, το μέγεθος και κατά το δυνατό ως προς τον κίνδυνο.
2. Η συνολική αγορά και ο κλάδος της εταιρείας δεν βρίσκονται σε ακραία αποτίμηση, δηλαδή δεν είναι είτε σοβαρά υποτιμημένοι είτε σοβαρά υπερτιμημένοι.

Στη σχετική αποτίμηση η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου υπολογίζεται εξετάζοντας πώς τιμολογούνται παρόμοια περιουσιακά στοιχεία. Για να γίνει αυτή τη σύγκριση, οι τιμές μετατρέπονται σε πολλαπλασιαστές και έπειτα αυτά τα πολλαπλάσια εφαρμόζονται σε εταιρείες που θεωρούνται συγκρίσιμες. Οι πολλαπλασιαστές μπορεί να σχετίζονται με τα κέρδη, τα έσοδα ή την λογιστική αξία και συνεπώς είναι συνάρτηση των ίδιων τριών μεταβλητών: του κινδύνου, της ανάπτυξης και της δυνατότητας δημιουργίας ταμειακών ροών. Διαισθητικά, λοιπόν, οι εταιρείες με υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης, μικρότερο κίνδυνο και μεγαλύτερες δυνατότητες δημιουργίας ταμειακών ροών θα πρέπει να συναλλάσσονται στην αγορά με υψηλότερους επενδυτικούς αριθμοδείκτες από τις εταιρείες με χαμηλότερη ανάπτυξη, υψηλότερο κίνδυνο και λιγότερες δυνατότητες δημιουργίας ταμειακών ροών (Damodaran, 2012).

- Αριθμοδείκτης τιμής προς κέρδη = Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής / Καθαρά κέρδη ανά μετοχή

Εάν ο αριθμοδείκτης τιμής προς κέρδη είναι υψηλότερος για μια εταιρεία σε σύγκριση με μια άλλη στον ίδιο κλάδο, μπορεί να σημαίνει ότι οι επενδυτές πιστεύουν ότι η εταιρεία με τον υψηλότερο αριθμοδείκτη έχει ισχυρότερο δυναμικό ανάπτυξης. Εναλλακτικά, η εταιρεία με τη χαμηλότερη τιμή στον αριθμοδείκτη μπορεί να είναι υποτιμημένη από την αγορά (Buckle et al., 2016).

- Αριθμοδείκτης τιμής προς λογιστική αξία = Χρηματιστική τιμή μετοχής / Λογιστική αξία μετοχής (ίδια κεφάλαια προς αριθμό μετοχών σε κυκλοφορία)

Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων αντικατοπτρίζει κυρίως το ιστορικό κόστος και μετρά το ποσό που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι στην εταιρεία κατά τη διάρκεια της ζωής της. Ένας λόγος μεγαλύτερος από 1 δείχνει ότι οι επενδυτές πιστεύουν ότι η εταιρεία αξίζει μακροπρόθεσμα περισσότερο από το ποσό που έχουν επενδύσει σε αυτήν οι μέτοχοι. Με άλλα λόγια, η διοίκηση της εταιρείας έχει δημιουργήσει αξία για τους μετόχους μεγαλύτερη από την αρχική επένδυσή τους. Ένας λόγος μικρότερος από 1 είναι ένδειξη ότι οι διευθυντές της εταιρείας έχουν μειώσει αυτήν την αξία (Buckle et al., 2016).

Κεφάλαιο 4: Παρουσίαση κλάδου και εταιρειών

4.1 Ο κλάδος

Τα τυχερά παίγνια ορίζονται τα παιχνίδια των οποίων το αποτέλεσμα συνολικά ή εν μέρει εξαρτάται από την τύχη και αποδίδουν στον παίκτη οικονομικό όφελος. Τα τυχερά παίγνια στηρίζονται στις πιθανότητες και το αποτέλεσμα σε μεγάλο βαθμό καθορίζεται από την τύχη. Από το δεύτερο μισό του 20^{ου} αιώνα και έως και σήμερα η αγορά των τυχερών παιγνίων αναπτύσσεται ραγδαία παγκοσμίως. Βασική διάκριση στην αγορά υπάρχει μεταξύ των παιχνιδιών που διεξάγονται εκτός διαδικτύου (offline), όπως στα καζίνο, πρακτορεία, κλπ και τα παιχνίδια που διεξάγονται διαδικτυακά (online). Τα τελευταία χρόνια μια ακόμα κατηγορία που αναπτύσσεται ραγδαία (υποκατηγορία των διαδικτυακών παιχνιδιών) είναι τα social games, τα οποία διεξάγονται μέσω των portals κοινωνικής δικτύωσης (ΕΕΕΠ, 2024). Στην Ελλάδα τα επίγεια παίγνια διέπονται από δικαιώματα αποκλειστικότητας που έχουν παραχωρηθεί από την πολιτεία, ενώ τα διαδικτυακά τελούν σε καθεστώς ελεύθερου ανταγωνισμού (ΕΕΕΠ, 2024).

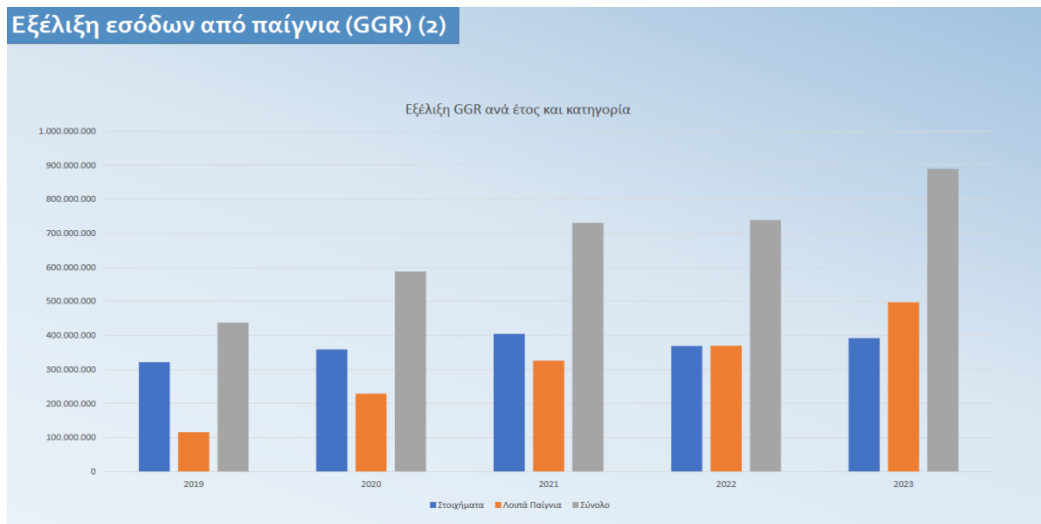
Παγκοσμίως, τα έσοδα προ εισφορών εκτιμώνται σε 300 δις ευρώ ετησίως, εκ των οποίων περίπου το 95% προέρχεται από επίγεια παιχνίδια (εκτός διαδικτύου). Ωστόσο, η ανάπτυξη των διαδικτυακών μέσων στην αγορά είναι ταχεία (ΕΕΕΠ, 2024). Την περίοδο 2020-2027 εκτιμάται ότι η μέση ετήσια αύξηση στην παγκόσμια αγορά των τυχερών παιγνίων θα είναι 10,7%, με μεγαλύτερη αύξηση (11,3%) στα διαδικτυακά παιχνίδια (Eser, 2024).

Η ποικιλία των τυχερών παιγνίων είναι μεγάλη σε όλο τον κόσμο και στις περισσότερες χώρες η προσφορά τους γίνεται με την ευθύνη και την εποπτεία του κράτους. Σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης έως σήμερα δεν υπάρχει ενιαία νομοθεσία και το πλαίσιο ρύθμισης των τυχερών παιγνίων γίνεται σε εθνικό επίπεδο από τα κράτη-μέλη. Παρόλα αυτά έχουν εκδοθεί οδηγίες για την ρύθμιση θεμάτων που αφορούν την παροχή των υπηρεσιών, την προστασία των καταναλωτών, την αποτροπή των ανηλίκων, κλπ. Στην Ελλάδα, η ρυθμιζόμενη αγορά των τυχερών παιγνίων είχε σημαντική ανάπτυξη κυρίως την περίοδο 1990-1997, όπου εισήχθησαν νέα παιχνίδια από τον ΟΠΑΠ και την ίδρυση νέων ιδιωτικών καζίνο. Η ανάπτυξη νέων παιχνιδιών και οι θετικοί ρυθμοί ανάπτυξης στην εγχώρια αγορά συνεχίστηκαν έως το

2010 που λόγω της κρίσης υπήρξε σημαντική μείωση στα ακαθάριστα έσοδα. Την περίοδο 2010-2013 οι ρυθμοί μεταβολής στην αγορά ήταν αρνητικοί, ενώ το 2014 υπήρξε οριακή αύξηση. Οι φορείς για την διεξαγωγή τυχερών παιχνιδιών στην Ελλάδα είναι (ΕΕΕΠ, 2024):

- ΟΠΑΠ ΑΕ
- Δέκα καζίνο
- Η εταιρεία Ελληνικά Λαχεία ΑΕ
- Η εταιρεία Ιπποδρομίες ΑΕ
- Δεκαπέντε εταιρείες με άδεια διεξαγωγής τυχερών παιγνίων μέσω διαδικτύου

Διάγραμμα 1: Έσοδα από παίγνια (GGR) Ελλάδα 2019-2023

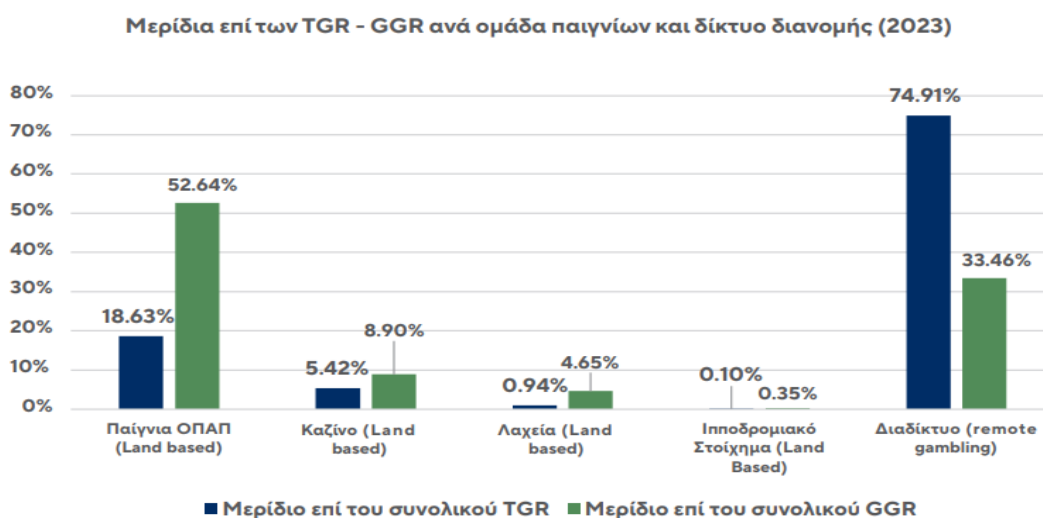


Πηγή: ΕΕΕΠ, 2023, Κρίσιμα Διαχρονικά Μεγέθη Διαδικτυακών Παρόχων Παιγνίων

Την πενταετία 2019-2023 τα συνολικά έσοδα από τυχερά παίγνια σχεδόν διπλασιάστηκαν με μέση ετήσια αύξηση 20%. Η συνολική αύξηση των εσόδων από στοιχήματα την συγκεκριμένη περίοδο ήταν 22%. Η αύξηση όμως των εσόδων από τα λοιπά παίγνια έφθασε στο 328%. Από τα έσοδα προ εισφορών αφαιρούνται οι εισφορές (δικαιώματα δημοσίου), οι οποίες την τελευταία πενταετία υπερδιπλασιάστηκαν φθάνοντας το 2023 τα 311 εκ. ευρώ. Οι συνολικοί φόροι από τα τυχερά παίγνια είχαν αύξηση κατά 225% την πενταετία, καθώς από 167 εκ. αυξήθηκαν σε 541 εκ. ευρώ (Ντζανάτος, 2023). Το 2023 τα συνολικά έσοδα του δημοσίου από την διεξαγωγή των τυχερών παιχνιδιών ανήλθε σε 905,3 εκ. ευρώ. Το 30,82% των συνολικών εσόδων του δημοσίου προήλθε από τον ΟΠΑΠ, το 5,87% από τις επιχειρήσεις καζίνο, το 5,12% από τα Ελληνικά Λαχεία, το 0,22% από τις Ιπποδρομίες και το 57,97% από τις εταιρείες διαδικτυακού στοιχήματος (ΕΕΕΠ, 2024).

Από έρευνα της Kappa Research διαπιστώθηκε ότι το 12% του πληθυσμού παίζει παράνομα τυχερά παίγνια, εκ των οποίων το 42% παίζει και νόμιμα διαδικτυακά παίγνια. Ο βασικότερος λόγος που οι παίκτες ωθούνται στα παράνομα τυχερά παίγνια είναι η υψηλή φορολόγηση η οποία φθάνει στο 70% για τα επίγεια και στο 44% για τα διαδικτυακά (Ντζανάτος, 2023). Ο τζίρος των νόμιμων παιχνιδιών στην Ελλάδα ανέρχεται περίπου σε 16 ευρώ ετησίως (9% του ΑΕΠ) ενώ ο παράνομος σε 15 δις ευρώ (Banking News, 2021). Με βάση τα στοιχεία του 2023 από τον συνολικό τζίρο, το 52,64% γίνεται μέσω των παιχνιδιών του ΟΠΑΠ και το 33,46% από διαδικτυακά παιχνίδια. Όμως με βάση τα καθαρά έσοδα (προ εισφορών) το 18,63% προέρχεται από τον ΟΠΑΠ και το 74,91% από το διαδίκτυο (ΕΕΕΠ, 2024).

Διάγραμμα 2: Μέρη επί του τζίρου και των καθαρών εσόδων ανά ομάδα παιγνίων και δίκτυο διανομής 2023



Πηγή: ΕΕΕΠ, 2024, Έκθεση Πεπραγμένων έτους 2023

Το 2024 στην αγορά των τυχερών παιγνίων υπάρχει αύξηση στον τζίρο του ΟΠΑΠ, των διαδικτυακών εταιρειών και των καζίνο. Αντίθετα, πτώση υπάρχει στον τζίρο των λαχείων και του ιπποδρόμου (Παπαδόπουλος, 2024).

4.2 ΟΠΑΠ

4.2.1 Σύντομο ιστορικό και πληροφορίες

Η εταιρεία ΟΠΑΠ ΑΕ ιδρύθηκε το 1958 ως νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου και με την παρούσα νομική μορφή λειτουργεί από το 1999. Στην Ελλάδα και την Κύπρο η εταιρεία είναι κορυφαία στον κλάδο των τυχερών παιχνιδιών και θεωρείται ως μια από τις πιο καταξιωμένες παγκοσμίως. Η εταιρεία κατέχει περισσότερο από το 70% της ελληνικής αγοράς. Στο τέλος του 2023 στην εταιρεία απασχολούνταν 1.249 άτομα και στον όμιλο ΟΠΑΠ 1.865 άτομα, σχεδόν αποκλειστικά όλοι είναι πλήρους απασχόλησης με συμβάσεις αορίστου χρόνου. Στον όμιλο ΟΠΑΠ εκτός από την μητρική εταιρεία συμμετέχουν δέκα εταιρείες σε Ελλάδα, Κύπρο και Μάλτα (ΟΠΑΠ, 2024).

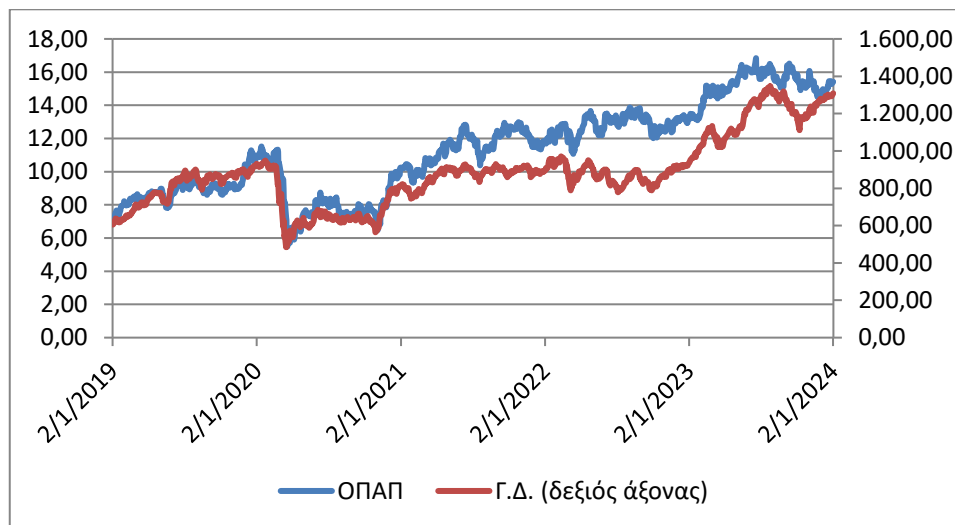
Από το 2000 έως και το 2023 η εταιρεία έχει το αποκλειστικό δικαίωμα διεξαγωγής, διαχείρισης, οργάνωσης και λειτουργίας συγκεκριμένων αριθμολαχείων και επίγειων παιχνιδιών πρόγνωσης αθλητικών γεγονότων (συνολικά 13 επί του παρόντος) και των ιπποδρομιών στην Ελλάδα (ΟΠΑΠ, 2024). Η εταιρεία δραστηριοποιείται επίσης στην αγορά του διαδικτυακού αθλητικού στοιχηματισμού και παιχνιδιών καζίνο ενώ λειτουργεί αποκλειστικά τα λαχεία, τα σκρατς και μηχανήματα παιγνίων (VLTs). Το δίκτυο πωλήσεων της ΟΠΑΠ είναι το μεγαλύτερο στην Ελλάδα, με περισσότερα από 3.150 πρακτορεία που λειτουργούν και ως εμπορικοί αντιπρόσωποι λαμβάνοντας προμήθεια απόδοσης. Επίσης, στην Ελλάδα λειτουργούν περισσότερα από 350 καταστήματα VLTs και η διάθεση των λαχείων και σκρατς γίνεται μέσω περιπτέρων, πλανόδιων πωλητών, συνολικά σε περισσότερα από 8.000 σημεία πώλησης (ΟΠΑΠ, 2024).

4.2.2 Μετοχές και Μετοχική σύνθεση

Οι μετοχές της εταιρείας ΟΠΑΠ εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 2001 και από το 2011 διαπραγματεύονται στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου. Η εταιρεία έχει σε κυκλοφορία 370.062.741 μετοχές (ονομαστικής αξίας 0,30€) των οποίων η

χρηματιστηριακή αξία 2 Ιανουαρίου 2024 ήταν 15,42€ έκαστη. Η συνολική αξία κεφαλαιοποίησης της ΟΠΑΠ ανέρχεται σε 5,6 δις ευρώ (Capital.gr, 2024). Όπως φαίνεται από το διάγραμμα 3, η χρηματιστηριακή πορεία της τιμής της μετοχής ΟΠΑΠ από τις αρχές του 2020 έως και τις αρχές του 2024 είχε σχεδόν ανοδική πορεία. Τους τελευταίους μήνες του 2023 η τιμή της μετοχής παρουσιάζει μια σχετική σταθερότητα. Την περίοδο 2/1/2019 έως 2/1/2024 η τιμή της μετοχής είχε αύξηση κατά 115,01% (Γενικός Δείκτης 116,02%) με ετησιοποιημένη απόδοση 26,02% (Γενικός Δείκτης 26,20%)

Διάγραμμα 3: Τιμές μετοχής ΟΠΑΠ και Γ.Δ. 2019-2023



Πηγή: Ναυτεμπορική, ίδια επεξεργασία

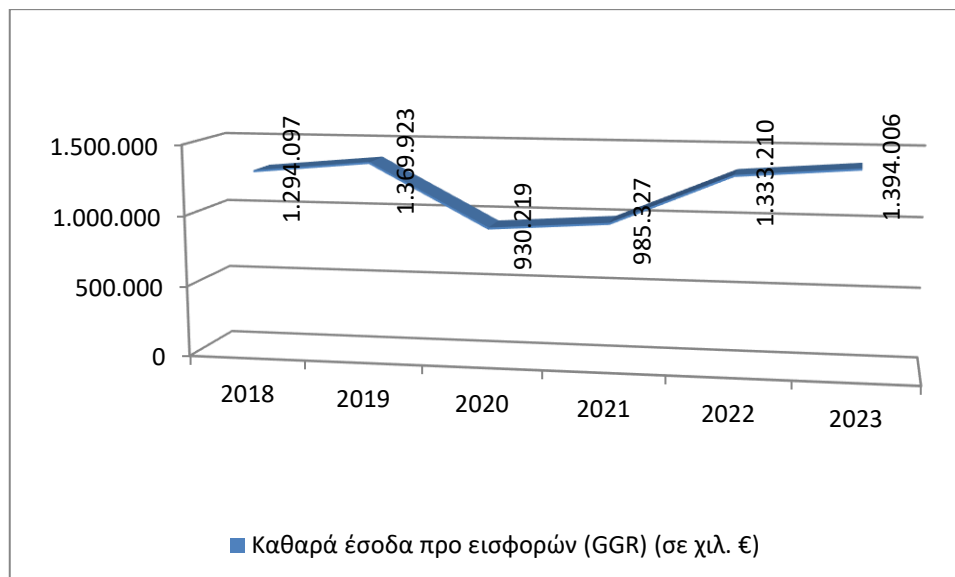
Στο τέλος του 2023 το μετοχικό κεφάλαιο της ΟΠΑΠ κατέχεται από φυσικά και νομικά πρόσωπα. Το 49,82% των μετοχών της εταιρείας διαπραγματεύονται ελεύθερα στην χρηματιστηριακή αγορά. Σημαντική επιρροή στην εταιρεία έχουν οι Allwyn Greece & Cyprus Holdings LTD, που κατέχει το 33,55% των μετοχών και η Allwyn International A.S. που κατέχει το 16,63%. Έτσι το 50,18% κατέχεται, άμεσα και έμμεσα, από την Allwyn International A.S.(πρώην όμιλος Sazka) (ΟΠΑΠ, 2024).

4.2.3 Τρέχουσες οικονομικές εξελίξεις και αποτελέσματα

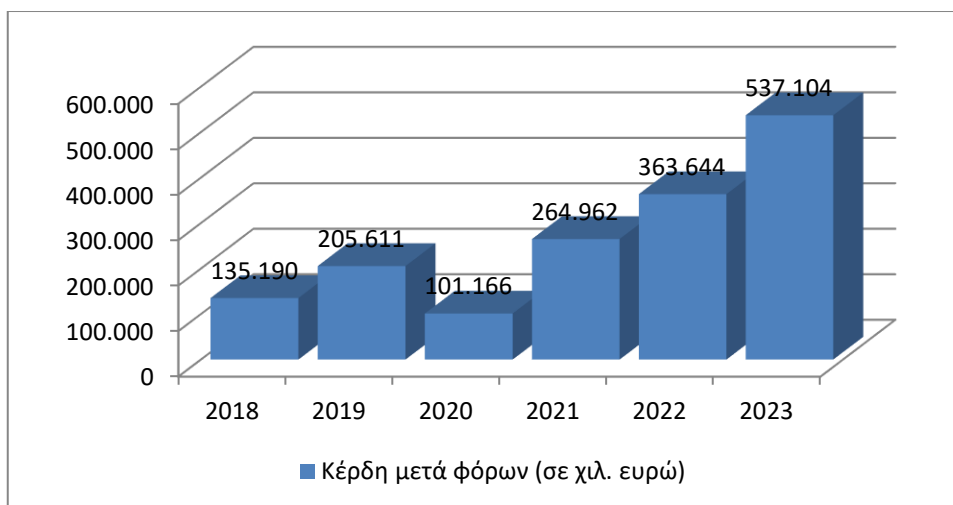
Τα καθαρά έσοδα της εταιρείας το 2020 παρουσίασαν μια σημαντική καμπή. Οι πωλήσεις παρέμειναν σε χαμηλότερα επίπεδα και το 2021. Κατά τη διάρκεια της πανδημίας, αρχικά με το κλείσιμο των καταστημάτων και στην συνέχεια με την

Λειτουργία τους με περιοριστικά μέτρα οι πωλήσεις της εταιρείας επηρεάστηκαν σε μεγάλο βαθμό. Σημαντικό βήμα για την ανάκαμψη των εσόδων και την διατήρηση των αποτελεσμάτων προήλθε από την ενίσχυση των διαδικτυακών παιγνίων (ΟΠΑΠ, 2022). Επίσης, η δραστηριότητα της εταιρείας επηρεάζεται σημαντικά από το ύψος του διαθέσιμου εισοδήματος και της κατανάλωσης, που είναι άρρηκτα συνδεδεμένα με τις μακροοικονομικές εξελίξεις και συγκεκριμένα την εξέλιξη του ΑΕΠ, της ανεργίας, του πληθωρισμού, της φορολόγησης. Αρνητικές εξελίξεις στα παραπάνω οδηγούν σε μείωση της παικτικής δραστηριότητας και στο ύψος της τελικής κατανάλωσης των πελατών (ΟΠΑΠ, 2024). Ωστόσο, όπως φαίνεται από το διάγραμμα 4 τα καθαρά έσοδα της εταιρείας το 2022 ανέκαμψαν σε μεγάλο βαθμό και το 2023 ξεπέρασαν τα επίπεδα του 2019.

Διάγραμμα 4: Καθαρά έσοδα προ εισφορών (GGR) ΟΠΑΠ 2018-2023



Διάγραμμα 5: Καθαρά κέρδη μετά φόρων (σε χιλ. €) ΟΠΑΠ 2018-2023



Μετά την καμπή των καθαρών κερδών το 2020, η ανάκαμψη των καθαρών κερδών φαίνεται να είναι ισχυρότερη από αυτή των εσόδων για την ΟΠΑΠ. Από το 2021 και μετά υπάρχει σταθερή αύξηση των καθαρών κερδών και υψηλότερη των καθαρών κερδών του 2019. Το 2023 τα καθαρά κέρδη της εταιρείας ανήλθαν σε 537.104 χιλιάδες ευρώ.

Σύμφωνα με την μερισματική πολιτική που έχει υιοθετήσει η εταιρεία υπάρχει δέσμευση για την διανομή ελάχιστου μερίσματος 1€ ανά μετοχή ετησίως (ΟΠΑΠ, 2024). Η διάθεση των καθαρών κερδών των τελευταίων ετών για την ΟΠΑΠ είναι:

Πίνακας 1: Μέρισμα ανά μετοχή ΟΠΑΠ 2018-2023

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Προμέρισμα	0,0000	0,0000	0,0000	0,1000	0,3000	1,0018
Τελικό μέρισμα	0,7000	0,3000	0,5500	0,5000	0,7000	0,6000
Συνολικό μέρισμα	0,7000	0,3000	0,5500	0,6000	1,0000	1,6018

Επιπρόσθετα, η εταιρεία διανέμει στους μετόχους ειδικό μέρισμα μέσω της επιστροφής κεφαλαίου (ΟΠΑΠ, 2024).

Κεντρικός πυλώνας για την ανάπτυξη θεωρούνται οι διαδικτυακές δραστηριότητες και για αυτό η εταιρεία επενδύει συνεχώς για τον εμπλουτισμό και την ενίσχυση της αναγνωσιμότητας των προϊόντων της αλλά και την βελτίωση της εμπειρίας του πελάτη. Περαιτέρω ευκαιρίες ανάπτυξης υπάρχουν μέσω των παιχνιδιών κοινωνικής δικτύωσης, της εικονικής πραγματικότητας και της εξατομίκευσης των εμπειριών. Για αυτό η εταιρεία επενδύει σημαντικά σε τεχνολογία και συνεργάζεται με τις αρμόδιες αρχές για την διασφάλιση ίσων συνθηκών στην αγορά. Ταυτόχρονα, στόχος της

εταιρείας είναι η διασφάλιση της ισχυρής της θέσης στην αγορά των επίγειων παιγνίων διερευνώντας τις ευκαιρίες ανάπτυξης και αναβάθμισης των ψηφιακών εμπειριών ψυχαγωγίας. Έτσι, γίνονται επενδύσεις για την ανάπτυξη του λογισμικού, την ανανέωση των καταστημάτων και την αξιοποίηση της τεχνητής νοημοσύνης (ΟΠΑΠ, 2024).

Οι επενδύσεις σε κεφαλαιουχικές δαπάνες που πραγματοποιεί η εταιρεία αφορούν τις προσθήκες σε ασώματες ακινητοποιήσεις (λογισμικό, δικαιώματα παιχνιδιών και ακινητοποιήσεις μη διαθέσιμες προς χρήση), ενσώματες ακινητοποιήσεις (γήπεδα, κτίρια, εγκαταστάσεις, μηχανήματα, οχήματα και λοιπός εξοπλισμός), δικαιώματα χρήσης (σε κτίρια, οχήματα και λοιπός εξοπλισμός) και επενδύσεις σε ακίνητα (ακίνητα τα οποία δεν χρησιμοποιούνται από την εταιρεία αλλά κατέχονται για την είσπραξη ενοικίων) (ΟΠΑΠ, 2024). Οι προσθήκες σε κεφαλαιουχικά περιουσιακά στοιχεία το 2019 ήταν ιδιαίτερα αυξημένες σε σχέση με τα υπόλοιπα έτη, κυρίως γιατί απορροφήθηκε η ΟΠΑΠ Παροχής Υπηρεσιών ΑΕ και περιήλθαν στην κατοχή της εταιρείας ο λοιπός εξοπλισμός και τα οχήματα της απορροφηθείσας εταιρείας. Από το 2020 και μετά παρατηρείται σταθερή αύξηση των νέων επενδύσεων σε κεφαλαιουχικό εξοπλισμό, κυρίως λόγω των αυξήσεων σε ασώματες ακινητοποιήσεις.

Πίνακας 2: Επενδύσεις σε κεφαλαιουχικές δαπάνες (σε χιλ. €) ΟΠΑΠ 2019-2023

	2019	2020	2021	2022	2023
Υπόλοιπο έναρξης	1.093.138	1.062.557	984.882	892.566	812.120
Προσθήκες	74.071	17.578	19.671	23.308	35.220
Μειώσεις	34.869	2.989	1.305	2.909	5.630
Αποσβέσεις	69.783	92.482	110.684	100.845	100.371
Υπόλοιπο τέλους	1.062.557	984.664	892.564	812.120	741.339

4.3 INTRALOT

4.3.1 Σύντομο ιστορικό και πληροφορίες

Η εταιρεία Intralot ΑΕ ιδρύθηκε το 1992 και είναι εισηγμένη στον Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1999. Η εταιρεία είναι διοργανωτής τυχερών παιχνιδιών σε 39 κράτη

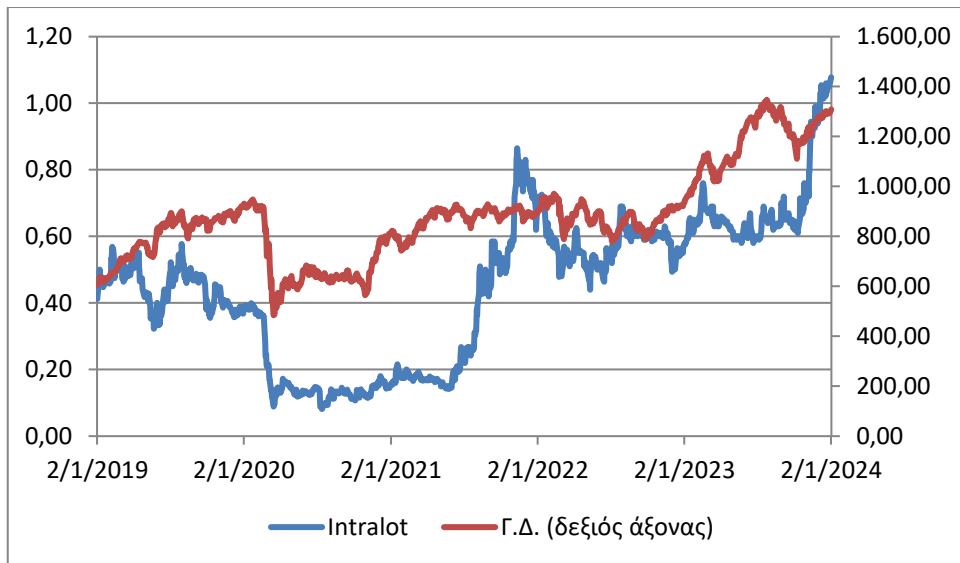
και αποτελεί ηγετίδα δύναμη του κλάδου (Athex Group, 2024). Πιο συγκεκριμένα, η εταιρεία παρέχει ολοκληρωμένα συστήματα τυχερών παιχνιδιών και διαχείρισης συναλλαγών, με την παροχή νέων παιχνιδιών, υπηρεσιών οργάνωσης αθλητικού στοιχήματος και διαδικτυακών τυχερών παιχνιδιών σε κρατικούς οργανισμούς τυχερών παιχνιδιών παγκοσμίως. Η εταιρεία παρέχει ένα ευρύ φάσμα προϊόντων και υπηρεσιών, έχοντας ανταγωνιστικό πλεονέκτημα από την τεχνογνωσία που έχει και την προηγμένη τεχνολογία που διαθέτει στην διαχείριση παιχνιδιών στοιχημάτων, αριθμολαχείων, racing και video lottery (Intralot, 2024).

Εστιάζει στην ανάπτυξη προϊόντων επόμενης γενιάς, επιδιώκοντας την βελτιστοποίηση της εμπειρίας του παίκτη, την παροχή στους πράκτορες νέων δυνατοτήτων και την ενσωμάτωση των παγκόσμιων τάσεων. Η εταιρεία λειτουργεί ως ιδιωτική εταιρεία του δημόσιου τομέα στηρίζοντας τις λοταρίες και τους οργανισμούς τυχερών παιχνιδιών να διαμορφώσουν ένα υπεύθυνο περιβάλλον τυχερών παιχνιδιών και να συμβάλουν στη δημιουργία αξίας για τις τοπικές τους κοινότητες. Στο τέλος του 2023 η Intralot είχε τρεις ενεργές συμβάσεις στην Ελλάδα και στην εταιρεία απασχολούνταν 384 άτομα (1692 στον όμιλο) (Intralot, 2024). Επενδύει συνεχώς σε έρευνα και ανάπτυξη καινοτομίας έχοντας διαχρονικά αναπτύξει περισσότερες από 186 πατέντες (iefimerida, 2024).

4.3.2 Μετοχές και Μετοχική σύνθεση

Οι μετοχές της εταιρείας είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών στον κλάδο των τυχερών παιχνιδιών και διαπραγματεύονται στην κύρια αγορά, με το σύμβολο INLOT (Athex Group, 2024). Την 31^η Δεκεμβρίου 2023 ο αριθμός των μετοχών της εταιρείας ήταν 604.095.621 ονομαστικής αξίας 0,30€ έκαστη (Intralot, 2024), ενώ η χρηματιστηριακή τιμή της ήταν 1,08€ (Capital.gr, 2024). Ο αριθμός των κοινών μετοχών σε κυκλοφορία της εταιρείας και κατ' επέκταση το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας αυξήθηκαν το 2022 και 2023 έπειτα από την έκδοση 222,8 εκ. κοινών μετοχών και 232,8 εκ. μετοχών ονομαστικής αξίας 0,30€ αντίστοιχα. Η τιμή διάθεσης των μετοχών ήταν 0,58€ με την καταβολή μετρητών και δικαίωμα προτίμησης των υφιστάμενων μετόχων της εταιρείας (Intralot, 2024).

Διάγραμμα 6: Τιμές μετοχής Intralot και Γ.Δ. 2019-2023



Πηγή: Ναυτεμπορική, ίδια επεξεργασία

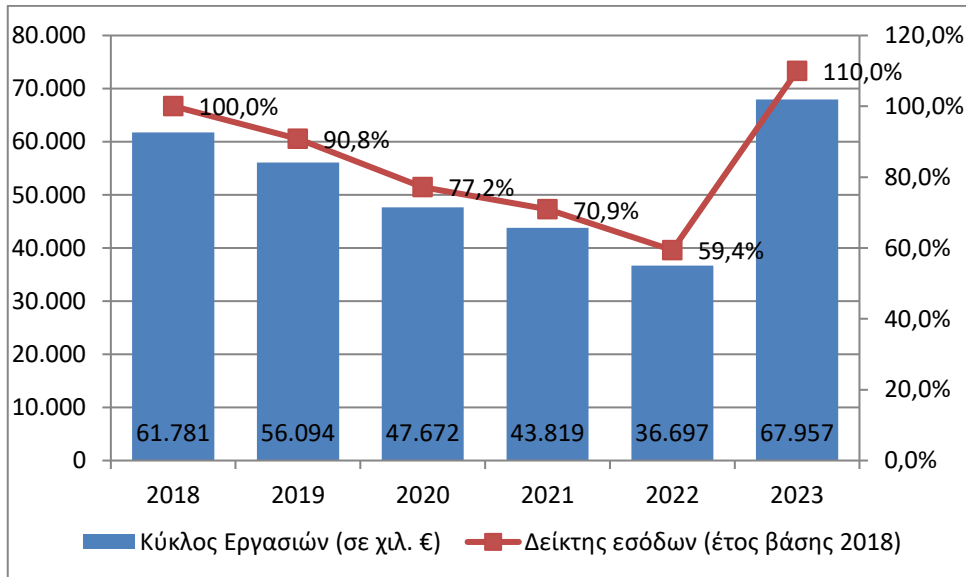
Όπως φαίνεται από το διάγραμμα 6 τον Μάρτιο του 2020 η τιμή της μετοχής είχε μια σημαντική πτώση και παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα έως και το καλοκαίρι του 2021. Τους μήνες που ακολούθησαν η τιμή της μετοχής αυξήθηκε σημαντικά και κορυφώθηκε στο τέλος του 2021. Το επόμενο διάστημα το εύρος των τιμών της ήταν μικρότερο ενώ από τον Οκτώβριο του 2023 και έως το τέλος του έτους σημειώνει σημαντικές αυξήσεις. Το ίδιο διάστημα, ο Γενικός Δείκτης σε γενικές γραμμές παρουσιάζει μια σχετική σταθερότητα. Γενικά, αν εξαιρεθεί ο Μάρτιος του 2020, φαίνεται ότι οι μεταβολές της τιμής της μετοχής της Intralot είναι εντονότερες από τις μεταβολές του Γενικού Δείκτη. Το διάστημα 2019-2023 με βάση τις ημερήσιες τιμές, η ετησιοποιημένη απόδοση της μετοχής της Intralot ήταν 33,73% ενώ του Γενικού Δείκτη 26,20%.

Στο τέλος του 2023 το 49,73% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας κατέχεται άμεσα ή έμμεσα από εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου και διευθυντικά στελέχη της εταιρείας. Συγκεκριμένα, το 26,86% κατέχεται από τον κύριο Soohyung Kim και το 20,502% από τον κύριο Κόκκαλη Σωκράτη (Intralot, 2024).

4.3.3 Τρέχουσες οικονομικές εξελίξεις και αποτελέσματα

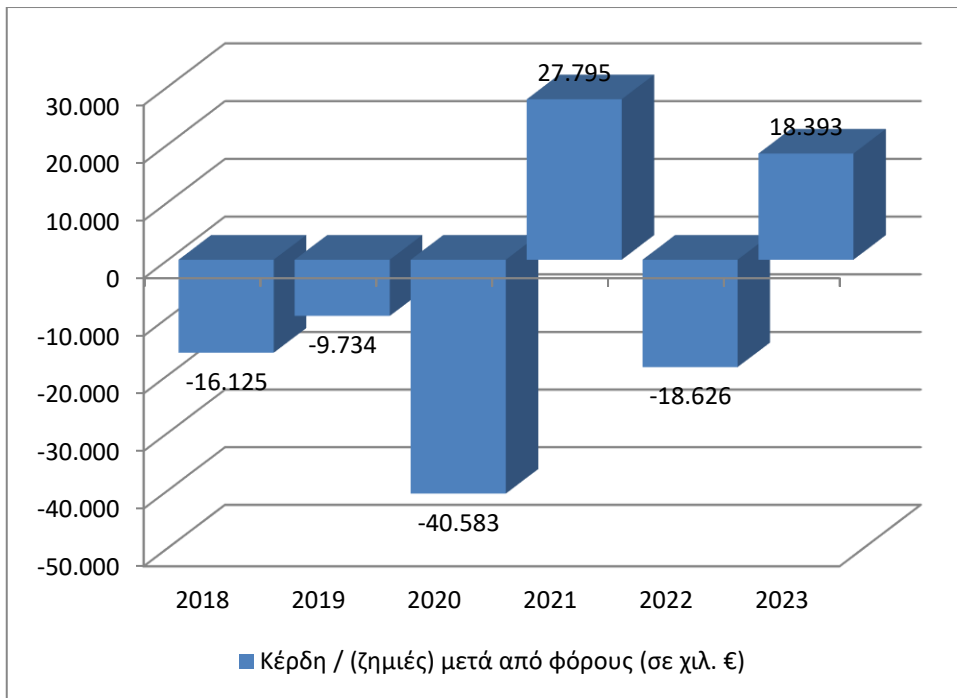
Την περίοδο 2018-2022 τα έσοδα της Intralot είχαν σταθερά καθοδική πορεία και από 61.781 χιλιάδες μειώθηκαν σε 36.697 χιλιάδες, αποτελώντας το 59,4% των εσόδων του έτους βάσης. Το 2023 υπήρξε μεγάλη αύξηση των εσόδων, που σχεδόν διπλασιάστηκαν σε σχέση με το 2022, φθάνοντας τα 67.957 χιλ. ευρώ και το 110% του έτους βάσης.

Διάγραμμα 7: Intralot έσοδα (σε χιλ. €) 2018-2023 και δείκτης εσόδων (έτος βάσης 2018)



Με εξαίρεση το 2021 και 2023 το καθαρό αποτέλεσμα για την Intralot ήταν ζημιές. Ειδικά το 2020 που υπήρξαν ζημιές από την απομείωση παγίων και τα έσοδα από συμμετοχές ήταν μειωμένα, το ύψος των ζημιών έφθασε στα 40,6 εκ. ευρώ. Το 2021 το καθαρό αποτέλεσμα της εταιρείας ήταν θετικό κυρίως λόγω της μεγάλης αύξησης των εσόδων από συμμετοχές (65 εκ. ευρώ). Το 2023 τα αποτελέσματα για την εταιρεία ήταν σε καλύτερη κατάσταση καθώς τη συγκεκριμένη χρονιά εκτός από καθαρά κέρδη ήταν η μοναδική χρονιά που είχε και λειτουργικά κέρδη (σε αντίθεση με τα προηγούμενα ήταν που σε λειτουργικό επίπεδο προέκυπταν ζημιές).

Διάγραμμα 8: Intralot καθαρά κέρδη/ζημιές (σε χιλ. €) 2018-2023



Την περίοδο 2018-2021 η εταιρεία είχε αυξημένες κεφαλαιουχικές δαπάνες επιδιώκοντας την παράταση της διάρκειας των υφιστάμενων συμβολαίων και την επέκτασή της. Την τελευταία διετία ακολουθείται μια πιο συνεπή οικονομική και επενδυτική πολιτική ανάπτυξης με στόχο την βελτίωση των λειτουργικών αποτελεσμάτων και την ενίσχυση της ρευστότητας. Έτσι, η ανάληψη νέων επενδυτικών έργων θα πρέπει να πληρεί συγκεκριμένα κριτήρια απόδοσης (Intralot, 2024).

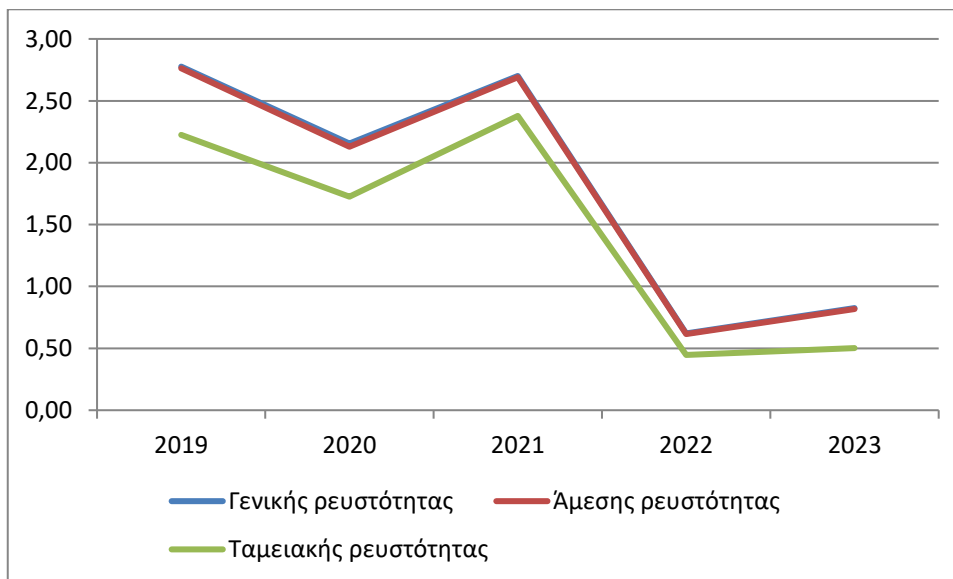
Κεφάλαιο 5: Αποτελέσματα χρηματοοικονομικής ανάλυσης

5.1 ΟΠΑΠ

5.1.1 Ανάλυση ρευστότητας

Στο διάγραμμα 6 παρουσιάζεται η διαχρονική πορεία των αριθμοδεικτών ρευστότητας (γενικής ρευστότητας, άμεσης ρευστότητας και ταμειακής ρευστότητας) της εταιρείας ΟΠΑΠ. Μεταξύ αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας και άμεσης ρευστότητας υπάρχουν πολύ μικρές διαφορές, καθώς το ύψος των αποθεμάτων που κατέχει η εταιρεία είναι πολύ μικρό. Τα αποθέματα σχετίζονται με την κατασκευή των καταστημάτων gaming halls τα οποία πωλούνται με την ολοκλήρωσή τους. Επίσης, στα αποθέματα περιλαμβάνονται και αναλώσιμα υλικά (ΟΠΑΠ, 2024). Παρατηρείται ότι την πορεία των αριθμοδεικτών ρευστότητας την καθορίζουν το ύψος των ταμειακών διαθεσίμων, καθώς η εξέλιξη των αριθμοδεικτών γενικής και άμεσης ρευστότητας είναι η ίδια με την εξέλιξη του αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας.

Διάγραμμα 9: Αριθμοδείκτες ρευστότητας ΟΠΑΠ 2019-2023



Ειδικότερα, διαπιστώνεται ότι η ρευστότητα της εταιρείας έως το 2021 βρίσκεται σε πολύ υψηλά επίπεδα, παρά την μικρή μείωση που υπήρξε το 2020. Συγκεκριμένα, τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία και ειδικά τα ταμειακά διαθέσιμα υπερκαλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Την τελευταία διετία η κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων από τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία είναι αρκετά χαμηλότερη και θα μπορούσε να συνεπάγεται προβλήματα στην ρευστότητα.

Πίνακας 3: Κατάσταση κοινού μεγέθους κυκλοφορούντων στοιχείων ΟΠΑΠ 2019-2023

	2019	2020	2021	2022	2023
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	80,2%	80,1%	88,0%	72,0%	60,7%
Αποθέματα	0,5%	1,2%	0,4%	0,8%	1,0%
Εμπορικές απαιτήσεις	12,6%	7,7%	7,1%	16,8%	20,5%
Απαιτήσεις από φόρο εισοδήματος	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	5,9%	11,0%	4,5%	10,4%	17,8%
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Δείκτης τάσεως (έτος βάσης 2018)	329,5%	204,6%	406,0%	202,0%	144,9%

Το μεγαλύτερο μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού καλύπτεται από τα ταμειακά διαθέσιμα της εταιρείας, που την τριετία 2019-2021 ξεπερνούν το 80% των κυκλοφορούντων στοιχείων. Την διετία 2022-2023 η αναλογία των ταμειακών διαθεσίμων μειώνεται σταδιακά σε 61%, ενώ αύξηση υπάρχει στην αναλογία των εμπορικών απαιτήσεων και των λοιπών κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων. Όμως, η αύξηση της αναλογίας των εμπορικών απαιτήσεων δεν οφείλεται σε αύξηση του ποσού τους το 2023 αλλά στην μείωση των ταμειακών διαθεσίμων.

Πίνακας 4: Κατάσταση κοινού μεγέθους βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ΟΠΑΠ 2019-2023

	2019	2020	2021	2022	2023
Δανειακές υποχρεώσεις	9,9%	32,5%	32,3%	56,1%	20,7%
Υποχρεώσεις μισθώσεων	2,5%	3,1%	2,1%	1,0%	1,9%
Προγράμματα παροχών προσωπικού	1,8%	0,0%	0,0%	0,6%	0,5%
Εμπορικές υποχρεώσεις	38,0%	32,4%	24,4%	15,2%	29,3%
Προβλέψεις	0,0%	0,0%	0,0%	1,9%	4,1%
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος	0,0%	8,1%	19,2%	14,0%	20,1%
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	47,8%	23,9%	22,0%	11,1%	23,4%
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Δείκτης τάσεως (έτος βάσης 2018)	109,9%	88,0%	139,2%	301,6%	162,4%

Σημαντικά στοιχεία των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων είναι οι δανειακές υποχρεώσεις, οι εμπορικές υποχρεώσεις, οι υποχρεώσεις από τον φόρο εισοδήματος (από το 2021 και μετά) και οι λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Το 2022 υπάρχει σημαντική αύξηση της αναλογίας (αλλά και του ποσού) των βραχυπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων, καθώς μεγάλο μέρος των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων κατέστη πληρωτέο.

5.1.2 Ανάλυση δραστηριότητας

Η είσπραξη των εμπορικών απαιτήσεων γίνεται σε περίπου 15 ημέρες κατά μέσο όρο. Συνεπώς, η αύξηση των εμπορικών απαιτήσεων δεν οφείλεται σε πρόβλημα στην διαχείριση των υπολοίπων των πελατών αλλά στην ανάλογη με τις πωλήσεις αύξηση των εμπορικών απαιτήσεων. Οι εμπορικές απαιτήσεις της εταιρείας προέρχονται από απαιτήσεις από πράκτορες.

Όπως προαναφέρθηκε, το ύψος των αποθεμάτων είναι σχετικά μικρό (σε σχέση με το συνολικό κυκλοφορούν ενεργητικό και το συνολικό ενεργητικό) με αποτέλεσμα η ανακύκλωσή τους να γίνεται άμεσα, δηλαδή σε διάστημα που δεν ξεπερνά τις δύο ημέρες.

Η μέση περίοδος εξόφλησης των εμπορικών υποχρεώσεων κανένα έτος δεν ξεπερνά τις 41 ημέρες και συνήθως γίνεται λίγο περισσότερο από τον ένα μήνα. Παρόλο που η εξόφληση των προμηθευτών είναι ταχεία, ξεπερνά το διάστημα ρευστοποίησης των αποθεμάτων και της είσπραξης των απαιτήσεων, γεγονός που βοηθά την εταιρεία να ενισχύσει την ρευστότητά της.

Πίνακας 5: Αριθμοδείκτες δραστηριότητας ΟΠΑΠ 2019-2023

	2019	2020	2021	2022	2023
Μέση περίοδος είσπραξης απαιτήσεων	15	19	14	15	14
Μέση περίοδος ανακύκλωσης αποθεμάτων	1	2	2	1	1
Μέση περίοδος πληρωμής προμηθευτών	31	41	35	33	37
Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού	0,77	0,48	0,50	0,69	0,85
Κυκλοφοριακή ταχύτητα ιδίων κεφαλαίων	1,86	1,33	1,36	1,74	2,21

Η εταιρεία έχει επενδύσει σημαντικά ποσά σε περιουσιακά στοιχεία και ειδικά σε μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία με αποτέλεσμα η κυκλοφοριακή ταχύτητα να είναι σχετικά χαμηλή σε σχέση με τις πωλήσεις που πραγματοποιούνται. Έπειτα από την μείωση του αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού το 2020, τα επόμενα έτη παρατηρείται σταδιακή αύξηση. Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού το 2023 είναι η υψηλότερη της πενταετίας με τιμή 0,85.

Ταχύτερη είναι η κυκλοφοριακή ταχύτητα των ιδίων κεφαλαίων από την κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού. Επίσης, από το 2020 και μετά υπάρχει αξιοσημείωτη βελτίωση, η οποία αφενός οφείλεται στην αύξηση των εσόδων και αφετέρου στην μείωση των ιδίων κεφαλαίων από το 2021 και μετά λόγω της επιστροφής κεφαλαίου που πραγματοποιείται από την εταιρεία με την έκδοση νέων μετοχών και επιστροφή μέρους των αποθεματικών υπέρ το άρτιο.

5.1.3 Ανάλυση κεφαλαιακής διάρθρωσης

Από τους αριθμοδείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης διαπιστώνεται μια προσπάθεια μείωσης της εξάρτησης της εταιρείας από τον δανεισμό τη περίοδο 2020-2022. Το 2023 όμως αυξήθηκε η αναλογία του δανεισμού προς τα ίδια κεφάλαια αλλά και τα συνολικά κεφάλαια, γεγονός που αποτυπώνεται στον αριθμοδείκτη πολλαπλασιαστή ιδίων κεφαλαίων. Παρ' όλα αυτά, η σχέση του μακροπρόθεσμου χρέους προς τα συνολικά κεφάλαια δεν θεωρείται πολύ υψηλή και το 2023 διαμορφώνεται στο 52,5%.

Πίνακας 6: Αριθμοδείκτες κεφαλαιακής διάρθρωση και βιωσιμότητας ΟΠΑΠ 2019-2023

	2019	2020	2021	2022	2023
Χρέος προς Ίδια Κεφάλαια	138,5%	162,5%	128,4%	111,0%	123,0%
Μακροπρόθεσμο χρέος προς συνολικά κεφάλαια	57,5%	60,5%	54,0%	40,1%	52,5%
Πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων	2,67	2,85	2,56	2,50	2,74
Κάλυψη τόκων (από κέρδη)	11,07	3,86	9,38	13,60	18,98
Κάλυψη τόκων (από ταμειακές ροές)	10,52	3,69	10,56	14,29	18,49

Η ικανότητα της εταιρείας να καλύπτει τα χρηματοοικονομικά έξοδα, τόσο από τα λογιστικά κέρδη όσο και από τις ταμειακές ροές βελτιώθηκε σημαντικά από το 2020 και

μετά. Αυτό οφείλεται αφενός στην αύξηση των λειτουργικών κερδών και των καθαρών ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες έως το 2022 και αφετέρου στην μείωση των χρηματοοικονομικών εξόδων από το 2021 και μετά.

5.1.4 Ανάλυση αποδοτικότητας

Το περιθώριο καθαρού κέρδους της εταιρείας μετά την πτώση που υπήρξε το 2020, σταδιακά βελτιώνεται και από το 2021 και μετά θεωρείται ότι βρίσκεται σε αρκετά υψηλά επίπεδα. Συγκεκριμένα, το 2023 το περιθώριο καθαρού κέρδους έφθασε στο 38,5%. Η σημαντική αύξηση του παραπάνω αριθμοδείκτη το 2023 οφείλεται στην μεγάλη αύξηση των χρηματοοικονομικών εσόδων της εταιρείας (λόγω της αύξησης των τόκων καταθέσεων και της επαναμέτρησης των τόκων προεξόφλησης των απαιτήσεων), καθώς παρά την μικρή βελτίωση στον αριθμοδείκτη μικτού κέρδους, το περιθώριο λειτουργικού κέρδους μειώθηκε, δηλαδή υπήρξε αύξηση των λειτουργικών εξόδων μεγαλύτερη από την αύξηση των εσόδων.

Πίνακας 7: Αριθμοδείκτες κερδοφορίας και αποδοτικότητας ΟΠΑΠ 2019-2023

	2019	2020	2021	2022	2023
Περιθώριο καθαρού κέρδους	15,0%	10,9%	26,9%	27,3%	38,5%
Περιθώριο λειτουργικού κέρδους	20,8%	16,6%	37,4%	37,1%	34,1%
Περιθώριο μικτού κέρδους	61,8%	61,8%	60,5%	60,1%	61,0%
Απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων	12,8%	8,4%	16,3%	26,4%	46,2%
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	27,9%	14,5%	36,5%	47,4%	85,0%

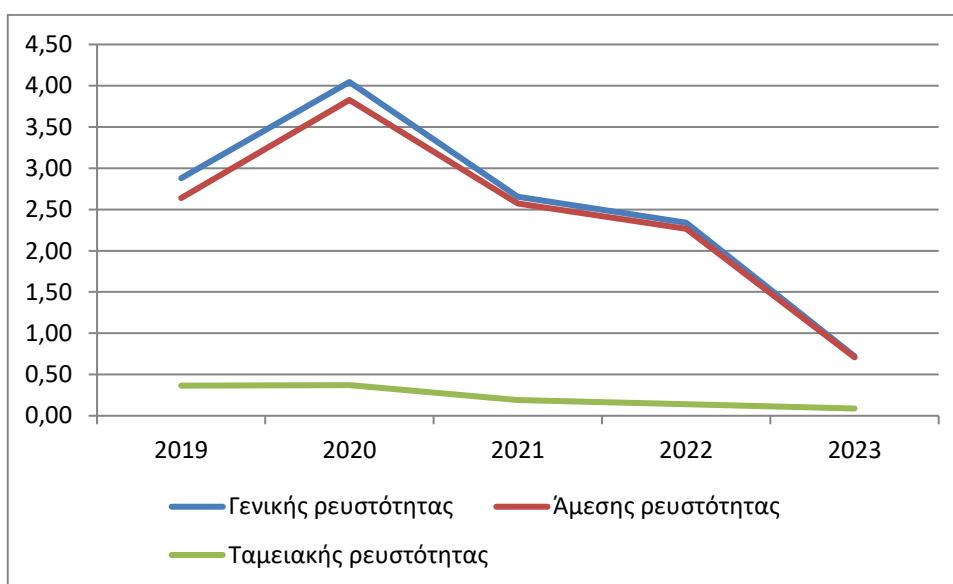
Τόσο η απόδοση ιδίων κεφαλαίων όσο και η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων βρίσκεται σε πολύ υψηλά επίπεδα, με σταδιακές αυξήσεις από το 2020 και μετά. Η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων το 2023 διαμορφώθηκε σε 46,2%, ενώ των ιδίων κεφαλαίων είναι 85%.

5.2 INTRALOT

5.2.1 Ανάλυση ρευστότητας

Οι αριθμοδείκτες γενικής και άμεσης ρευστότητας παρουσιάζουν πολύ μικρές διαφορές ανά έτος γεγονός που καταδεικνύει ότι τα αποθέματα της εταιρείας είναι πολύ μικρά σε σχέση με το συνολικό κυκλοφορούν ενεργητικό. Επίσης, όπως φαίνεται από το διάγραμμα 10, έως το 2022 η γενική ρευστότητα της εταιρείας ήταν σε πολύ υψηλά επίπεδα, με το κυκλοφορούν ενεργητικό (με ή χωρίς τα αποθέματα) να υπερκαλύπτουν τις υποχρεώσεις. Συγκεκριμένα, το 2022 ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας ήταν 2,34 και ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας 2,26. Το 2023 οι συγκεκριμένοι αριθμοδείκτες μειώθηκαν πάρα πολύ και οι τιμές τους ήταν 0,72 και 0,71 αντίστοιχα.

Διάγραμμα 10: Αριθμοδείκτες ρευστότητας Intralot 2019-2023



Ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας βρίσκεται σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα από τους άλλους δύο αριθμοδείκτες ρευστότητας και διαχρονικά παρουσιάζει σταδιακή μείωση. Συγκεκριμένα, το 2019 ήταν 0,36 και το 2023 μειώθηκε σε 0,09. Όπως φαίνεται από τον πίνακα 8, η αναλογία των ταμειακών διαθεσίμων της εταιρείας το 2023 διπλασιάστηκε ως προς το συνολικό κυκλοφορούν ενεργητικό σε σχέση με το προηγούμενο έτος φθάνοντας στο 12,2%. Εκτός από τα ταμειακά διαθέσιμα της εταιρείας και τα αποθέματα, το μεγαλύτερο μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού αποτελείται από τις εμπορικές απαιτήσεις, που κυμαίνονται μεταξύ 80% και 90% του

κυκλοφορούντος ενεργητικού. Διαχρονικά, το κυκλοφορούν ενεργητικό μειώθηκε, φθάνοντας το 2022 στο 64% του έτους βάσης, ενώ το 2023 έπειτα από αύξηση, διαμορφώθηκε στο 86%, δηλαδή εξακολουθούσε να βρίσκεται σε χαμηλότερα επίπεδα του 2018.

Πίνακας 8: Κατάσταση κοινού μεγέθους κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων Intralot 2019-2023

	2019	2020	2021	2022	2023
Αποθέματα	8,4%	5,4%	3,1%	3,2%	1,9%
Εμπορικές και λοιπές βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις	79,0%	85,5%	89,8%	90,8%	86,0%
Ταμείο και ταμειακά ισοδύναμα	12,6%	5,4%	7,1%	6,1%	12,2%
Περιουσιακά στοιχεία κατεχόμενα προς πώληση	0,0%	3,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Δείκτης τάσεως (έτος βάσης 2018)	80,8%	92,8%	74,0%	64,0%	86,0%

Η μείωση των αριθμοδεικτών ρευστότητας το 2023 προήλθε από την μεγάλη αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και συγκεκριμένα των βραχυπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων (ενδοομιλικά δάνεια) που αφορά την αποπληρωμή μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων. Συγκεκριμένα, το 2023 οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αποτελούσαν το 415,9% του έτους βάσης ενώ έως το 2022 ήταν μειωμένες σε σχέση με το 2018. Εξαιρώντας το 2023 όπου υπήρξε αυτή η μεγάλη αύξηση των βραχυπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων, το μεγαλύτερο μέρος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, με ποσοστά άνω του 90%, είχαν οι εμπορικές υποχρεώσεις της εταιρείας.

Πίνακας 9: Κατάσταση κοινού μεγέθους βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων Intralot 2019-2023

	2019	2020	2021	2022	2023
Εμπορικές και λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	96,4%	98,3%	90,0%	95,5%	15,9%
Βραχυπρόθεσμα δάνεια και υποχρεώσεις μισθώσεων	1,8%	1,2%	5,7%	3,9%	84,1%
Φόροι εισοδήματος πληρωτέοι	1,1%	0,0%	4,2%	0,5%	0,0%
Βραχυπρόθεσμες προβλέψεις	0,8%	0,4%	0,1%	0,1%	0,0%
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Δείκτης τάσεως (έτος βάσης 2018)	97,8%	79,9%	97,2%	95,3%	415,9%

5.2.2 Ανάλυση δραστηριότητας

Το ύψος των εμπορικών απαιτήσεων αποτελεί το μεγαλύτερο μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Η είσπραξή τους όπως φαίνεται από τον πίνακα 10 γίνεται έπειτα από μεγάλη καθυστέρηση. Το μέσο διάστημα είσπραξης το 2019 ήταν 688 ημέρες και σταδιακά αυξήθηκε στις 980 ημέρες το 2022. Σημαντική βελτίωση υπήρξε το 2023 καθώς το μέσο διάστημα είσπραξης μειώθηκε στις 561 ημέρες, παραμένοντας ωστόσο σε υψηλά επίπεδα. Το μεγαλύτερο μέρος των απαιτήσεων προέρχεται κυρίως από θυγατρικές εταιρείες και δευτερευόντως από πελάτες (τρίτα μέρη) (Intralot, 2024).

Με την πάροδο του χρόνου μειώνεται ο χρόνος ανακύκλωσης των αποθεμάτων. Η μέση περίοδος αποθεμάτων το 2019 ήταν περίπου τρεις μήνες και το 2023 μειώθηκε στον ένα μήνα. Τόσο η μείωση του μέσου διαστήματος είσπραξης των απαιτήσεων όσο και η μείωση της ρευστοποίησης των αποθεμάτων βοηθούν την εταιρεία να ενισχύσει την ρευστότητά της. Για την ενίσχυση της ρευστότητας η εταιρεία ενδεχομένως έχει αυξήσει και το μέσο διάστημα εξόφλησης των προμηθευτών. Το διάστημα αυτό τα περισσότερα έτη ξεπερνά το ένα έτος και το 2023 διαμορφώνεται στις 416 ημέρες. Επίσης, το μεγαλύτερο μέρος των εμπορικών υποχρεώσεων αφορά υποχρεώσεις προς συνδεδεμένα μέρη (Intralot, 2024).

Πίνακας 10: Αριθμοδείκτες δραστηριότητας Intralot 2019-2023

	2019	2020	2021	2022	2023
Μέση περίοδος είσπραξης απαιτήσεων	688	867	961	980	561
Μέση περίοδος ανακύκλωσης αποθεμάτων	92	105	55	42	33
Μέση περίοδος πληρωμής προμηθευτών	316	445	361	496	416
Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού	0,14	0,12	0,12	0,09	0,14
Κυκλοφοριακή ταχύτητα ιδίων κεφαλαίων	1,06	1,69	1,92	0,39	0,31

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού έως το 2022 είχε σταδιακή μείωση. Η μείωση αυτή οφείλεται στη μείωση των εσόδων. Το 2023 παρά το γεγονός ότι το συνολικό ενεργητικό αυξήθηκε από το προηγούμενο έτος η αύξηση των εσόδων ήταν τέτοια που οδήγησε στην βελτίωση του αριθμοδείκτη. Ωστόσο, η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού της εταιρείας είναι σχετικά χαμηλή.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των ιδίων κεφαλαίων την περίοδο 2019-2021 είχε βελτίωση, καθώς παράλληλα με την μείωση των εσόδων, πιο μεγάλη ήταν η μείωση των ιδίων κεφαλαίων. Το 2022 και το 2023 όπου υπήρξε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και σημαντική αύξηση των ιδίων κεφαλαίων, η κυκλοφοριακή ταχύτητα ιδίων κεφαλαίων μειώθηκε. Το 2023 η τιμή του αριθμοδείκτη ήταν 0,31 από 1,92 που ήταν το 2021.

5.2.3 Ανάλυση κεφαλαιακής διάρθρωσης

Η κατάσταση της διάρθρωσης των κεφαλαίων της Intralot μεταβλήθηκε πάρα πολύ εντός της πενταετίας 2019-2023. Έως το 2021 το ύψος των δανειακών υποχρεώσεων, κυρίως μακροπρόθεσμων ήταν υπέρμετρα υψηλό σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια. Ειδικά το 2020 που τα ίδια κεφάλαια μειώθηκαν πολύ λόγω της αύξησης των ζημιών η σχέση του χρέους προς τα ίδια κεφάλαια διαμορφώθηκε στο 3.978,7% (3.972,9% μακροπρόθεσμο χρέος προς ίδια κεφάλαια). Από το 2022 και μετά αφενός λόγω της μείωσης των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων και αφετέρου λόγω της αύξησης των ιδίων κεφαλαίων, ο βαθμός κεφαλαιακής μόχλευσης μειώθηκε σημαντικά. Μάλιστα το 2023 η εταιρεία δεν έχει καθόλου μακροπρόθεσμο δανεισμό παρά μόνο μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις από μισθώσεις, των οποίων το μέγεθος είναι σχετικά μικρό. Όμοια και ο πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων την πρώτη τριετία ήταν σε πολύ υψηλά επίπεδα, ενώ μετά μειώθηκε, φθάνοντας στο 1,68 το 2023.

Πίνακας 11: Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας Intralot 2019-2023

	2019	2020	2021	2022	2023
Χρέος προς Ίδια Κεφάλαια	579,0%	3978,7%	670,7%	181,8%	53,6%
Μακροπρόθεσμο χρέος προς συνολικά κεφάλαια	577,3%	3972,9%	664,0%	180,7%	0,1%
Πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων	8,10	47,67	9,12	3,17	1,68
Κάλυψη τόκων (από κέρδη)	-1,31	-0,68	-0,65	-0,60	1,11
Κάλυψη τόκων (από ταμειακές ροές)	-0,10	-1,39	0,37	-0,25	0,29

Όπως προαναφέρθηκε η εταιρεία έως το 2022 είχε ζημιές προ τόκων και φόρων. Έτσι ο αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων έως το 2022 ήταν αρνητικός, δηλαδή η εταιρεία δεν είχε λειτουργικά κέρδη να καλύψει το κόστος των χρηματοοικονομικών της

υποχρεώσεων. Το 2023 που υπήρξαν κέρδη προ τόκων και φόρων η τιμή του αριθμοδείκτη ήταν 1,11, δηλαδή τα κέρδη κάλυπταν τους χρεωστικούς τόκους κατά περίπου μια φορά.

Όμως και οι καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες ήταν αρνητικές για την εταιρεία, τα έτη 2019, 2020 και 2022. Τα άλλα δύο έτη (2021 και 2023 όπου οι λειτουργικές ταμειακές ροές ήταν θετικές, δεν ήταν αρκετές για να καλύψουν τα έξοδα των τόκων, καθώς οι αριθμοδείκτες είχαν τιμές 0,37 και 0,29 αντίστοιχα.

5.2.4 Ανάλυση αποδοτικότητας

Το τελικό περιθώριο αποτελέσματος της εταιρείας την πενταετία 2019-2023 εναλλάσσεται σε αρνητικές και θετικές τιμές. Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι είτε πρόκειται για θετικό ποσοστό είτε για αρνητικό το απόλυτο ύψος του αριθμοδείκτη βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα. Έτσι το 2021 που υπήρχαν κέρδη το περιθώριο καθαρού κέρδους ήταν 63,4% (κυρίως λόγω της μείωσης των εσόδων). Ωστόσο και το 2023 το περιθώριο καθαρού κέρδους είναι αρκετά καλό καθώς ήταν 27,1%. Ο αριθμοδείκτης του περιθωρίου λειτουργικού κέρδους έως το 2022 όλα τα έτη ήταν αρνητικός, ενώ το 2023 ήταν 28,5%. Τα αρνητικά περιθώρια λειτουργικού και καθαρού κέρδους ήταν σχεδόν αναμενόμενα καθώς έως το 2022 η εταιρεία λειτουργούσε με πολύ χαμηλά περιθώρια μικτού κέρδους. Ενώ το κόστος των πωλήσεων περιορίστηκε σημαντικά κατά την διάρκεια των ετών, η μείωση των εσόδων ήτα μεγαλύτερη και έτσι έως το 2022 (με εξαίρεση το 2020) το περιθώριο του μικτού κέρδους δεν ξεπέρασε το 19% των εσόδων. Σημαντική βελτίωση υπάρχει το 2023 όπου το περιθώριο μικτού κέρδους, έπειτα από την αύξηση των εσόδων και την συγκράτηση του κόστους πωλήσεων, αυξήθηκε σε 53,9%.

Πίνακας 12: Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας και κερδοφορίας Intralot 2019-2023

	2019	2020	2021	2022	2023
Περιθώριο καθαρού κέρδους	-17,4%	-85,1%	63,4%	-50,8%	27,1%
Περιθώριο λειτουργικού κέρδους	-46,9%	-29,3%	-35,3%	-29,0%	28,5%
Περιθώριο μικτού κέρδους	9,3%	32,5%	13,1%	18,8%	53,9%
Απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων	3,1%	-6,2%	17,0%	-0,2%	8,2%

Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	-18,5%	-144,0%	122,0%	-20,0%	8,3%
-------------------------	--------	---------	--------	--------	------

Η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων την πενταετία δεν παρουσίασε τόσο έντονες μεταβολές όσο η απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Όμως και ο αριθμοδείκτης απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων το 2020 και το 2022 ήταν αρνητικός. Το 2023 η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων ήταν 8,2% και η απόδοση ιδίων κεφαλαίων ήταν 8,3%.

Κεφάλαιο 6: Αποτίμηση

6.1 Αποτίμηση με την μέθοδο προεξόφλησης υπολειμματικών ταμειακών ροών - ΟΠΑΠ

6.1.1 Υπολογισμός κόστους ιδίων κεφαλαίων

Το υπόδειγμα CAPM (Capital Asset Pricing Model) είναι ένα ολοκληρωμένο μοντέλο υπολογισμού του κόστους των ιδίων κεφαλαίων, καθώς λαμβάνει υπόψη τον συστηματικό κίνδυνο της αγοράς και συσχετίζει παράγοντες, όπως η απόδοση χωρίς κίνδυνο, η απόδοση της αγοράς και ο beta. Ο beta είναι η συνδιακύμανση της μετοχής με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και μετρά τον πρόσθετο κίνδυνο της μετοχής σε σχέση με την αγορά. Πρακτικά ο beta είναι η κλίση της παλινδρόμησης των αποδόσεων της μετοχής σε σχέση με τις αποδόσεις της αγοράς (Damodaran, 2012). Χρησιμοποιώντας τις ημερήσιες τιμές της μετοχής του ΟΠΑΠ και του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών την περίοδο 2/1/2019 έως 2/1/2024 υπολογίστηκαν οι αποδόσεις καθώς και ο beta της ΟΠΑΠ, ο οποίος είναι 0,047 (παράρτημα Α). Η τιμή αυτή είναι κοντά στο μηδέν καταδεικνύοντας οι αποδόσεις της μετοχής του ΟΠΑΠ και οι αποδόσεις της αγοράς κινούνται ανεξάρτητα (Futures and Options, 2015).

Η απόδοση χωρίς κίνδυνο αντιπροσωπεύει την ελάχιστη απόδοση που θα απαιτούσε ένας επενδυτής μια δεδομένη χρονική στιγμή από μια επένδυση χωρίς κίνδυνο. Στην πράξη η απόδοση χωρίς κίνδυνο είναι μια έννοια θεωρητική, καθώς όλες οι επενδύσεις ενέχουν κίνδυνο έστω και σε ελάχιστο βαθμό (Statista, 2023). Έτσι οι μόνοι τίτλοι που έχουν περισσότερες πιθανότητες να είναι απαλλαγμένοι από τον κίνδυνο είναι τα κρατικά ομόλογα (Damodaran, 2012). Επειδή η αποτίμηση των υπολειμματικών ταμειακών ροών γίνεται για μεγάλο χρονικό διάστημα, για την επιλογή της απόδοσης χωρίς κίνδυνο λαμβάνονται οι αποδόσεις του δεκαετούς ομολόγου στην Ελλάδα. Τον Δεκέμβριο 2023 η απόδοση χωρίς κίνδυνο στην Ελλάδα ήταν 2%, σύμφωνα με το (Market Risk Premia, 2024), η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου 3,081% σύμφωνα με το (World Government Bonds, 2024) και η μέση απόδοση χωρίς κίνδυνο για το 2023 4,1% (Statista, 2023). Για τον υπολογισμό του κόστους ιδίων κεφαλαίων, ως πιο ενδεικτικό για την απόδοση χωρίς κίνδυνο, λαμβάνεται η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου της Ελλάδας δηλαδή 3,081%.

Η απόδοση της αγοράς την ίδια χρονική περίοδο ήταν 12,36 και το ασφάλιστρο της αγοράς (απόδοση αγοράς μείον απόδοση χωρίς κίνδυνο) ήταν 10,36% (Market Risk Premia, 2024). Το μέσο ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς το 2023 στην Ελλάδα ήταν 10,9% (Statista, 2023). Σύμφωνα με τον Damodaran τον Ιανουάριο του 2024 το ασφάλιστρο της αγοράς ήταν 8,26% (Damodaran, 2024). Για τον υπολογισμό του κόστους ιδίων κεφαλαίων λαμβάνεται ο μέσος όρος των παραπάνω, δηλαδή 9,84%. Έτσι το κόστος ιδίων κεφαλαίων της ΟΠΑΠ είναι:

$$r_e = 3,081\% + 0,047 \cdot 9,84\% = 3,544\%$$

6.1.2 Παραδοχές

Για την πρόβλεψη των καθαρών κερδών και των λοιπών οικονομικών μεγεθών της εταιρείας ΟΠΑΠ για την επόμενη πενταετία και τον υπολογισμό των υπολειμματικών ταμειακών ροών γίνονται κάποιες υποθέσεις (βάσει των ιστορικών στοιχείων) και λαμβάνονται κάποιες παραδοχές για την εξέλιξή τους. Οι ρυθμοί ανάπτυξης των εσόδων για τις εταιρείες διεξαγωγής τυχερών παιχνιδιών τα επόμενα έτη αναμένεται να διατηρηθούν σε υψηλά επίπεδα, ειδικά για τις εταιρείες διαδικτυακών παιγνίων. Η εταιρεία ΟΠΑΠ διεξάγει παιχνίδια κυρίως με παραχώρηση αποκλειστικότητας από το δημόσιο και για αυτό θεωρείται ότι την επόμενη πενταετία ο ρυθμός αύξησης των εσόδων θα είναι ο ίδιος με αυτόν της προηγούμενης πενταετίας, δηλαδή 1,5% ετησίως. Τα υπόλοιπα στοιχεία εσόδων και δαπανών της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης (πλην των τόκων, των αποσβέσεων και του φόρου εισοδήματος) θα διαμορφωθούν ανάλογα με τα καθαρά έσοδα προ φόρων κάθε έτους. Συγκεκριμένα το ύψος τους θα έχει την μέση αναλογία ως προς τα έσοδα της περιόδου 2018-2023.

Την περίοδο 2018/2023 οι προσθήκες σε κεφαλαιουχικά περιουσιακά στοιχεία (ασώματες και ενσώματες ακινητοποιήσεις) είχαν μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής - 4,27%, ρυθμός που θα διατηρηθεί και για τα επόμενα πέντε έτη. Όμοια και για τις μειώσεις, δηλαδή η μείωση των κεφαλαιουχικών περιουσιακών στοιχείων θα γίνει με τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής τους την περίοδο 2018-2023 (-10,4%). Ο υπολογισμός των ετήσιων αποσβέσεων γίνεται με συντελεστή την αναλογία των αποσβέσεων του

2023 ως προς την αξία των κεφαλαιουχικών περιουσιακών στοιχείων (υπόλοιπο έναρξης συν προσθήκες μείον μειώσεις).

Για τον υπολογισμό της μεταβολής σε κεφάλαιο κίνησης υπολογίζονται το ύψος των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (πλην του δανεισμού). Την περίοδο 2018-2023 το κυκλοφορούν ενεργητικό μεταβλήθηκε με ετήσιο ποσοστό 7,7% και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις με ρυθμό 7,13%. Για την πρόβλεψη των επόμενων ετών θεωρείται ότι θα διατηρηθεί ο ίδιος ρυθμός μεταβολής. Από την διαφορά του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων υπολογίζεται το διαθέσιμο κεφάλαιο κίνησης και στην συνέχεια η ετήσια μεταβολή του σε χιλιάδες ευρώ.

Η μεταβολή στον δανεισμό υπολογίζεται από τις εισπράξεις από την έκδοση νέου δανεισμού μείον το ύψος της αποπληρωμής του υφιστάμενου δανεισμού. Το ύψος του νέου δανεισμού για το 2024 θεωρείται ότι θα είναι ο μέσος όρος νέου δανεισμού της περιόδου 2018-2023. Ενώ για τα επόμενα έτη ο δανεισμός θα έχει ρυθμό μεταβολής τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής της προηγούμενης περιόδου (-1,53%). Όσον αφορά τις εξοφλήσεις δανείων θεωρείται ότι το ύψος τους θα παραμείνει σταθερό και ίσο με τον μέσο όρο αποπληρωμής της περιόδου 2018-2023. Οι πληρωμές των μισθώσεων θα διατηρήσουν τον ίδιο ρυθμό μεταβολής της ετήσιας μεταβολής της περιόδου 2018-2023.

Το μέσο επιτόκιο δανεισμού της εταιρείας ΟΠΑΠ 31 Δεκεμβρίου 2023 ήταν 2,54% (ΟΠΑΠ, 2024). Με βάση την αναλογία των χρηματοοικονομικών εξόδων προς τον δανεισμό και τις μισθώσεις (μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες) του 2023 το κόστος δανεισμού υπολογίζεται σε 3,74%, ποσοστό που αποτελεί και τον μέσο όρο της περιόδου 2018-2023. Για αυτό τα χρηματοοικονομικά έξοδα της επόμενης πενταετίας υπολογίζονται με επιτόκιο 3,74%, επί του ύψους δανεισμού στην αρχή του κάθε έτους. Ο φόρος εισοδήματος των επόμενων ετών γίνεται με συντελεστή φορολογίας 22%. Για τον υπολογισμό του ρυθμού μεταβολής των υπολειμματικών ταμειακών ροών προς τους μετόχους από το 2028 και μετά λαμβάνεται ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής τους την περίοδο 2024-2028, δηλαδή 0,26%. Τέλος θεωρείται ότι ο αριθμός των μετοχών σε κυκλοφορία της εταιρείας θα παραμείνει αμετάβλητος και στα επίπεδα 31/12/2023, δηλαδή 370.062.741 μετοχές (ΟΠΑΠ, 2024).

6.1.3 Προβλέψεις και αποτίμηση μετοχής

Σύμφωνα με τις παραπάνω παραδοχές η πρόβλεψη για την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης της εταιρείας ΟΠΑΠ την περίοδο 2024-2028 είναι:

Πίνακας 13: Πρόβλεψη κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης ΟΠΑΠ 2024-2028

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)	2024	2025	2026	2027	2028
Καθαρά έσοδα προ εισφορών (GGR) (σε χιλ. €)	1.414.895	1.436.097	1.457.617	1.479.459	1.501.628
Εισφορά επί των καθαρών εσόδων και λοιπές εισφορές	-454.649	-461.462	-468.377	-475.396	-482.520
Καθαρά έσοδα από παιχνίδια (NGR)	960.246	974.635	989.239	1.004.063	1.019.109
Προμήθειες πρακτόρων	-335.830	-340.863	-345.970	-351.155	-356.417
Λοιπές προμήθειες σχετικές με τα Καθαρά έσοδα από παιχνίδια (NGR)	-74.864	-75.986	-77.124	-78.280	-79.453
Λοιπά λειτουργικά έσοδα	62.578	63.516	64.468	65.434	66.414
Λοιπά λειτουργικά έσοδα σχετιζόμενα με την επέκταση του αποκλειστικού δικαιώματος 2020- 2030	142.841	144.982	147.154	149.359	151.597
Λοιπά λειτουργικά κόστη	-2.124	-2.156	-2.188	-2.221	-2.255
Σύνολο	752.847	764.128	775.578	787.200	798.996
Λειτουργικά έξοδα	-255.929	-259.764	-263.657	-267.608	-271.618
Κόστος μισθοδοσίας	-78.451	-79.627	-80.820	-82.031	-83.260
Έξοδα προβολής και διαφήμισης	-55.348	-56.177	-57.019	-57.874	-58.741
Άλλα λειτουργικά έξοδα	-119.378	-121.167	-122.983	-124.826	-126.696
Ζημίες από απομείωση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων	-2.752	-2.793	-2.835	-2.877	-2.920
Κέρδη προ φόρων, τόκων, αποσβέσεων και απομειώσεων (EBITDA)	496.917	504.363	511.921	519.592	527.378
Αποσβέσεις και απομειώσεις	-104.253	-93.895	-84.817	-76.847	-69.835
Λειτουργικό αποτέλεσμα	392.664	410.468	427.104	442.745	457.543
Χρηματοοικονομικά έσοδα	5.880	5.968	6.057	6.148	6.240
Χρηματοοικονομικά	-25.058	-24.990	-24.737	-24.302	-23.687

έξοδα					
Έσοδα από μερίσματα	36.634	37.183	37.741	38.306	38.880
Κέρδη προ φόρων	410.121	428.630	446.165	462.898	478.976
Φόρος εισοδήματος (22%)	-90.227	-94.299	-98.156	-101.838	-105.375
Κέρδη μετά φόρων (σε χιλ. ευρώ)	319.894	334.331	348.009	361.061	373.601

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα τα καθαρά κέρδη της εταιρείας ΟΠΑΠ, την επόμενη πενταετία αναμένεται να έχουν ετήσια αύξηση αλλά με φθίνοντα ρυθμό. Στο τέλος του 2028 εκτιμάται ότι θα ανέλθουν σε 373,3 εκ. ευρώ. Συνολικά, την πενταετία ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης των καθαρών κερδών εκτιμάται σε 3,96%. Επίσης, από τις μεταβολές στις κεφαλαιουχικές δαπάνες, στο κεφάλαιο κίνησης, στον δανεισμό καθώς και στο ύψος των αποσβέσεων, στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι υπολειμματικές ταμειακές ροές προς τους μετόχους την περίοδο 2024-2028, οι υπολειμματικές ταμειακές ροές από το 2028 και μετά και η παρούσα αξία αυτών με επιτόκιο προεξόφλησης το κόστος ιδίων κεφαλαίων 3,54%.

Πίνακας 14: Παρούσα αξία υπολειμματικών ταμειακών ροών (2024-2028)

	2024	2025	2026	2027	2028
Καθαρά κέρδη	319.894	334.331	348.009	361.061	373.601
(-) Κεφαλαιουχικές δαπάνες	-33.715	-32.275	-30.895	-29.575	-28.312
(+) Αποσβέσεις	104.253	93.895	84.817	76.847	69.835
(-) Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	-2.531	-2.820	-3.139	-3.489	-3.875
(+) Μεταβολή δανεισμού	-1.826	-6.772	-11.643	-16.440	-21.165
Υπολειμματικές ταμειακές ροές 2024-2028	386.075	386.360	387.149	388.402	390.085
Υπολειμματικές ταμειακές ροές για πάντα					11.904.675
Σύνολο υπολειμματικών ταμειακών ροών	386.075	386.360	387.149	388.402	12.294.760
Προεξόφληση	0,966	0,933	0,901	0,870	0,840
Παρούσα αξία υπολειμματικών ταμειακών ροών	372.861	360.365	348.742	337.896	10.329.936
Π.Α. υπολειμματικών ταμειακών ροών προς τους μετόχους (σε χιλ. €)	11.749.801				

Η παρούσα αξία των υπολειμματικών ταμειακών ροών της ΟΠΑΠ εκτιμάται σε 11,7 δις ευρώ και με αριθμό μετοχών 370 εκ., η εύλογη αξία της μετοχής της εταιρείας υπολογίζεται σε 31,75€ ανά μετοχή. Η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής 2/1/2024 ήταν 15,42€, δηλαδή θεωρείται ότι είναι υποτιμημένη στην χρηματιστηριακή αγορά.

Επειδή ο υπολογισμός της εύλογης αξίας της μετοχής της ΟΠΑΠ βασίστηκε σε διάφορες υποθέσεις, σκόπιμο είναι να μελετηθεί η επίπτωση σε αυτή, από τις μεταβολές βασικών παραμέτρων. Έτσι στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται η εύλογη αξία της μετοχής από την μεταβολή κατά $\pm 0,5\%$ στο κόστος ιδίων κεφαλαίων και τα έσοδα.

Πίνακας 15: Ανάλυση ευαισθησίας εύλογης αξίας μετοχής ΟΠΑΠ από $\pm 0,5\%$ μεταβολή στο κόστος ιδίων κεφαλαίων και εσόδων

		Κόστος ιδίων κεφαλαίων				
		2,54%	3,04%	3,54%	4,04%	4,54%
Μεταβολή εσόδων	0,50%	30,10	26,27	23,30	20,94	19,01
	1,00%	36,37	30,95	26,93	23,83	21,38
	1,50%	45,76	37,53	31,75	27,60	24,37
	2,00%	61,39	47,49	38,72	32,69	28,28
	2,50%	92,56	64,32	49,29	39,95	33,58

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα η εύλογη αξία της μετοχής της ΟΠΑΠ βρίσκεται στο χαμηλότερο επίπεδο της για κόστος ιδίων κεφαλαίων 4,54% και αύξηση εσόδων κατά 0,5% ετησίως. Αντίθετα, η αξία της φθάνει τα 92,56€ για μείωση του κόστους ιδίων κεφαλαίων σε 2,54% και αύξηση της μεταβολής των εσόδων σε 2,5%.

Συνεχίζοντας εξετάζεται η ευαισθησία της μετοχής για μεταβολές επίσης στο κόστος ιδίων κεφαλαίων αλλά τον ρυθμό μεταβολής των υπολειμματικών ταμειακών ροών κατά $\pm 0,5\%$.

Πίνακας 16: Ανάλυση ευαισθησίας εύλογης αξίας μετοχής ΟΠΑΠ από $\pm 0,5\%$ μεταβολή στο κόστος ιδίων κεφαλαίων και υπολειμματικών ταμειακών ροών

		Κόστος ιδίων κεφαλαίων				
		2,54%	3,04%	3,54%	4,04%	4,54%
Μεταβολή ΥΤΡ	-0,74%	33,00	28,62	25,27	22,61	20,46
	-0,24%	38,23	32,39	28,10	24,81	22,21
	0,26%	45,75	37,52	31,75	27,59	24,37
	0,76%	57,50	44,90	36,83	31,22	27,10
	1,26%	78,42	56,42	44,06	36,15	30,66

Αν το κόστος ιδίων κεφαλαίων αυξηθεί κατά 1% και ο ρυθμός μεταβολής των υπολειμματικών ταμειακών ροών μειωθεί κατά 1%, τότε η εύλογη τιμή της μετοχής μειώνεται σε 20,46€. Ενώ, αν συμβεί το αντίθετο, δηλαδή το κόστος ιδίων κεφαλαίων μειωθεί κατά 1% και ο ρυθμός μεταβολής υπολειμματικών ταμειακών ροών αυξηθεί κατά 1%, η τιμή της μετοχής αυξάνεται σε 78,42€.

6.2 Αποτίμηση με την μέθοδο προεξόφλησης υπολειμματικών ταμειακών ροών - INTRALOT

6.2.1 Υπολογισμός κόστους ιδίων κεφαλαίων

Η εταιρεία Intralot δραστηριοποιείται στην ίδια αγορά με την ΟΠΑΠ. Επίσης η αποτίμησή της γίνεται για την ίδια χρονική περίοδο. Έτσι η απόδοση χωρίς κίνδυνο και το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς λαμβάνεται ότι είναι το ίδιο για την Intralot όπως και για την ΟΠΑΠ, δηλαδή 3,081% και 9,84% αντίστοιχα. Για τον υπολογισμό του beta της Intralot επίσης λήφθηκαν οι ημερήσιες χρηματιστηριακές τιμές της μετοχής της για την περίοδο Ιανουάριος 2019 έως 2 Ιανουαρίου 2024 και υπολογίστηκαν οι αποδόσεις. Ο beta υπολογίστηκε σε σχέση με τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη για το ίδιο χρονικό διάστημα και ήταν 1,163 (παράρτημα Α). Για την Intralot το κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι:

$$r_e = 3,081\% + 1,163 * 9,84\% = 14,52\%$$

6.2.2 Παραδοχές

Για την αποτίμηση της μετοχής της εταιρείας Intralot με την μέθοδο της προεξόφλησης των υπολειμματικών ταμειακών ροών γίνονται κάποιες υποθέσεις σχετικά με την εξέλιξη βασικών μεγεθών. Ξεκινώντας από την μελλοντική πορεία των εσόδων, η πρώτη παραδοχή αφορά την εξέλιξη των εσόδων. Την περίοδο 2018-2023 η Intralot είχε μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής των εσόδων 1,92%, ενώ το 2023 η αύξηση των εσόδων από το προηγούμενο έτος ήταν 85,18%. Ωστόσο κανένα από τα δύο αυτά ποσοστά δεν θεωρείται ως ενδεικτικό για την πορεία των εσόδων της Intralot για την επόμενη πενταετία. Η εταιρεία έχει επεκτείνει χρονικά υφιστάμενα συμβόλαια έως και το 2027, ενώ συνεχίζει να συνάπτει νέα συμβόλαια. Έτσι για το επόμενο χρονικό διάστημα θεωρείται ότι η εταιρεία θα εκμεταλλευτεί τις διεθνείς προοπτικές ανάπτυξης και θα έχει μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης των εσόδων 10,7%.

Λόγω της πανδημίας το κόστος πωλήσεων ήταν ιδιαίτερα αυξημένο σε σχέση με τα έσοδα. Τα επόμενα έτη έγινε μια ορθολογική διαχείριση του κόστους πώλησης και με την αύξηση των εσόδων το κόστος πωλήσεων το 2023 διαμορφώθηκε σε 46,1% των εσόδων. Το ποσοστό αυτό θεωρείται ότι θα διατηρηθεί τα επόμενα έτη. Όσον αφορά τα επόμενα λειτουργικά έξοδα θεωρείται ότι το 2023 είναι ιδιαίτερα μειωμένα σε σχέση με τα υπόλοιπα έτη και για αυτά το ύψος τους καθορίζεται από τον μέσο όρο της αναλογίας τους προς τις πωλήσεις. Ειδικά για τα έξοδα αναδιάρθρωσης που πραγματοποιήθηκαν το 2021 δεν θεωρείται ότι θα επαναληφθούν και δεν λαμβάνονται καθόλου στην πρόβλεψη της κατάστασης αποτελεσμάτων. Τα λοιπά κέρδη και ζημιές στο παρελθόν ήταν ιδιαίτερα ευμετάβλητα και για αυτό επίσης λαμβάνεται ο μέσος όρος της αναλογίας τους ως προς τις πωλήσεις.

Την περίοδο 2018-2023 η μέση μεταβολή σε κεφαλαιουχικές δαπάνες ήταν -25,26%. Ωστόσο η εταιρεία βάσει της στρατηγικής της είχε επιλέξει να μειώσει τις υψηλές δαπάνες σε κεφαλαιουχικό εξοπλισμό για τον εξορθολογισμό των λειτουργικών αποτελεσμάτων (Intralot, 2024). Έτσι ως πιο ενδεικτικό διάστημα της μεταβολής των κεφαλαιουχικών δαπανών λαμβάνεται η περίοδος 2021-2023, όπου υπήρξε αύξηση των κεφαλαιουχικών δαπανών κατά 6,7%. Βάσει αυτών των προσθηκών και την αναπόσβεστη αξία των υφιστάμενων ενσώματων και ασώματων ακινητοποιήσεων υπολογίζονται και οι ετήσιες αποσβέσεις με συντελεστή τον μέσο λόγο των αποσβέσεων προς την αξία των παγίων για την περίοδο 2018-2023 (16,7%).

Για την πρόβλεψη του κεφαλαίου κίνησης λαμβάνεται ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων (-2,96%) και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (πλην των δανειακών) (-7,91%) την περίοδο 2018-2023. Όσον αφορά την μεταβολή στον δανεισμό το προγενέστερο διάστημα δεν θεωρείται ενδεικτικό για την μελλοντική πορεία του. Αρχικά η εταιρεία είχε ιδιαίτερα υψηλό δανεισμό για να χρηματοδοτήσει μέρος των κεφαλαιουχικών επενδύσεών της. ωστόσο βάσει της στρατηγικής της τα τελευταία χρόνια έχει αποφασιστεί και εφαρμόστηκε η σταδιακή αποκλιμάκωση της κεφαλαιακής μόχλευσης. Το 2023 ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια ήταν 53,6%. Αυτή την αναλογία θεωρείται ότι θα διατηρήσει και στο επόμενο χρονικό διάστημα. Το ύψος των ιδίων κεφαλαίων θεωρείται ότι θα αυξάνει με βάση τα αποτελέσματα εις νέον, των οποίων η αύξηση θα προέλθει από την συνολική προσθήκη των καθαρών κερδών κάθε έτους. Για τον υπολογισμό

του κόστους χρηματοδότησης λαμβάνεται ο μέσος όρος της περιόδου 2018-2023 των χρηματοοικονομικών εξόδων προς τον δανεισμό (7,8%).

Ο ρυθμός μεταβολής των υπολειμματικών ταμειακών ροών των επόμενων πέντε ετών υπολογίστηκε σε 8,31%. Το ποσοστό ανάπτυξής τους θεωρείται ότι θα διατηρηθεί για πάντα. Ολοκληρώνοντας τον καθορισμό των υποθέσεων για την πρόβλεψη θεωρείται επίσης ότι ο φορολογικός συντελεστής της εταιρείας, το κόστος ιδίων κεφαλαίων και ο αριθμός των μετοχών σε κυκλοφορία θα διατηρηθούν αμετάβλητα τα επόμενα έτη σε 22%, 14,52% και 604.095.621 μετοχές αντίστοιχα.

6.2.3 Προβλέψεις και αποτίμηση μετοχής

Σύμφωνα με τις υποθέσεις που έγιναν για την επόμενη πενταετία η πρόβλεψη της κατάστασης αποτελεσμάτων και τα αναμενόμενα καθαρά κέρδη είναι:

Πίνακας 17: Πρόβλεψη κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης (σε χιλ. €) Intralot 2024-2028

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)	2024	2025	2026	2027	2028
Κύκλος Εργασιών (σε χιλ. €)	75.228	83.278	92.189	102.053	112.972
Μείον: Κόστος Πωλήσεων	-34.656	-38.364	-42.469	-47.013	-52.043
Μικτά κέρδη / (ζημιές)	40.573	44.914	49.720	55.040	60.929
Άλλα Έσοδα Εκμεταλλεύσεως	6.446	7.136	7.899	8.744	9.680
Έξοδα Διάθεσης	-11.235	-12.437	-13.768	-15.241	-16.872
Έξοδα Διοίκησης	-20.236	-22.401	-24.798	-27.452	-30.389
Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	-3.593	-3.978	-4.403	-4.874	-5.396
Άλλα Έξοδα Εκμεταλλεύσεως	-2.022	-2.239	-2.478	-2.743	-3.037
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	9.932	10.995	12.171	13.473	14.915
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων	20.276	20.168	20.406	20.967	21.834
Έσοδα / (έξοδα) συμμετοχών και χρεογράφων	32.088	35.522	39.323	43.530	48.188
Κέρδη / (ζημιές) από πώληση παγίων, ζημιές απομείωσης και διαγραφής παγίων	-5.431	-6.012	-6.656	-7.368	-8.156
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα (μετά φόρων)	-10.683	-11.818	-13.068	-14.442	-15.954

Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	7.254	8.030	8.889	9.840	10.893
Συναλλαγματικές Διαφορές	321	356	394	436	482
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	44.164	48.890	54.121	59.912	66.322
Φόροι	-9.716	-10.756	-11.907	-13.181	-14.591
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (σε χιλ. €)	34.448	38.134	42.214	46.731	51.731

Έχοντας υπολογίσει τα αναμενόμενα καθαρά κέρδη στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι προβλέψεις των μεγεθών για τον υπολογισμό των υπολειμματικών ταμειακών ροών της περιόδου 2024-2028, των υπολειμματικών ταμειακών ροών για πάντα καθώς και η παρούσα αξία τους με συντελεστή προεξόφλησης το κόστος ιδίων κεφαλαίων (14,52%).

Πίνακας 18: Πρόβλεψη υπολειμματικών ταμειακών ροών προς τους μετόχους (σε χιλ. €) Intralot

	2024	2025	2026	2027	2028
Καθαρά κέρδη	34.448	38.134	42.214	46.731	51.731
(-) Κεφαλαιουχικές δαπάνες	-3.132	-3.341	-3.565	-3.804	-4.059
(+) Αποσβέσεις	10.344	9.173	8.235	7.494	6.919
(-) Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	-1.657	-1.726	-1.783	-1.830	-1.868
(+) Μεταβολή δανεισμού	18.477	20.454	22.643	25.066	27.748
Υπολειμματικές ταμειακές ροές 2024-2028	58.481	62.694	67.744	73.656	80.471
Υπολειμματικές ταμειακές ροές για πάντα					1.402.441
Σύνολο υπολειμματικών ταμειακών ροών	58.481	62.694	67.744	73.656	1.482.912
Προεξόφληση	0,873	0,762	0,666	0,581	0,508
Παρούσα αξία υπολειμματικών ταμειακών ροών	51.065	47.802	45.103	42.821	752.794
Π.Α. υπολειμματικών ταμειακών ροών προς τους μετόχους (σε χιλ. €)	939.586				
Αριθμός μετοχών	604.095.621				
Αποτίμηση μετοχής	1,56				
Χρηματιστηριακή αξία	1,08				
Λογιστική αξία	0,49				

Με βάση τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία η εύλογη αξία της μετοχής της Intralot υπολογίζεται σε 1,56€, δηλαδή υψηλότερα από την χρηματιστηριακή της αξία (2/1/2024) και αρκετά υψηλότερα από την λογιστική της αξία.

Στην συνέχεια εξετάζεται ο βαθμός ευαισθησίας της εύλογης αξίας για $\pm 1\%$ στο κόστος ιδίων κεφαλαίων και της μεταβολής των εσόδων της εταιρείας.

Πίνακας 19: Ανάλυση ευαισθησίας εύλογης αξίας μετοχής Intralot από $\pm 1\%$ μεταβολή στο κόστος ιδίων κεφαλαίων και εσόδων

		Κόστος ιδίων κεφαλαίων				
		12,52%	13,52%	14,52%	15,52%	16,52%
Μεταβολή εσόδων	8,70%	1,54	1,32	1,16	1,03	0,93
	9,70%	1,84	1,55	1,33	1,17	1,04
	10,70%	2,30	1,85	1,56	1,34	1,18
	11,70%	3,02	2,31	1,87	1,57	1,35
	12,70%	4,39	3,04	2,32	1,88	1,57

Αν το κόστος ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας μειωθεί κατά 1 ή 2 ποσοστιαίες μονάδες και αντίστοιχα αυξηθεί το ποσοστό μεταβολής των εσόδων η εύλογη τιμή της μετοχής μεγιστοποιείται φθάνοντας και στα 4,39€ (κόστος ιδίων κεφαλαίων 12,52% και αύξηση εσόδων 12,7%). Αντίθετα αν υπάρξει αύξηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων κατά 2% και μείωση του ρυθμού ανάπτυξης των εσόδων κατά επίσης 2% η εύλογη τιμή της μετοχής μειώνεται σε 0,93€, δηλαδή χαμηλότερα της χρηματιστηριακής αξίας.

Πίνακας 20: Ανάλυση ευαισθησίας εύλογης αξίας μετοχής Intralot από $\pm 1\%$ μεταβολή στο κόστος ιδίων κεφαλαίων και των υπολειμματικών ταμειακών ρών

		Κόστος ιδίων κεφαλαίων				
		12,52%	13,52%	14,52%	15,52%	16,52%
Μεταβολή ΥΤΡ	6,31%	1,62	1,43	1,25	1,11	1,00
	7,31%	1,86	1,61	1,38	1,21	1,08
	8,31%	2,22	1,86	1,56	1,34	1,18
	9,31%	2,77	2,14	1,80	1,51	1,30
	10,31%	3,80	2,68	2,15	1,74	1,46

Αντίστοιχα εξετάστηκε η ευαισθησία της εύλογης αξίας στις μεταβολές κατά $\pm 1\%$ σε κόστος ιδίων κεφαλαίων και μεταβολή των υπολειμματικών ταμειακών ρών. Όπως φαίνεται από τον πίνακα 20, η ευαισθησία της τιμής στην μεταβολή των υπολειμματικών ταμειακών ρών είναι μικρότερη από ότι στην μεταβολή των εσόδων. Ωστόσο για κόστος ιδίων κεφαλαίων 12,52% και μεταβολή υπολειμματικών ταμειακών ρών 10,31%, η εύλογη αξία της μετοχής είναι 3,8%. Ενώ για κόστος ιδίων κεφαλαίων

16,52% και μεταβολή υπολειμματικών ταμειακών ροιών 6,31% η εύλογη αξία της μετοχής είναι 1€.

6.3 Αποτίμηση με την χρήση πολλαπλασιαστών της αγοράς

Οι εταιρείες ΟΠΑΠ ΑΕ και Intralot ΑΕ είναι οι δύο μοναδικές εισηγμένες εταιρείες στον κλάδο των τυχερών παιχνιδιών στην Ελλάδα. Για την συγκριτική αποτίμηση λαμβάνονται δεδομένα από εταιρείες του κλάδου που λειτουργούν ανταγωνιστικά των ομίλων σε άλλες αγορές. Συγκεκριμένα οι εταιρείες αυτές είναι η Gambling.com Group Ltd και η La Francaise Des Jeux SA, οι οποίες εδρεύουν στην Ιρλανδία και την Γαλλία αντίστοιχα (Morningstar, 2024).

Πίνακας 21: Δείκτες P/E και P/BV εταιρειών ΟΠΑΠ, Intralot και ανταγωνιστών τους 31/12/2023

	P/E	P/BV
ΟΠΑΠ	10,47	10,46
INTRALOT	24,39	2,19
Gambling.com Group Ltd	51,32	3,58
La Francaise Des Jeux SA	19,07	7,49
Μέσος όρος	26,31	5,93
Μέσος όρος πλην ΟΠΑΠ	31,59	4,42
Μέσος όρος πλην INTRALOT	26,95	7,18

Ο μέσος όρος του δείκτη P/E των τεσσάρων εταιρειών είναι 26,31. Σε σχέση με την τιμή αυτή ο αντίστοιχος δείκτης της Intralot και ιδίως της ΟΠΑΠ βρίσκονται σε χαμηλότερα επίπεδα. Αποτιμώντας τη μετοχή της ΟΠΑΠ με τον δείκτη P/E λαμβάνεται ο μέσος όρος του δείκτη των υπόλοιπων τριών εταιρειών ο οποίος είναι 31,59 και βάσει αυτού η αποτίμηση της μετοχής της είναι:

$$P = 31,59 * 1,47\text{€} = 46,53\text{€}$$

Αντίστοιχα για την μετοχή της Intralot η τιμή είναι:

$$P = 26.95 * 0.04 = 1,19\text{€}$$

Η μέση τιμή των τεσσάρων εταιρειών του δείκτη P/BV είναι 5,93. Βάσει αυτής της τιμής ο δείκτης της ΟΠΑΠ βρίσκεται σε υψηλότερα επίπεδα ενώ της Intralot είναι

χαμηλότερα. Αποτιμώντας της μετοχές των δύο εταιρειών με τον δείκτη P/BV προκύπτει ότι:

$$\text{ΟΠΑΠ: } P = 4,42 * 1,47 = 6,52\text{€}$$

$$\text{INTRALOT: } P = 7,18 * 0,49 = 3,53\text{€}$$

Κεφάλαιο 7 : Συμπεράσματα - Προτάσεις

Ο κλάδος των τυχερών παιχνιδιών τα τελευταία έτη παρουσιάζει ραγδαία ανάπτυξη τόσο στην Ελλάδα όσο και διεθνώς. Ειδικά για τα διαδικτυακά παιχνίδια οι ρυθμοί ανάπτυξης ήταν και αναμένεται να παραμείνουν σε υψηλότερα επίπεδα από τα επίγεια παίγνια. Στην Ελλάδα στον κλάδο των τυχερών παιχνιδιών είναι εισηγμένες δύο εταιρείες η ΟΠΑΠ ΑΕ και η Intralot ΑΕ. Η συμβολή του κλάδου αλλά και των δύο εταιρειών συγκεκριμένα είναι μεγάλη στην οικονομία. Περίπου το 90% των εσόδων του δημοσίου προέρχεται από τη διεξαγωγή τυχερών παιχνιδιών από τον ΟΠΑΠ (30,82%) και τις εταιρείες διαδικτυακού στοιχήματος (57,97%). Σκοπός της εργασίας ήταν η χρηματοοικονομική ανάλυση των δύο εταιρειών και ο προσδιορισμός της εύλογης αξίας των μετοχών τους.

Από την χρηματοοικονομική ανάλυση προέκυψαν χρήσιμα συμπεράσματα για την λειτουργία των δύο εταιρειών. Αρχικά, οι δύο εταιρείες είναι διαφορετικού μεγέθους, τόσο βάση των εσόδων όσο και βάσει της αξίας κεφαλαιοποίησης. Τα έσοδα των δύο εταιρειών αλλά και τα καθαρά αποτελέσματα επηρεάστηκαν από την πανδημία. Οι δύο εταιρείες τα τελευταία ένα – δύο έτη παρουσιάζουν σημαντική μείωση της ρευστότητας καθώς μεγάλο μέρος των μακροπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων καθίσταται πληρωτέο. Ωστόσο, η ρευστότητα τα άλλα έτη βρίσκεται σε καλά επίπεδα. Για την ΟΠΑΠ σε αυτό βοηθά η ταχεία είσπραξη των απαιτήσεων και η ανακύκλωση των αποθεμάτων, που ούτως ή άλλως βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα. Αντίθετα, για την Intralot οι εμπορικές απαιτήσεις (κυρίως ενδοομιλικές απαιτήσεις) εισπράττονται με σημαντική καθυστέρηση. Την περίοδο 2019-2023 η εταιρεία ΟΠΑΠ φαίνεται να διαχειρίζεται πιο αποτελεσματικά τα περιουσιακά στοιχεία της και τα ίδια κεφάλαια για την παραγωγή εσόδων από την εταιρεία Intralot.

Μεταξύ των δύο εταιρειών υπάρχει σημαντική απόκλιση στην διάρθρωση των κεφαλαίων. Η εταιρεία ΟΠΑΠ την τελευταία πενταετία διατηρεί ένα σχετικά σταθερό βαθμό κεφαλαιακής μόχλευσης και δεν φαίνεται να αντιμετωπίζει προβλήματα στην κάλυψη των χρηματοοικονομικών εξόδων. Αντίθετα, η εταιρεία Intralot στηρίχθηκε σημαντικά σε δανειακά κεφάλαια (κυρίως από εταιρείες του ομίλου) για την ανάπτυξη της έχοντας στην αρχή της εξεταζόμενης περιόδου πολύ μεγάλη εξάρτηση από ξένα κεφάλαια. Η πολιτική της εταιρείας ως προς αυτό το θέμα τα τελευταία έτη μεταβλήθηκε

και από το 2020 και μετά μειώνει σταδιακά των δανεισμό της, φθάνοντας το 2023 να έχει αρκετά υψηλό βαθμό κεφαλαιακής αυτονομίας.

Σημαντικές διαφορές υπάρχουν και στην κερδοφορία και την απόδοση κεφαλαίων μεταξύ των δύο εταιρειών. Η ΟΠΑΠ είχε σταθερά ανοδική πορεία καθαρών κερδών (με εξαίρεση το 2020), ενώ η Intralot έως το 2022 ήταν ζημιογόνα. Ωστόσο, και οι δύο εταιρείες δεν φαίνεται να αντιμετωπίζουν προβλήματα βιωσιμότητας καθώς η ΟΠΑΠ στηρίζεται στην ισχυρή θέση της στην αγορά, την σταθερή αύξηση των εσόδων και των καθαρών κερδών, ενώ η Intralot στις μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης λόγω της καινοτομίας που διαθέτει, την σημαντική βελτίωση των αποτελεσμάτων το 2023 και την μεγάλη ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων της από το 2022 και μετά.

Επίσης, στην χρηματιστηριακή αγορά υπάρχουν αποκλίσεις μεταξύ των δύο μετοχών τόσο ως προς τις αποδόσεις τους όσο και ως προς τον κίνδυνο. Την περίοδο 2019-2023 η εταιρεία ΟΠΑΠ είχε χαμηλότερες ετησιοποιημένες αποδόσεις (26,02%) από την εταιρεία Intralot (33,73%) και τον Γενικό Δείκτη (26,2%). Ωστόσο, ο beta της εταιρείας είναι κοντά στο μηδέν δείχνοντας ότι οι αποδόσεις του δεν συσχετίζονται με τις αποδόσεις της αγοράς. Αυτό έχει ως συνέπεια τον χαμηλό κόστος ιδίων κεφαλαίων. Από την άλλη μεριά η Intralot έχει beta 1,163, δηλαδή οι αποδόσεις είναι πιο ευμετάβλητες από τις αποδόσεις της αγοράς, με αποτέλεσμα το κόστος ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας να είναι 14,52%.

Με βάση τα ιστορικά στοιχεία των δύο εταιρειών και των προοπτικών ανάπτυξης έγινε η αποτίμηση των μετοχών τους με την μέθοδο της προεξόφλησης των υπολειμματικών ταμειακών ροών προς τους μετόχους. Από τα αποτελέσματα της αποτίμησης προέκυψε ότι και οι δύο μετοχές είναι υποτιμημένες στην χρηματιστηριακή αγορά. Συγκεκριμένα, η χρηματιστηριακή τιμή της ΟΠΑΠ ήτα 15,42€ και η εύλογη αξία της είναι 31,75€. Ενώ για την Intralot η χρηματιστηριακή τιμή είναι 1,08€ και η εύλογη αξία 1,56€. Συνεπώς, θεωρείται ότι στο μέλλον θα υπάρξει αύξηση των τιμών των δύο μετοχών στην χρηματιστηριακή αγορά. Σχεδόν ανάλογα ήταν τα ευρήματα και από την συγκριτική αποτίμηση των δύο εταιρειών με τους δείκτες P/E και P/BV δηλαδή προκύπτει ότι οι μετοχές είναι υποτιμημένες (εξαιρείται η ΟΠΑΠ βάση του δείκτη P/BV).

Πίνακας 22: Σύνοψη αποτελεσμάτων αποτίμησης μετοχών ΟΠΑΠ και Intralot

	ΟΠΑΠ	INTRALOT
Ονομαστική αξία	0,30	0,30
Λογιστική αξία	1,47	0,49
Χρηματιστηριακή τιμή	15,42	1,08
Εύλογη αξία	31,75	1,56
P/E	46,53	1,19
P/BV	6,52	3,53

Τα ευρήματα της έρευνας είναι σημαντικά για τους επενδυτές. Παρόλα αυτά είναι απαραίτητο να υπάρχει μια επιφυλακτικότητα ειδικά όσον αφορά την συγκριτική αποτίμηση. Η συγκριτική αποτίμηση θα πρέπει να βασίζεται σε εταιρείες με παρεμφερή χαρακτηριστικά και κίνδυνο. Ωστόσο, στην παρούσα έρευνα ελλείπει στοιχείων στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά για άλλες εταιρείες του κλάδου, λαμβάνονται ως ομότιμες εταιρείες που όντως δραστηριοποιούνται στον κλάδο αλλά σε άλλες αγορές, διαφορετικού μεγέθους και με διαφορετικούς κινδύνους. Ακόμα και μεταξύ των δύο εταιρειών του κλάδου στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά υπάρχουν σημαντικές αποκλίσεις, που εγείρουν αμφιβολίες για την εγκυρότητα της συγκριτικής αποτίμησης. Όμως και η αποτίμηση με την προεξόφληση των υπολειμματικών ταμειακών ροών μπορεί να οδηγήσει σε παραπλανητικά συμπεράσματα αφού η πρόβλεψη βασίζεται σε μια σειρά από παραδοχές των οποίων η έκβαση είναι αβέβαιη. Σημαντικό βοήθημα σε αυτό είναι η ανάλυση ευαισθησίας που πραγματοποιήθηκε και σε ένα βαθμό αποκαλύπτει το εύρος των τιμών που μπορεί να προκύψει από μεταβολές σε βασικές παραδοχές της πρόβλεψης. Σκόπιμο θα ήταν για την επικύρωση των ευρημάτων της αποτίμησης να χρησιμοποιηθούν και άλλες μέθοδοι αποτίμησης.

Βιβλιογραφία - Πηγές

- Athex Group, 2024. *Athex Group*. [Online] : <https://www.athexgroup.gr/el/web/quest/info-market-activity-categories-transactions>.
- Banking News, 2021. *Banking News*. [Online] : <https://www.bankingnews.gr/toyrismos-aerometafores/articles/594628/poso-tzogaroun-oi-ellines-ti-apokalyptei-erevnatis-kapa-research>.
- Buckle, M.J., Seaton, J. & Thomas, S., 2016. Chapter 7: Financial Statements. CFA Institute. pp.147-74.
- Capital.gr, 2024. *Capital.gr*.: <https://www.capital.gr/finance/sectors>.
- Cooper, D.R. & Schindler, P.S., 2014. *Business Research Methods*. 12th ed. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Damodaran, A., 2012. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*. University edition ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A., 2024. *Stern NYU*.: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html.
- De Luca, P., 2018. *Analytical Corporate Valuation*. Cham: Springer Nature Switzerland.
- Eser, A., 2024. *WORLDMETRICS.ORG*.: <https://worldmetrics.org/global-gambling-industry-statistics/>.
- Futures and Options, 2015. *Futures and Options*.: <https://www.futuresandoptions.gr/%cf%84%ce%b9-%ce%b5%ce%af%ce%bd%ce%b1%ce%b9-%ce%bf-%cf%83%cf%85%ce%bd%cf%84%ce%b5%ce%bb%ce%b5%cf%83%cf%84%ce%ae%cf%82-%ce%b2%ce%ae%cf%84%ce%b1-beta-coefficient/>.
- Harrington, J.P., Nunes, C.S., Aboulamer, A. & Grabowski, R.J., 2021. *Valuation Handbook- International Guide to Cost of Capital*. Duff & Phelps, A Kroll Business.
- iefimerida, 2024. *iefimerida*.: <https://www.iefimerida.gr/tehnologia/intralot-stin-koryfi-tyheroy-paihniديو-pagkosmia>.
- Intralot, 2024. *Intralot*.: <https://www.intralot.com/investor-relations/financial-results/>.
- Intralot, 2024. *Ετήσια Οικονομική Έκθεση 2023*. Παιανία: INTPALOT ΑΕ.
- Jaafar, S.B., Mohamed, A.b. & Ismail, M.S., 2023. Financial Statements and External Users' Wealth Related to Decision-Making. *International Journal of Business and Management*, 7(3), pp.1-6.

- Kapa Research, 2021. *Banking News*.: <https://www.bankingnews.gr/toyrismos-aerometafores/articles/594628/poso-tzogaroun-oi-ellines-ti-apokalyptei-erevna-tis-kapa-research>.
- Lekovic, M. & Arsenovic, S., 2013. The role and importance of quality financial reporting. *Bankarstvo*, 4, pp.78-95.
- Market Risk Premia, 2024. *Market Risk Premia*.: <http://www.market-risk-premia.com/gr.html>.
- Morningstar, 2024. *Morningstar*.: <https://www.morningstar.com/stocks/xath/opap/quote>.
- NBG, 2024. *National Bank of Greece*.: <https://www.nbg.gr/en/business/business-life-cycle/results-anaptiksi/business-valuation-why-its-important-and-how-to-get-one>.
- Needles, B.E. & Powers, M., 2011. *Principles of Financial Accounting*. 11th ed. Mason: Cengage Learning.
- Osadchy, E.A. et al., 2018. Financial Statements of a Company as an Information Base for Decision-Making in a Transforming Economy. *European Research Studies Journal*, XXI(2), pp.339-50.
- Quesada, H.J., 2019. *Analysis of Financial Statements Using Ratios*. Petersburg: Virginia Cooperative Extension.
- Reilly, F.K. & Brown, K.C., 2012. *Investment Analysis & Portfolio Management*. 10th ed. Mason: South-Western Cengage Learning.
- Schmidlin, N., 2014. *The Art of Company Valuation and Financial Statement Analysis*. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
- Schmidt, J., 2024. *Corporate Finance Institute*.: [https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/](https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/valuation/).
- Statista, 2023. *Statista*.: <https://www.statista.com/statistics/885838/average-risk-free-rate-greece/>.
- Suthar, K., 2018. Financial Ratio Analysis: A Theoretical Study. *International Journal of Research in all Subjects in Multi Languages*, 6(3), pp.61-64.
- World Government Bonds, 2024. *World Government Bonds*.: <https://www.worldgovernmentbonds.com/bond-historical-data/greece/10-years/>.
- Zdravkoski, I., 2013. Dimension and importance of ratio analysis through financial statements as a reliable basis for future of business entities. *Global Virtual Conference Workshop*, pp.115-17.
- ΕΕΕΠ, 2024. *Έκθεση Πραγμάτων 2023*. Αθήνα: Επιτροπή Εποπτείας και Ελέγχου Παιγνίων.

- ΕΕΕΠ, 2024. *Επιτροπή Εποπτείας και Ελέγχου Παιγνίων*.: <https://www.gamingcommission.gov.gr/index.php/paignia/i-agera-paignion>.
- Ντζανάτος, Δ., 2023. *Κρίσιμα Διαχρονικά Μεγέθη Διαδικτυακών Παρόχων Παιγνίων*. Αθήνα: Επιτροπή Εποπτείας και Ελέγχου Παιγνίων.
- ΟΠΑΠ, 2022. *Ετήσια Οικονομική Έκθεση Χρήσης 2021*. Αθήνα: ΟΠΑΠ ΑΕ.
- ΟΠΑΠ, 2024. *Ετήσια Οικονομική Έκθεση 2023*. Αθήνα: ΟΠΑΠ ΑΕ.
- ΟΠΑΠ, 2024. ΟΠΑΠ. [Online] Available at: <https://investors.opap.gr/el-gr/results-and-news/financial-statements/2024>.
- Παπαδόπουλος, Π., 2024. *The Total Business*.: <https://www.thetotalbusiness.com/2024/09/09/tzogos-pontarismata-rekor-kai-i-megali-alitheia-gia-ta-alithina-posa/>.
- Χρυσικόπουλος, Ν., 2024. *New Money*.: <https://www.newmoney.gr/roh/palmos-oikonomias/epixeiriseis/tichera-pechnidia-ektoteftike-i-agera-tin-teleftea-10etia-apokaliptika-stichia-pinakas/>.

Παραρτήματα

Παράρτημα Α: Ημερήσιες τιμές και αποδόσεις εταιρειών ΟΠΑΠ και Intralot και Γ.Δ.

Ημερομηνία	ΟΠΑΠ	Intralot	Γ.Δ.	ΟΠΑΠ	Intralot	Γ.Δ.
2/1/2019	7,17	0,412	605,34			
3/1/2019	7,1017	0,4205	607,05	-0,0098	0,0206	0,0028
4/1/2019	7,1718	0,44	615,69	0,0099	0,0464	0,0142
7/1/2019	7,3308	0,475	620,6	0,0222	0,0795	0,0080
8/1/2019	7,443	0,5	626,13	0,0153	0,0526	0,0089
9/1/2019	7,4991	0,48	638,22	0,0075	-0,0400	0,0193
10/1/2019	7,5271	0,479	633,2	0,0037	-0,0021	-0,0079
11/1/2019	7,6674	0,48	635,7	0,0186	0,0021	0,0039
14/1/2019	7,4804	0,4745	629,88	-0,0244	-0,0115	-0,0092
15/1/2019	7,4523	0,474	622,78	-0,0038	-0,0011	-0,0113

16/1/2019	7,4055	0,461	622,76	-0,0063	-0,0274	0,0000
17/1/2019	7,4804	0,448	616,96	0,0101	-0,0282	-0,0093
18/1/2019	7,4336	0,456	617,37	-0,0063	0,0179	0,0007
21/1/2019	7,658	0,46	619,27	0,0302	0,0088	0,0031
22/1/2019	7,8076	0,4745	630,17	0,0195	0,0315	0,0176
23/1/2019	7,8637	0,4655	631,32	0,0072	-0,0190	0,0018
24/1/2019	7,9572	0,459	632,34	0,0119	-0,0140	0,0016
25/1/2019	7,9572	0,461	633,32	0,0000	0,0044	0,0015
28/1/2019	7,9946	0,475	630,7	0,0047	0,0304	-0,0041
29/1/2019	7,9946	0,467	635,51	0,0000	-0,0168	0,0076
30/1/2019	8,0413	0,462	635,67	0,0058	-0,0107	0,0003
31/1/2019	8,2097	0,463	634,64	0,0209	0,0022	-0,0016
1/2/2019	8,1817	0,458	641,48	-0,0034	-0,0108	0,0108
4/2/2019	7,9712	0,464	647,19	-0,0257	0,0131	0,0089
5/2/2019	7,9665	0,486	652,71	-0,0006	0,0474	0,0085
6/2/2019	7,9618	0,533	654,39	-0,0006	0,0967	0,0026
7/2/2019	7,9946	0,531	645,16	0,0041	-0,0038	-0,0141
8/2/2019	8,0413	0,569	649,87	0,0058	0,0716	0,0073
11/2/2019	8,004	0,561	654,57	-0,0046	-0,0141	0,0072
12/2/2019	8,0274	0,54	655,09	0,0029	-0,0374	0,0008
13/2/2019	8,2191	0,5	656,08	0,0239	-0,0741	0,0015
14/2/2019	8,2237	0,474	654,03	0,0006	-0,0520	-0,0031
15/2/2019	8,3639	0,482	655,1	0,0170	0,0169	0,0016
18/2/2019	8,3219	0,512	667,46	-0,0050	0,0622	0,0189
19/2/2019	8,3219	0,495	666,96	0,0000	-0,0332	-0,0007
20/2/2019	8,3779	0,523	671,5	0,0067	0,0566	0,0068
21/2/2019	8,3266	0,511	677,17	-0,0061	-0,0229	0,0084
22/2/2019	8,4153	0,505	676,87	0,0107	-0,0117	-0,0004
25/2/2019	8,5089	0,514	686,77	0,0111	0,0178	0,0146
26/2/2019	8,4902	0,518	692,84	-0,0022	0,0078	0,0088
27/2/2019	8,3967	0,514	695,24	-0,0110	-0,0077	0,0035
28/2/2019	8,4529	0,53	707,51	0,0067	0,0311	0,0176
1/3/2019	8,3125	0,518	712,61	-0,0166	-0,0226	0,0072
4/3/2019	8,4153	0,534	704,21	0,0124	0,0309	-0,0118
5/3/2019	8,6491	0,474	698,83	0,0278	-0,1124	-0,0076
6/3/2019	8,4808	0,475	707,17	-0,0195	0,0021	0,0119
7/3/2019	8,4153	0,475	704,43	-0,0077	0,0000	-0,0039
8/3/2019	8,4341	0,464	696,56	0,0022	-0,0232	-0,0112
12/3/2019	8,4808	0,473	703,91	0,0055	0,0194	0,0106
13/3/2019	8,3733	0,508	710,19	-0,0127	0,0740	0,0089
14/3/2019	8,1723	0,509	719,9	-0,0240	0,0020	0,0137
15/3/2019	8,0413	0,5	722,12	-0,0160	-0,0177	0,0031
18/3/2019	8,1349	0,5	725,41	0,0116	0,0000	0,0046
19/3/2019	8,2284	0,4815	714,44	0,0115	-0,0370	-0,0151
20/3/2019	8,2657	0,48	715,47	0,0045	-0,0031	0,0014
21/3/2019	8,35	0,481	717,9	0,0102	0,0021	0,0034
22/3/2019	8,4153	0,485	708,24	0,0078	0,0083	-0,0135
26/3/2019	8,4435	0,484	712,25	0,0034	-0,0021	0,0057

27/3/2019	8,4153	0,518	713,73	-0,0033	0,0702	0,0021
28/3/2019	8,3779	0,5	713,66	-0,0044	-0,0347	-0,0001
29/3/2019	8,2751	0,512	721,37	-0,0123	0,0240	0,0108
1/4/2019	8,4435	0,519	741,01	0,0204	0,0137	0,0272
2/4/2019	8,6024	0,52	743,46	0,0188	0,0019	0,0033
3/4/2019	8,6958	0,506	749,4	0,0109	-0,0269	0,0080
4/4/2019	8,7146	0,505	745	0,0022	-0,0020	-0,0059
5/4/2019	8,6024	0,536	754,42	-0,0129	0,0614	0,0126
8/4/2019	8,5883	0,527	753,58	-0,0016	-0,0168	-0,0011
9/4/2019	8,6024	0,52	753,16	0,0016	-0,0133	-0,0006
10/4/2019	8,6958	0,514	755,53	0,0109	-0,0115	0,0031
11/4/2019	8,8174	0,517	764,13	0,0140	0,0058	0,0114
12/4/2019	8,752	0,54	765,67	-0,0074	0,0445	0,0020
15/4/2019	8,7613	0,551	773,51	0,0011	0,0204	0,0102
16/4/2019	8,7613	0,505	775,78	0,0000	-0,0835	0,0029
17/4/2019	8,7613	0,496	773,44	0,0000	-0,0178	-0,0030
18/4/2019	8,7427	0,465	778,42	-0,0021	-0,0625	0,0064
23/4/2019	8,752	0,474	776,4	0,0011	0,0194	-0,0026
24/4/2019	8,752	0,4555	772,66	0,0000	-0,0390	-0,0048
25/4/2019	8,7707	0,44	772,74	0,0021	-0,0340	0,0001
30/4/2019	8,7707	0,418	773,24	0,0000	-0,0500	0,0006
2/5/2019	8,7427	0,426	775,16	-0,0032	0,0191	0,0025
3/5/2019	8,9764	0,432	774,37	0,0267	0,0141	-0,0010
6/5/2019	8,9671	0,4255	754,2	-0,0010	-0,0150	-0,0260
7/5/2019	8,8315	0,428	758,97	-0,0151	0,0059	0,0063
8/5/2019	8,6164	0,4125	743,01	-0,0244	-0,0362	-0,0210
9/5/2019	8,6305	0,4035	728,62	0,0016	-0,0218	-0,0194
10/5/2019	8,5089	0,428	736,01	-0,0141	0,0607	0,0101
13/5/2019	8,2518	0,4	724,65	-0,0302	-0,0654	-0,0154
14/5/2019	8,3406	0,385	732,06	0,0108	-0,0375	0,0102
15/5/2019	8,2284	0,3535	722,88	-0,0135	-0,0818	-0,0125
16/5/2019	8,0694	0,358	726,51	-0,0193	0,0127	0,0050
17/5/2019	7,8357	0,3625	729,31	-0,0290	0,0126	0,0039
20/5/2019	7,8076	0,3545	717,21	-0,0036	-0,0221	-0,0166
21/5/2019	7,8684	0,3585	733,18	0,0078	0,0113	0,0223
22/5/2019	7,8496	0,3535	731,49	-0,0024	-0,0139	-0,0023
23/5/2019	7,8543	0,323	725,56	0,0006	-0,0863	-0,0081
24/5/2019	7,8543	0,326	732,02	0,0000	0,0093	0,0089
27/5/2019	7,9853	0,34	776,6	0,0167	0,0429	0,0609
28/5/2019	8,0413	0,365	794,63	0,0070	0,0735	0,0232
29/5/2019	8,5089	0,379	793,06	0,0581	0,0384	-0,0020
30/5/2019	8,5836	0,395	818,33	0,0088	0,0422	0,0319
31/5/2019	8,5557	0,4	830,24	-0,0033	0,0127	0,0146
3/6/2019	8,6865	0,344	836,84	0,0153	-0,1400	0,0079
4/6/2019	8,766	0,3345	813,33	0,0092	-0,0276	-0,0281
5/6/2019	8,9156	0,363	821,4	0,0171	0,0852	0,0099
6/6/2019	8,6958	0,335	816,95	-0,0247	-0,0771	-0,0054
7/6/2019	8,6958	0,3575	815,97	0,0000	0,0672	-0,0012

10/6/2019	8,8455	0,361	842,76	0,0172	0,0098	0,0328
11/6/2019	8,9017	0,366	845,95	0,0064	0,0139	0,0038
12/6/2019	9,2476	0,3695	843,73	0,0389	0,0096	-0,0026
13/6/2019	9,3037	0,388	850,37	0,0061	0,0501	0,0079
14/6/2019	9,1634	0,4	847,36	-0,0151	0,0309	-0,0035
18/6/2019	9,3084	0,441	853,32	0,0158	0,1025	0,0070
19/6/2019	9,2009	0,4305	844	-0,0115	-0,0238	-0,0109
20/6/2019	9,3224	0,403	836,78	0,0132	-0,0639	-0,0086
21/6/2019	9,1587	0,409	838,72	-0,0176	0,0149	0,0023
24/6/2019	9,1354	0,418	849,35	-0,0025	0,0220	0,0127
25/6/2019	9,3457	0,4065	846,66	0,0230	-0,0275	-0,0032
26/6/2019	9,5748	0,406	852,27	0,0245	-0,0012	0,0066
27/6/2019	9,4253	0,421	859,12	-0,0156	0,0369	0,0080
28/6/2019	8,8923	0,436	868,48	-0,0565	0,0356	0,0109
1/7/2019	9,1634	0,48	874,38	0,0305	0,1009	0,0068
2/7/2019	9,2102	0,49	874,47	0,0051	0,0208	0,0001
3/7/2019	9,1634	0,489	891,31	-0,0051	-0,0020	0,0193
4/7/2019	9,2102	0,523	892,94	0,0051	0,0695	0,0018
5/7/2019	9,3504	0,505	894,66	0,0152	-0,0344	0,0019
8/7/2019	9,257	0,482	878,17	-0,0100	-0,0455	-0,0184
9/7/2019	9,3972	0,45	840,58	0,0151	-0,0664	-0,0428
10/7/2019	9,3972	0,489	861,57	0,0000	0,0867	0,0250
11/7/2019	9,0185	0,4795	863,33	-0,0403	-0,0194	0,0020
12/7/2019	9,098	0,475	858,35	0,0088	-0,0094	-0,0058
15/7/2019	8,939	0,469	851,28	-0,0175	-0,0126	-0,0082
16/7/2019	9,0653	0,4795	855,91	0,0141	0,0224	0,0054
17/7/2019	9,0886	0,504	868,01	0,0026	0,0511	0,0141
18/7/2019	9,0606	0,495	870,58	-0,0031	-0,0179	0,0030
19/7/2019	9,2756	0,495	867,81	0,0237	0,0000	-0,0032
22/7/2019	9,2055	0,496	864,99	-0,0076	0,0020	-0,0032
23/7/2019	9,285	0,526	869,64	0,0086	0,0605	0,0054
24/7/2019	9,3037	0,546	874,34	0,0020	0,0380	0,0054
25/7/2019	9,3457	0,521	885,99	0,0045	-0,0458	0,0133
26/7/2019	9,3037	0,527	890,7	-0,0045	0,0115	0,0053
29/7/2019	9,4253	0,521	895,04	0,0131	-0,0114	0,0049
30/7/2019	9,6404	0,523	889,81	0,0228	0,0038	-0,0058
31/7/2019	9,5094	0,577	899,93	-0,0136	0,1033	0,0114
1/8/2019	9,4626	0,56	895,04	-0,0049	-0,0295	-0,0054
2/8/2019	9,5188	0,546	885,11	0,0059	-0,0250	-0,0111
5/8/2019	9,3972	0,511	851,2	-0,0128	-0,0641	-0,0383
6/8/2019	9,3504	0,515	844,47	-0,0050	0,0078	-0,0079
7/8/2019	9,2662	0,476	837,56	-0,0090	-0,0757	-0,0082
8/8/2019	9,126	0,49	846,8	-0,0151	0,0294	0,0110
9/8/2019	9,0746	0,475	840,27	-0,0056	-0,0306	-0,0077
12/8/2019	9,0699	0,46	831,16	-0,0005	-0,0316	-0,0108
13/8/2019	9,1822	0,4815	818,51	0,0124	0,0467	-0,0152
14/8/2019	9,1307	0,47	798,89	-0,0056	-0,0239	-0,0240
16/8/2019	9,0699	0,4785	792,06	-0,0067	0,0181	-0,0085

19/8/2019	8,9296	0,5	828,3	-0,0155	0,0449	0,0458
20/8/2019	8,7052	0,5	829,74	-0,0251	0,0000	0,0017
21/8/2019	8,9904	0,497	832,72	0,0328	-0,0060	0,0036
22/8/2019	8,9437	0,505	845,22	-0,0052	0,0161	0,0150
23/8/2019	8,8923	0,49	831,7	-0,0057	-0,0297	-0,0160
26/8/2019	8,8362	0,481	828,95	-0,0063	-0,0184	-0,0033
27/8/2019	8,7613	0,472	831,64	-0,0085	-0,0187	0,0032
28/8/2019	8,6491	0,4815	843,42	-0,0128	0,0201	0,0142
29/8/2019	8,6024	0,468	858,46	-0,0054	-0,0280	0,0178
30/8/2019	8,6958	0,47	868,1	0,0109	0,0043	0,0112
2/9/2019	8,939	0,4675	860,51	0,0280	-0,0053	-0,0087
3/9/2019	8,9671	0,475	853,89	0,0031	0,0160	-0,0077
4/9/2019	8,9764	0,479	854,48	0,0010	0,0084	0,0007
5/9/2019	8,7801	0,488	874,65	-0,0219	0,0188	0,0236
6/9/2019	8,8455	0,4795	869,38	0,0074	-0,0174	-0,0060
9/9/2019	9,1634	0,47	858,8	0,0359	-0,0198	-0,0122
10/9/2019	9,2196	0,463	849,81	0,0061	-0,0149	-0,0105
11/9/2019	9,2335	0,461	857,3	0,0015	-0,0043	0,0088
12/9/2019	9,1634	0,4675	850,55	-0,0076	0,0141	-0,0079
13/9/2019	9,1073	0,482	856,99	-0,0061	0,0310	0,0076
16/9/2019	9,0559	0,4835	867,94	-0,0056	0,0031	0,0128
17/9/2019	9,1447	0,47	861,91	0,0098	-0,0279	-0,0069
18/9/2019	9,3037	0,485	872,58	0,0174	0,0319	0,0124
19/9/2019	9,257	0,484	873,93	-0,0050	-0,0021	0,0015
20/9/2019	9,257	0,482	876,17	0,0000	-0,0041	0,0026
23/9/2019	9,1681	0,48	862,59	-0,0096	-0,0041	-0,0155
24/9/2019	9,1167	0,478	868,01	-0,0056	-0,0042	0,0063
25/9/2019	8,9764	0,47	862,09	-0,0154	-0,0167	-0,0068
26/9/2019	8,9577	0,468	866,18	-0,0021	-0,0043	0,0047
27/9/2019	8,9811	0,4555	870,35	0,0026	-0,0267	0,0048
30/9/2019	9,0138	0,38	868,42	0,0036	-0,1658	-0,0022
1/10/2019	8,8829	0,41	861,5	-0,0145	0,0789	-0,0080
2/10/2019	8,8221	0,4	835,55	-0,0068	-0,0244	-0,0301
3/10/2019	8,682	0,387	822,8	-0,0159	-0,0325	-0,0153
4/10/2019	8,6491	0,39	824,29	-0,0038	0,0078	0,0018
7/10/2019	8,6024	0,3715	829,52	-0,0054	-0,0474	0,0063
8/10/2019	8,6538	0,3605	824,06	0,0060	-0,0296	-0,0066
9/10/2019	8,8923	0,3675	831,72	0,0276	0,0194	0,0093
10/10/2019	8,7988	0,355	839,22	-0,0105	-0,0340	0,0090
11/10/2019	8,7427	0,365	855,95	-0,0064	0,0282	0,0199
14/10/2019	8,7567	0,373	855,89	0,0016	0,0219	-0,0001
15/10/2019	8,9296	0,37	858,16	0,0197	-0,0080	0,0027
16/10/2019	8,8829	0,381	858,37	-0,0052	0,0297	0,0002
17/10/2019	8,9203	0,394	859,32	0,0042	0,0341	0,0011
18/10/2019	9,1027	0,3865	862,58	0,0204	-0,0190	0,0038
21/10/2019	9,257	0,419	867,16	0,0170	0,0841	0,0053
22/10/2019	9,2382	0,4565	873,5	-0,0020	0,0895	0,0073
23/10/2019	9,257	0,434	873,13	0,0020	-0,0493	-0,0004

24/10/2019	9,1073	0,423	873,98	-0,0162	-0,0253	0,0010
25/10/2019	9,0279	0,453	872,3	-0,0087	0,0709	-0,0019
29/10/2019	9,126	0,441	873,4	0,0109	-0,0265	0,0013
30/10/2019	9,1167	0,4395	875,73	-0,0010	-0,0034	0,0027
31/10/2019	9,1167	0,442	882,57	0,0000	0,0057	0,0078
1/11/2019	9,1634	0,445	880,36	0,0051	0,0068	-0,0025
4/11/2019	9,1167	0,448	879,25	-0,0051	0,0067	-0,0013
5/11/2019	9,285	0,4305	873,34	0,0185	-0,0391	-0,0067
6/11/2019	8,9764	0,408	859,81	-0,0332	-0,0523	-0,0155
7/11/2019	8,9296	0,41	869,47	-0,0052	0,0049	0,0112
8/11/2019	8,9296	0,401	864,69	0,0000	-0,0220	-0,0055
11/11/2019	9,0559	0,386	855,92	0,0141	-0,0374	-0,0101
12/11/2019	9,0699	0,4075	866,48	0,0015	0,0557	0,0123
13/11/2019	9,0418	0,3925	870,93	-0,0031	-0,0368	0,0051
14/11/2019	9,0699	0,409	889,84	0,0031	0,0420	0,0217
15/11/2019	8,9437	0,4	885,24	-0,0139	-0,0220	-0,0052
18/11/2019	9,0045	0,4	888,29	0,0068	0,0000	0,0034
19/11/2019	9,0465	0,3965	893,37	0,0047	-0,0088	0,0057
20/11/2019	9,1493	0,405	890,37	0,0114	0,0214	-0,0034
21/11/2019	9,1775	0,405	883,39	0,0031	0,0000	-0,0078
22/11/2019	9,257	0,406	891,3	0,0087	0,0025	0,0090
25/11/2019	9,2102	0,397	898,23	-0,0051	-0,0222	0,0078
26/11/2019	9,3504	0,3885	891,86	0,0152	-0,0214	-0,0071
27/11/2019	9,4253	0,394	895,03	0,0080	0,0142	0,0036
28/11/2019	9,5094	0,3885	899,75	0,0089	-0,0140	0,0053
29/11/2019	9,7244	0,387	901,58	0,0226	-0,0039	0,0020
2/12/2019	10,2481	0,378	892,97	0,0539	-0,0233	-0,0095
3/12/2019	10,4351	0,373	881,28	0,0182	-0,0132	-0,0131
4/12/2019	10,3509	0,372	888,68	-0,0081	-0,0027	0,0084
5/12/2019	10,192	0,37	878,57	-0,0154	-0,0054	-0,0114
6/12/2019	10,2855	0,3665	873,21	0,0092	-0,0095	-0,0061
9/12/2019	10,3042	0,3575	863,77	0,0018	-0,0246	-0,0108
10/12/2019	10,2855	0,358	861,67	-0,0018	0,0014	-0,0024
11/12/2019	10,22	0,3745	883,96	-0,0064	0,0461	0,0259
12/12/2019	10,3323	0,376	885,21	0,0110	0,0040	0,0014
13/12/2019	10,7343	0,38	891,08	0,0389	0,0106	0,0066
16/12/2019	10,968	0,365	880,76	0,0218	-0,0395	-0,0116
17/12/2019	11,1831	0,363	894,49	0,0196	-0,0055	0,0156
18/12/2019	10,7997	0,373	905,64	-0,0343	0,0275	0,0125
19/12/2019	11,2953	0,3665	902,78	0,0459	-0,0174	-0,0032
20/12/2019	11,2018	0,368	892,06	-0,0083	0,0041	-0,0119
23/12/2019	11,0802	0,3895	912,52	-0,0109	0,0584	0,0229
27/12/2019	10,5847	0,379	920,54	-0,0447	-0,0270	0,0088
30/12/2019	10,968	0,3705	917,79	0,0362	-0,0224	-0,0030
31/12/2019	10,8933	0,368	916,67	-0,0068	-0,0067	-0,0012
2/1/2020	10,968	0,3905	930,71	0,0069	0,0611	0,0153
3/1/2020	10,8372	0,388	920,09	-0,0119	-0,0064	-0,0114
7/1/2020	11,0335	0,393	924,69	0,0181	0,0129	0,0050

8/1/2020	10,8745	0,384	914,17	-0,0144	-0,0229	-0,0114
9/1/2020	11,0709	0,384	926,06	0,0181	0,0000	0,0130
10/1/2020	10,9961	0,384	923,63	-0,0068	0,0000	-0,0026
13/1/2020	11,4543	0,3805	919,39	0,0417	-0,0091	-0,0046
14/1/2020	11,5198	0,3835	923,69	0,0057	0,0079	0,0047
15/1/2020	11,2766	0,3855	928,66	-0,0211	0,0052	0,0054
16/1/2020	11,2953	0,386	932,13	0,0017	0,0013	0,0037
17/1/2020	11,314	0,38	934,22	0,0017	-0,0155	0,0022
20/1/2020	10,6034	0,3995	940,2	-0,0628	0,0513	0,0064
21/1/2020	10,6969	0,3985	942,27	0,0088	-0,0025	0,0022
22/1/2020	10,7063	0,3945	942,92	0,0009	-0,0100	0,0007
23/1/2020	10,7904	0,3885	939,17	0,0079	-0,0152	-0,0040
24/1/2020	11,0148	0,395	948,64	0,0208	0,0167	0,0101
27/1/2020	10,9401	0,387	936,25	-0,0068	-0,0203	-0,0131
28/1/2020	10,9587	0,381	933,43	0,0017	-0,0155	-0,0030
29/1/2020	10,8464	0,386	931,21	-0,0102	0,0131	-0,0024
30/1/2020	10,5753	0,3765	921,21	-0,0250	-0,0246	-0,0107
31/1/2020	10,5006	0,367	910,9	-0,0071	-0,0252	-0,0112
3/2/2020	10,5193	0,369	903,47	0,0018	0,0054	-0,0082
4/2/2020	10,5193	0,376	916,75	0,0000	0,0190	0,0147
5/2/2020	10,5285	0,372	920,99	0,0009	-0,0106	0,0046
6/2/2020	10,6128	0,3705	921,45	0,0080	-0,0040	0,0005
7/2/2020	10,7811	0,36	910,91	0,0159	-0,0283	-0,0114
10/2/2020	10,7343	0,372	902,98	-0,0043	0,0333	-0,0087
11/2/2020	10,7904	0,37	917	0,0052	-0,0054	0,0155
12/2/2020	10,6781	0,371	917,56	-0,0104	0,0027	0,0006
13/2/2020	10,7249	0,368	920,24	0,0044	-0,0081	0,0029
14/2/2020	11,1367	0,366	922,3	0,0384	-0,0054	0,0022
17/2/2020	11,1367	0,3605	919,77	0,0000	-0,0150	-0,0027
18/2/2020	11,2116	0,3595	911,82	0,0067	-0,0028	-0,0086
19/2/2020	11,2302	0,3625	916,8	0,0017	0,0083	0,0055
20/2/2020	11,146	0,362	913,08	-0,0075	-0,0014	-0,0041
21/2/2020	11,3145	0,349	893,03	0,0151	-0,0359	-0,0220
24/2/2020	11,3332	0,28	818,35	0,0017	-0,1977	-0,0836
25/2/2020	11,1834	0,24	833,81	-0,0132	-0,1429	0,0189
26/2/2020	10,2569	0,245	811,34	-0,0828	0,0208	-0,0269
27/2/2020	10,5471	0,216	768,83	0,0283	-0,1184	-0,0524
28/2/2020	10,4067	0,209	720,35	-0,0133	-0,0324	-0,0631
3/3/2020	9,8452	0,215	766,32	-0,0540	0,0287	0,0638
4/3/2020	9,0778	0,21	770,54	-0,0779	-0,0233	0,0055
5/3/2020	9,424	0,17	728,17	0,0381	-0,1905	-0,0550
6/3/2020	9,6393	0,17	684,74	0,0228	0,0000	-0,0596
9/3/2020	9,5363	0,138	593,07	-0,0107	-0,1882	-0,1339
10/3/2020	8,9889	0,1402	628,25	-0,0574	0,0159	0,0593
11/3/2020	8,0483	0,1322	602,48	-0,1046	-0,0571	-0,0410
12/3/2020	8,1747	0,1166	538,55	0,0157	-0,1180	-0,1061
13/3/2020	8,1606	0,11	551,97	-0,0017	-0,0566	0,0249
16/3/2020	7,2435	0,0892	484,4	-0,1124	-0,1891	-0,1224

17/3/2020	7,0891	0,095	491,94	-0,0213	0,0650	0,0156
18/3/2020	5,4841	0,096	487,35	-0,2264	0,0105	-0,0093
19/3/2020	5,6619	0,1096	525,29	0,0324	0,1417	0,0778
20/3/2020	5,5075	0,1346	555,13	-0,0273	0,2281	0,0568
23/3/2020	5,821	0,122	513,07	0,0569	-0,0936	-0,0758
24/3/2020	6,1579	0,144	552,45	0,0579	0,1803	0,0768
26/3/2020	5,7087	0,1464	573,35	-0,0729	0,0167	0,0378
27/3/2020	6,1533	0,1354	550,85	0,0779	-0,0751	-0,0392
30/3/2020	6,6211	0,137	558,7	0,0760	0,0118	0,0143
31/3/2020	6,4855	0,138	558,3	-0,0205	0,0073	-0,0007
1/4/2020	6,6446	0,134	536,45	0,0245	-0,0290	-0,0391
2/4/2020	6,4855	0,1306	541,44	-0,0239	-0,0254	0,0093
3/4/2020	5,9895	0,133	540,74	-0,0765	0,0184	-0,0013
6/4/2020	5,8959	0,145	586,46	-0,0156	0,0902	0,0846
7/4/2020	6,083	0,16	607,73	0,0317	0,1034	0,0363
8/4/2020	6,3638	0,173	609,09	0,0462	0,0812	0,0022
9/4/2020	6,7334	0,1662	607,29	0,0581	-0,0393	-0,0030
14/4/2020	6,6446	0,1648	628,19	-0,0132	-0,0084	0,0344
15/4/2020	6,7381	0,16	607,57	0,0141	-0,0291	-0,0328
16/4/2020	6,7849	0,16	606,75	0,0069	0,0000	-0,0013
21/4/2020	6,6072	0,154	591,02	-0,0262	-0,0375	-0,0259
22/4/2020	6,3919	0,16	595,41	-0,0326	0,0390	0,0074
23/4/2020	6,7334	0,152	610,48	0,0534	-0,0500	0,0253
24/4/2020	6,6913	0,15	606,41	-0,0063	-0,0132	-0,0067
27/4/2020	7,309	0,1454	626,16	0,0923	-0,0307	0,0326
28/4/2020	7,4354	0,1498	634,96	0,0173	0,0303	0,0141
29/4/2020	7,4494	0,148	641,94	0,0019	-0,0120	0,0110
30/4/2020	7,5243	0,142	628,25	0,0101	-0,0405	-0,0213
4/5/2020	7,6272	0,1352	602,36	0,0137	-0,0479	-0,0412
5/5/2020	7,674	0,131	610,39	0,0061	-0,0311	0,0133
6/5/2020	7,5664	0,1258	600,67	-0,0140	-0,0397	-0,0159
7/5/2020	7,543	0,1246	602,47	-0,0031	-0,0095	0,0030
8/5/2020	7,3885	0,124	604,05	-0,0205	-0,0048	0,0026
11/5/2020	7,3793	0,14	596,34	-0,0012	0,1290	-0,0128
12/5/2020	7,44	0,136	596,65	0,0082	-0,0286	0,0005
13/5/2020	7,3464	0,1208	590,84	-0,0126	-0,1118	-0,0097
14/5/2020	7,3464	0,119	588,12	0,0000	-0,0149	-0,0046
15/5/2020	7,3464	0,12	593,26	0,0000	0,0084	0,0087
18/5/2020	7,2997	0,121	609,52	-0,0064	0,0083	0,0274
19/5/2020	7,412	0,122	601,16	0,0154	0,0083	-0,0137
20/5/2020	7,5617	0,1298	610,52	0,0202	0,0639	0,0156
21/5/2020	7,44	0,1256	608,34	-0,0161	-0,0324	-0,0036
22/5/2020	7,3932	0,1248	609,2	-0,0063	-0,0064	0,0014
25/5/2020	7,4634	0,1246	624,32	0,0095	-0,0016	0,0248
26/5/2020	7,4775	0,1262	635,47	0,0019	0,0128	0,0179
27/5/2020	7,4961	0,1372	660,3	0,0025	0,0872	0,0391
28/5/2020	7,4869	0,13	665,04	-0,0012	-0,0525	0,0072
29/5/2020	8,2355	0,127	652,58	0,1000	-0,0231	-0,0187

1/6/2020	8,301	0,13	658,35	0,0080	0,0236	0,0088
2/6/2020	7,8612	0,13	670,97	-0,0530	0,0000	0,0192
3/6/2020	7,8845	0,135	674,07	0,0030	0,0385	0,0046
4/6/2020	8,2355	0,1346	669,79	0,0445	-0,0030	-0,0063
5/6/2020	8,2355	0,1292	683,46	0,0000	-0,0401	0,0204
9/6/2020	8,142	0,13	678,68	-0,0114	0,0062	-0,0070
10/6/2020	8,3759	0,1278	662,67	0,0287	-0,0169	-0,0236
11/6/2020	8,7362	0,1242	644,9	0,0430	-0,0282	-0,0268
12/6/2020	8,2355	0,125	646,8	-0,0573	0,0064	0,0029
15/6/2020	8,17	0,1242	647,98	-0,0080	-0,0064	0,0018
16/6/2020	8,1653	0,131	676,91	-0,0006	0,0548	0,0446
17/6/2020	8,0764	0,1298	672,5	-0,0109	-0,0092	-0,0065
18/6/2020	8,301	0,126	662,39	0,0278	-0,0293	-0,0150
19/6/2020	8,3666	0,135	668,34	0,0079	0,0714	0,0090
22/6/2020	8,2355	0,137	670,36	-0,0157	0,0148	0,0030
23/6/2020	8,3385	0,142	676,04	0,0125	0,0365	0,0085
24/6/2020	8,2496	0,142	665,01	-0,0107	0,0000	-0,0163
25/6/2020	8,3291	0,14	650,6	0,0096	-0,0141	-0,0217
26/6/2020	8,3525	0,1476	641,95	0,0028	0,0543	-0,0133
29/6/2020	8,0297	0,142	635,86	-0,0386	-0,0379	-0,0095
30/6/2020	8,0297	0,1428	638,9	0,0000	0,0056	0,0048
1/7/2020	7,9735	0,1466	641,43	-0,0070	0,0266	0,0040
2/7/2020	7,9033	0,1452	662	-0,0088	-0,0095	0,0321
3/7/2020	7,8565	0,143	658,55	-0,0059	-0,0152	-0,0052
6/7/2020	8,3759	0,143	655,79	0,0661	0,0000	-0,0042
7/7/2020	8,3291	0,137	644,12	-0,0056	-0,0420	-0,0178
8/7/2020	8,1232	0,136	641,07	-0,0247	-0,0073	-0,0047
9/7/2020	7,922	0,109	636,84	-0,0248	-0,1985	-0,0066
10/7/2020	7,9454	0,0875	632,97	0,0030	-0,1972	-0,0061
13/7/2020	8,0858	0,092	630,72	0,0177	0,0514	-0,0036
14/7/2020	8,1326	0,0815	629,24	0,0058	-0,1141	-0,0023
15/7/2020	7,9829	0,082	637,29	-0,0184	0,0061	0,0128
16/7/2020	8,0717	0,096	637,55	0,0111	0,1707	0,0004
17/7/2020	8,2355	0,09	641,48	0,0203	-0,0625	0,0062
20/7/2020	8,418	0,0975	653,15	0,0222	0,0833	0,0182
21/7/2020	8,3291	0,095	638,27	-0,0106	-0,0256	-0,0228
22/7/2020	8,4508	0,099	647,76	0,0146	0,0421	0,0149
23/7/2020	8,0483	0,095	640,35	-0,0476	-0,0404	-0,0114
24/7/2020	7,9829	0,0995	634,32	-0,0081	0,0474	-0,0094
27/7/2020	7,936	0,0985	626,08	-0,0059	-0,0101	-0,0130
28/7/2020	7,5055	0,094	633,62	-0,0542	-0,0457	0,0120
29/7/2020	7,4307	0,101	632,37	-0,0100	0,0745	-0,0020
30/7/2020	7,5055	0,11	618,86	0,0101	0,0891	-0,0214
31/7/2020	7,5992	0,119	617,61	0,0125	0,0818	-0,0020
3/8/2020	7,3231	0,115	615,07	-0,0363	-0,0336	-0,0041
4/8/2020	7,1406	0,113	628,5	-0,0249	-0,0174	0,0218
5/8/2020	7,3558	0,135	637,75	0,0301	0,1947	0,0147
6/8/2020	7,4307	0,141	640,6	0,0102	0,0444	0,0045

7/8/2020	7,5055	0,135	632,63	0,0101	-0,0426	-0,0124
10/8/2020	7,5243	0,113	617,33	0,0025	-0,1630	-0,0242
11/8/2020	7,4869	0,119	626,39	-0,0050	0,0531	0,0147
12/8/2020	7,2576	0,119	634,97	-0,0306	0,0000	0,0137
13/8/2020	7,3464	0,113	637,27	0,0122	-0,0504	0,0036
14/8/2020	7,4681	0,134	634,37	0,0166	0,1858	-0,0046
17/8/2020	7,5804	0,132	637,12	0,0150	-0,0149	0,0043
18/8/2020	7,3652	0,129	643,98	-0,0284	-0,0227	0,0108
19/8/2020	7,4073	0,134	646,27	0,0057	0,0388	0,0036
20/8/2020	7,4073	0,134	636,92	0,0000	0,0000	-0,0145
21/8/2020	7,309	0,129	633,27	-0,0133	-0,0373	-0,0057
24/8/2020	7,2669	0,129	632,56	-0,0058	0,0000	-0,0011
25/8/2020	7,2856	0,128	629,34	0,0026	-0,0078	-0,0051
26/8/2020	7,2061	0,132	635,84	-0,0109	0,0313	0,0103
27/8/2020	7,426	0,13	633,09	0,0305	-0,0152	-0,0043
28/8/2020	7,4587	0,133	634,47	0,0044	0,0231	0,0022
31/8/2020	7,2997	0,137	633,98	-0,0213	0,0301	-0,0008
1/9/2020	7,2014	0,146	639,6	-0,0135	0,0657	0,0089
2/9/2020	7,1874	0,14	644,2	-0,0019	-0,0411	0,0072
3/9/2020	7,4541	0,141	646,08	0,0371	0,0071	0,0029
4/9/2020	7,4494	0,135	639,29	-0,0006	-0,0426	-0,0105
7/9/2020	7,6413	0,135	641,33	0,0258	0,0000	0,0032
8/9/2020	7,5149	0,128	627,56	-0,0165	-0,0519	-0,0215
9/9/2020	7,543	0,127	631,74	0,0037	-0,0078	0,0067
10/9/2020	7,5055	0,134	637,95	-0,0050	0,0551	0,0098
11/9/2020	7,5851	0,134	636,03	0,0106	0,0000	-0,0030
14/9/2020	7,688	0,132	661,13	0,0136	-0,0149	0,0395
15/9/2020	7,8144	0,14	663,61	0,0164	0,0606	0,0038
16/9/2020	8,0483	0,134	661,19	0,0299	-0,0429	-0,0036
17/9/2020	7,9548	0,126	663,25	-0,0116	-0,0597	0,0031
18/9/2020	7,9594	0,129	658,54	0,0006	0,0238	-0,0071
21/9/2020	7,9407	0,124	630,32	-0,0023	-0,0388	-0,0429
22/9/2020	7,8612	0,125	624,62	-0,0100	0,0081	-0,0090
23/9/2020	7,4916	0,122	622,34	-0,0470	-0,0240	-0,0037
24/9/2020	7,2529	0,115	619,96	-0,0319	-0,0574	-0,0038
25/9/2020	7,2201	0,112	617,9	-0,0045	-0,0261	-0,0033
28/9/2020	7,2014	0,114	625,2	-0,0026	0,0179	0,0118
29/9/2020	7,3932	0,115	623,36	0,0266	0,0088	-0,0029
30/9/2020	7,4775	0,113	624,75	0,0114	-0,0174	0,0022
1/10/2020	7,5898	0,112	631,51	0,0150	-0,0088	0,0108
2/10/2020	7,5804	0,11	625,67	-0,0012	-0,0179	-0,0092
5/10/2020	7,6319	0,107	633,43	0,0068	-0,0273	0,0124
6/10/2020	7,4961	0,113	644,35	-0,0178	0,0561	0,0172
7/10/2020	7,6553	0,115	641,99	0,0212	0,0177	-0,0037
8/10/2020	7,8237	0,123	648,56	0,0220	0,0696	0,0102
9/10/2020	7,7583	0,139	651,47	-0,0084	0,1301	0,0045
12/10/2020	8,039	0,129	637,39	0,0362	-0,0719	-0,0216
13/10/2020	8,0203	0,124	636,32	-0,0023	-0,0388	-0,0017

14/10/2020	7,8144	0,122	632,81	-0,0257	-0,0161	-0,0055
15/10/2020	7,908	0,116	619,26	0,0120	-0,0492	-0,0214
16/10/2020	7,8612	0,13	620,18	-0,0059	0,1207	0,0015
19/10/2020	7,7021	0,141	618,13	-0,0202	0,0846	-0,0033
20/10/2020	7,6553	0,138	623,27	-0,0061	-0,0213	0,0083
21/10/2020	7,6272	0,135	619,98	-0,0037	-0,0217	-0,0053
22/10/2020	7,6553	0,13	608,9	0,0037	-0,0370	-0,0179
23/10/2020	7,5804	0,133	612,32	-0,0098	0,0231	0,0056
26/10/2020	7,4869	0,13	595,97	-0,0123	-0,0226	-0,0267
27/10/2020	7,5804	0,129	595,16	0,0125	-0,0077	-0,0014
29/10/2020	7,2997	0,12	564,93	-0,0370	-0,0698	-0,0508
30/10/2020	7,0002	0,12	569,5	-0,0410	0,0000	0,0081
2/11/2020	6,551	0,118	572,88	-0,0642	-0,0167	0,0059
3/11/2020	6,4808	0,119	584,48	-0,0107	0,0085	0,0202
4/11/2020	6,551	0,117	588,24	0,0108	-0,0168	0,0064
5/11/2020	6,8411	0,115	590,16	0,0443	-0,0171	0,0033
6/11/2020	7,0189	0,116	588,1	0,0260	0,0087	-0,0035
9/11/2020	6,9909	0,125	655,5	-0,0040	0,0776	0,1146
10/11/2020	6,8318	0,123	651,77	-0,0228	-0,0160	-0,0057
11/11/2020	7,5196	0,123	658,42	0,1007	0,0000	0,0102
12/11/2020	7,9454	0,12	657,01	0,0566	-0,0244	-0,0021
13/11/2020	8,0297	0,127	655,68	0,0106	0,0583	-0,0020
16/11/2020	7,9548	0,15	691,36	-0,0093	0,1811	0,0544
17/11/2020	7,9454	0,144	690,99	-0,0012	-0,0400	-0,0005
18/11/2020	8,2729	0,15	708,16	0,0412	0,0417	0,0248
19/11/2020	8,0109	0,15	699,2	-0,0317	0,0000	-0,0127
20/11/2020	8,142	0,153	699,45	0,0164	0,0200	0,0004
23/11/2020	7,9829	0,153	700,43	-0,0195	0,0000	0,0014
24/11/2020	8,0483	0,148	702,85	0,0082	-0,0327	0,0035
25/11/2020	7,8612	0,145	705,21	-0,0232	-0,0203	0,0034
26/11/2020	8,0483	0,145	726,92	0,0238	0,0000	0,0308
27/11/2020	8,0343	0,156	736,6	-0,0017	0,0759	0,0133
30/11/2020	8,4601	0,16	736,92	0,0530	0,0256	0,0004
1/12/2020	9,031	0,164	758,22	0,0675	0,0250	0,0289
2/12/2020	8,8438	0,158	759,47	-0,0207	-0,0366	0,0016
3/12/2020	9,0591	0,152	766,82	0,0243	-0,0380	0,0097
4/12/2020	8,9749	0,169	784,95	-0,0093	0,1118	0,0236
7/12/2020	9,4989	0,18	786,85	0,0584	0,0651	0,0024
8/12/2020	9,8826	0,167	791,17	0,0404	-0,0722	0,0055
9/12/2020	9,6486	0,174	796,01	-0,0237	0,0419	0,0061
10/12/2020	9,5457	0,165	774,32	-0,0107	-0,0517	-0,0272
11/12/2020	9,5551	0,165	779,04	0,0010	0,0000	0,0061
14/12/2020	9,6861	0,164	788,02	0,0137	-0,0061	0,0115
15/12/2020	9,6861	0,161	787,32	0,0000	-0,0183	-0,0009
16/12/2020	9,8265	0,165	792,31	0,0145	0,0248	0,0063
17/12/2020	9,7235	0,165	790,77	-0,0105	0,0000	-0,0019
18/12/2020	9,9762	0,156	800,06	0,0260	-0,0545	0,0117
21/12/2020	9,7891	0,143	769,62	-0,0188	-0,0833	-0,0380

22/12/2020	9,9856	0,151	780,21	0,0201	0,0559	0,0138
23/12/2020	9,5925	0,15	787,48	-0,0394	-0,0066	0,0093
28/12/2020	9,8077	0,15	810,44	0,0224	0,0000	0,0292
29/12/2020	9,8265	0,145	809,22	0,0019	-0,0333	-0,0015
30/12/2020	10,1914	0,149	809,08	0,0371	0,0276	-0,0002
31/12/2020	10,2476	0,155	808,99	0,0055	0,0403	-0,0001
4/1/2021	10,2476	0,16	822,22	0,0000	0,0323	0,0164
5/1/2021	10,2476	0,154	813,62	0,0000	-0,0375	-0,0105
7/1/2021	10,2195	0,165	820,03	-0,0027	0,0714	0,0079
8/1/2021	10,2008	0,166	819,27	-0,0018	0,0061	-0,0009
11/1/2021	10,2851	0,166	800,56	0,0083	0,0000	-0,0228
12/1/2021	10,3505	0,167	796,73	0,0064	0,0060	-0,0048
13/1/2021	10,3225	0,16	802,19	-0,0027	-0,0419	0,0069
14/1/2021	10,4442	0,192	794,03	0,0118	0,2000	-0,0102
15/1/2021	10,4535	0,2	790,14	0,0009	0,0417	-0,0049
18/1/2021	10,4442	0,216	787,76	-0,0009	0,0800	-0,0030
19/1/2021	10,2008	0,212	799,97	-0,0233	-0,0185	0,0155
20/1/2021	10,2944	0,204	800,76	0,0092	-0,0377	0,0010
21/1/2021	10,3225	0,193	796,77	0,0027	-0,0539	-0,0050
22/1/2021	10,3693	0,189	778,98	0,0045	-0,0207	-0,0223
25/1/2021	10,2383	0,183	762,13	-0,0126	-0,0317	-0,0216
26/1/2021	9,8265	0,18	764,7	-0,0402	-0,0164	0,0034
27/1/2021	9,7329	0,174	743,49	-0,0095	-0,0333	-0,0277
28/1/2021	9,8171	0,174	754,25	0,0087	0,0000	0,0145
29/1/2021	9,4054	0,18	749,46	-0,0419	0,0345	-0,0064
1/2/2021	9,3305	0,189	749,73	-0,0080	0,0500	0,0004
2/2/2021	9,4708	0,189	760,59	0,0150	0,0000	0,0145
3/2/2021	9,3586	0,178	764,33	-0,0118	-0,0582	0,0049
4/2/2021	9,7142	0,174	760,78	0,0380	-0,0225	-0,0046
5/2/2021	9,8265	0,189	764,6	0,0116	0,0862	0,0050
8/2/2021	9,8265	0,19	778,01	0,0000	0,0053	0,0175
9/2/2021	9,92	0,2	756,88	0,0095	0,0526	-0,0272
10/2/2021	10,1072	0,194	762,83	0,0189	-0,0300	0,0079
11/2/2021	9,7423	0,198	774,38	-0,0361	0,0206	0,0151
12/2/2021	9,9668	0,193	776,09	0,0230	-0,0253	0,0022
15/2/2021	10,1072	0,191	796,38	0,0141	-0,0104	0,0261
16/2/2021	9,9762	0,184	795,91	-0,0130	-0,0366	-0,0006
17/2/2021	10,0698	0,183	788,75	0,0094	-0,0054	-0,0090
18/2/2021	10,0417	0,174	782,23	-0,0028	-0,0492	-0,0083
19/2/2021	9,9107	0,178	781,42	-0,0130	0,0230	-0,0010
22/2/2021	9,7984	0,172	781,99	-0,0113	-0,0337	0,0007
23/2/2021	9,7797	0,176	773,52	-0,0019	0,0233	-0,0108
24/2/2021	9,7516	0,171	774,8	-0,0029	-0,0284	0,0017
25/2/2021	9,6768	0,17	787,43	-0,0077	-0,0058	0,0163
26/2/2021	9,8545	0,166	792,38	0,0184	-0,0235	0,0063
1/3/2021	10,126	0,178	802,6	0,0276	0,0723	0,0129
2/3/2021	10,4254	0,178	817,03	0,0296	0,0000	0,0180
3/3/2021	10,4254	0,175	815,1	0,0000	-0,0169	-0,0024

4/3/2021	10,8185	0,184	817,24	0,0377	0,0514	0,0026
5/3/2021	10,7904	0,18	825,02	-0,0026	-0,0217	0,0095
8/3/2021	10,5751	0,184	827,06	-0,0200	0,0222	0,0025
9/3/2021	10,6874	0,188	837,61	0,0106	0,0217	0,0128
10/3/2021	10,4909	0,188	841,12	-0,0184	0,0000	0,0042
11/3/2021	10,4816	0,194	850,07	-0,0009	0,0319	0,0106
12/3/2021	10,7904	0,187	849,81	0,0295	-0,0361	-0,0003
16/3/2021	10,7997	0,18	860,26	0,0009	-0,0374	0,0123
17/3/2021	10,6594	0,17	857,19	-0,0130	-0,0556	-0,0036
18/3/2021	10,3786	0,17	844,56	-0,0263	0,0000	-0,0147
19/3/2021	10,3786	0,168	833,07	0,0000	-0,0118	-0,0136
22/3/2021	10,7342	0,17	832,06	0,0343	0,0119	-0,0012
23/3/2021	10,6874	0,167	831,86	-0,0044	-0,0176	-0,0002
24/3/2021	10,5377	0,168	837,09	-0,0140	0,0060	0,0063
26/3/2021	10,5003	0,171	851,82	-0,0035	0,0179	0,0176
29/3/2021	10,5097	0,17	862,83	0,0009	-0,0058	0,0129
30/3/2021	10,6594	0,171	873,62	0,0142	0,0059	0,0125
31/3/2021	10,8372	0,168	865,05	0,0167	-0,0175	-0,0098
1/4/2021	10,7249	0,168	875,22	-0,0104	0,0000	0,0118
6/4/2021	10,7904	0,168	877,04	0,0061	0,0000	0,0021
7/4/2021	11,1648	0,174	881,49	0,0347	0,0357	0,0051
8/4/2021	11,1834	0,179	884,77	0,0017	0,0287	0,0037
9/4/2021	11,2302	0,174	891,69	0,0042	-0,0279	0,0078
12/4/2021	11,2771	0,172	897,55	0,0042	-0,0115	0,0066
13/4/2021	11,2771	0,17	899,9	0,0000	-0,0116	0,0026
14/4/2021	11,3239	0,173	902,04	0,0042	0,0176	0,0024
15/4/2021	11,2583	0,174	905,31	-0,0058	0,0058	0,0036
16/4/2021	11,3239	0,17	898,63	0,0058	-0,0230	-0,0074
19/4/2021	11,6982	0,17	875,76	0,0331	0,0000	-0,0254
20/4/2021	11,5671	0,169	876,76	-0,0112	-0,0059	0,0011
21/4/2021	11,2771	0,162	875,44	-0,0251	-0,0414	-0,0015
22/4/2021	11,1648	0,169	893,76	-0,0100	0,0432	0,0209
23/4/2021	10,9214	0,17	899,58	-0,0218	0,0059	0,0065
26/4/2021	11,146	0,173	913,12	0,0206	0,0176	0,0151
27/4/2021	11,4174	0,172	903,44	0,0243	-0,0058	-0,0106
28/4/2021	11,6982	0,17	910,37	0,0246	-0,0116	0,0077
29/4/2021	11,7076	0,167	910,37	0,0008	-0,0176	0,0000
5/5/2021	11,876	0,16	911,42	0,0144	-0,0419	0,0012
6/5/2021	11,9322	0,149	910,21	0,0047	-0,0688	-0,0013
7/5/2021	11,8854	0,153	897,01	-0,0039	0,0268	-0,0145
10/5/2021	11,6327	0,162	906,07	-0,0213	0,0588	0,0101
11/5/2021	11,5859	0,158	896,04	-0,0040	-0,0247	-0,0111
12/5/2021	11,6888	0,152	894,7	0,0089	-0,0380	-0,0015
13/5/2021	11,4362	0,15	899,42	-0,0216	-0,0132	0,0053
14/5/2021	11,3706	0,149	907,08	-0,0057	-0,0067	0,0085
17/5/2021	11,4268	0,145	903,48	0,0049	-0,0268	-0,0040
18/5/2021	11,6514	0,15	900,65	0,0197	0,0345	-0,0031
19/5/2021	11,3987	0,148	881,04	-0,0217	-0,0133	-0,0218

20/5/2021	11,2864	0,143	888,41	-0,0099	-0,0338	0,0084
21/5/2021	11,2864	0,144	867,56	0,0000	0,0070	-0,0235
24/5/2021	11,511	0,148	880,26	0,0199	0,0278	0,0146
25/5/2021	11,4362	0,15	868,11	-0,0065	0,0135	-0,0138
26/5/2021	11,5391	0,142	873,61	0,0090	-0,0533	0,0063
27/5/2021	11,3706	0,146	883,39	-0,0146	0,0282	0,0112
28/5/2021	11,5204	0,148	887,6	0,0132	0,0137	0,0048
31/5/2021	12,1193	0,15	894,85	0,0520	0,0135	0,0082
1/6/2021	12,0725	0,146	894,13	-0,0039	-0,0267	-0,0008
2/6/2021	12,0725	0,158	900,49	0,0000	0,0822	0,0071
3/6/2021	12,2036	0,168	894,94	0,0109	0,0633	-0,0062
4/6/2021	12,5779	0,178	901,6	0,0307	0,0595	0,0074
7/6/2021	12,634	0,198	902,02	0,0045	0,1124	0,0005
8/6/2021	12,6528	0,167	913,48	0,0015	-0,1566	0,0127
9/6/2021	12,6059	0,175	913,34	-0,0037	0,0479	-0,0002
10/6/2021	12,7931	0,17	924,3	0,0149	-0,0286	0,0120
11/6/2021	12,5591	0,19	925,83	-0,0183	0,1176	0,0017
14/6/2021	12,8212	0,206	927,29	0,0209	0,0842	0,0016
15/6/2021	12,7838	0,21	920,03	-0,0029	0,0194	-0,0078
16/6/2021	12,6996	0,2	911,6	-0,0066	-0,0476	-0,0092
17/6/2021	12,4468	0,198	914,77	-0,0199	-0,0100	0,0035
18/6/2021	12,2316	0,193	905,55	-0,0173	-0,0253	-0,0101
22/6/2021	12,1661	0,198	908,1	-0,0054	0,0259	0,0028
23/6/2021	12,1474	0,206	910,34	-0,0015	0,0404	0,0025
24/6/2021	11,979	0,24	909,84	-0,0139	0,1650	-0,0005
25/6/2021	12,0538	0,268	907,76	0,0062	0,1167	-0,0023
28/6/2021	12,0913	0,23	903,34	0,0031	-0,1418	-0,0049
29/6/2021	12,1568	0,258	893,6	0,0054	0,1217	-0,0108
30/6/2021	12,2316	0,244	884,89	0,0062	-0,0543	-0,0097
1/7/2021	12,1568	0,23	888,13	-0,0061	-0,0574	0,0037
2/7/2021	11,8947	0,228	886,66	-0,0216	-0,0087	-0,0017
5/7/2021	12,0257	0,22	876,96	0,0110	-0,0351	-0,0109
6/7/2021	11,9322	0,224	878,55	-0,0078	0,0182	0,0018
7/7/2021	11,7731	0,264	877,22	-0,0133	0,1786	-0,0015
8/7/2021	11,5578	0,244	859,46	-0,0183	-0,0758	-0,0202
9/7/2021	11,6701	0,26	874,25	0,0097	0,0656	0,0172
12/7/2021	11,6046	0,268	873,87	-0,0056	0,0308	-0,0004
13/7/2021	11,6608	0,264	869,72	0,0048	-0,0149	-0,0047
14/7/2021	11,8666	0,26	871,07	0,0176	-0,0152	0,0016
15/7/2021	11,1367	0,268	863,78	-0,0615	0,0308	-0,0084
16/7/2021	11,1554	0,268	866,81	0,0017	0,0000	0,0035
19/7/2021	10,7811	0,242	833,16	-0,0336	-0,0970	-0,0388
20/7/2021	10,7811	0,256	838,83	0,0000	0,0579	0,0068
21/7/2021	10,388	0,256	854,22	-0,0365	0,0000	0,0183
22/7/2021	10,5565	0,256	858,13	0,0162	0,0000	0,0046
23/7/2021	10,8279	0,256	864,44	0,0257	0,0000	0,0074
26/7/2021	10,8653	0,26	869,9	0,0035	0,0156	0,0063
27/7/2021	10,7623	0,264	876,35	-0,0095	0,0154	0,0074

28/7/2021	10,8934	0,29	877,99	0,0122	0,0985	0,0019
29/7/2021	11,1179	0,312	882,74	0,0206	0,0759	0,0054
30/7/2021	11,1741	0,304	888,26	0,0051	-0,0256	0,0063
2/8/2021	11,2583	0,318	897,45	0,0075	0,0461	0,0103
3/8/2021	11,3987	0,38	895,19	0,0125	0,1950	-0,0025
4/8/2021	11,5016	0,364	895,71	0,0090	-0,0421	0,0006
5/8/2021	11,4454	0,39	903,33	-0,0049	0,0714	0,0085
6/8/2021	11,511	0,4	893,47	0,0057	0,0256	-0,0109
9/8/2021	11,3515	0,43	893,07	-0,0139	0,0750	-0,0004
10/8/2021	11,3515	0,49	897,15	0,0000	0,1395	0,0046
11/8/2021	11,239	0,51	900,1	-0,0099	0,0408	0,0033
12/8/2021	11,2953	0,474	893,98	0,0050	-0,0706	-0,0068
13/8/2021	11,5016	0,426	895,29	0,0183	-0,1013	0,0015
16/8/2021	11,3422	0,498	898,9	-0,0139	0,1690	0,0040
17/8/2021	11,3797	0,468	899,88	0,0033	-0,0602	0,0011
18/8/2021	11,5392	0,456	898,58	0,0140	-0,0256	-0,0014
19/8/2021	11,6799	0,428	881,95	0,0122	-0,0614	-0,0185
20/8/2021	11,5392	0,478	883,11	-0,0120	0,1168	0,0013
23/8/2021	11,3515	0,49	897,44	-0,0163	0,0251	0,0162
24/8/2021	11,4078	0,47	907,56	0,0050	-0,0408	0,0113
25/8/2021	11,5767	0,5	914,43	0,0148	0,0638	0,0076
26/8/2021	11,708	0,48	915,75	0,0113	-0,0400	0,0014
27/8/2021	12,1302	0,478	914,39	0,0361	-0,0042	-0,0015
30/8/2021	12,1959	0,466	929,26	0,0054	-0,0251	0,0163
31/8/2021	12,1959	0,45	923,15	0,0000	-0,0343	-0,0066
1/9/2021	12,3741	0,45	918,06	0,0146	0,0000	-0,0055
2/9/2021	12,4586	0,42	917,06	0,0068	-0,0667	-0,0011
3/9/2021	12,4679	0,448	915,05	0,0007	0,0667	-0,0022
6/9/2021	12,2803	0,444	915,62	-0,0150	-0,0089	0,0006
7/9/2021	12,3929	0,45	909,29	0,0092	0,0135	-0,0069
8/9/2021	12,3835	0,46	905,48	-0,0008	0,0222	-0,0042
9/9/2021	12,1021	0,505	899,22	-0,0227	0,0978	-0,0069
10/9/2021	12,3085	0,585	901,13	0,0171	0,1584	0,0021
13/9/2021	12,2334	0,57	905,37	-0,0061	-0,0256	0,0047
14/9/2021	12,1959	0,55	906,81	-0,0031	-0,0351	0,0016
15/9/2021	12,3178	0,55	904,1	0,0100	0,0000	-0,0030
16/9/2021	12,5336	0,585	909,16	0,0175	0,0636	0,0056
17/9/2021	12,4961	0,555	912,81	-0,0030	-0,0513	0,0040
20/9/2021	12,8526	0,52	892,13	0,0285	-0,0631	-0,0227
21/9/2021	12,937	0,535	894,33	0,0066	0,0288	0,0025
22/9/2021	12,7306	0,535	894,3	-0,0160	0,0000	0,0000
23/9/2021	12,6649	0,53	886,72	-0,0052	-0,0093	-0,0085
24/9/2021	12,5899	0,535	873,1	-0,0059	0,0094	-0,0154
27/9/2021	12,7588	0,55	875,43	0,0134	0,0280	0,0027
28/9/2021	12,5242	0,54	860,03	-0,0184	-0,0182	-0,0176
29/9/2021	12,3085	0,54	866,35	-0,0172	0,0000	0,0073
30/9/2021	12,2053	0,486	865,34	-0,0084	-0,1000	-0,0012
1/10/2021	12,1959	0,494	871,06	-0,0008	0,0165	0,0066

4/10/2021	12,5524	0,525	871,88	0,0292	0,0628	0,0009
5/10/2021	12,618	0,53	882,1	0,0052	0,0095	0,0117
6/10/2021	12,7306	0,52	876,37	0,0089	-0,0189	-0,0065
7/10/2021	12,6649	0,535	889,09	-0,0052	0,0288	0,0145
8/10/2021	12,6368	0,52	892,6	-0,0022	-0,0280	0,0039
11/10/2021	12,6649	0,51	884,05	0,0022	-0,0192	-0,0096
12/10/2021	12,6649	0,51	890,61	0,0000	0,0000	0,0074
13/10/2021	12,5711	0,5	884,11	-0,0074	-0,0196	-0,0073
14/10/2021	12,5711	0,49	888,59	0,0000	-0,0200	0,0051
15/10/2021	12,5242	0,496	894,74	-0,0037	0,0122	0,0069
18/10/2021	12,5711	0,51	891,3	0,0037	0,0282	-0,0038
19/10/2021	12,6649	0,545	898,96	0,0075	0,0686	0,0086
20/10/2021	12,5524	0,565	908,13	-0,0089	0,0367	0,0102
21/10/2021	12,74	0,56	905,53	0,0149	-0,0088	-0,0029
22/10/2021	12,8713	0,56	905,04	0,0103	0,0000	-0,0005
25/10/2021	12,8151	0,56	901,15	-0,0044	0,0000	-0,0043
26/10/2021	12,9933	0,585	902,09	0,0139	0,0446	0,0010
27/10/2021	12,5993	0,57	906,57	-0,0303	-0,0256	0,0050
29/10/2021	12,7119	0,57	898,06	0,0089	0,0000	-0,0094
1/11/2021	12,9276	0,6	905,16	0,0170	0,0526	0,0079
2/11/2021	12,618	0,585	904,47	-0,0239	-0,0250	-0,0008
3/11/2021	12,5711	0,595	908,12	-0,0037	0,0171	0,0040
4/11/2021	12,3929	0,64	908,62	-0,0142	0,0756	0,0006
5/11/2021	12,5711	0,72	906,85	0,0144	0,1250	-0,0019
8/11/2021	12,5055	0,745	921,26	-0,0052	0,0347	0,0159
9/11/2021	12,3647	0,76	920,52	-0,0113	0,0201	-0,0008
10/11/2021	12,3647	0,83	918,06	0,0000	0,0921	-0,0027
11/11/2021	12,2897	0,84	917,8	-0,0061	0,0120	-0,0003
12/11/2021	12,5055	0,865	913,94	0,0176	0,0298	-0,0042
15/11/2021	12,6649	0,82	910,63	0,0127	-0,0520	-0,0036
16/11/2021	12,4773	0,805	909,99	-0,0148	-0,0183	-0,0007
17/11/2021	12,3835	0,825	917,87	-0,0075	0,0248	0,0087
18/11/2021	12,149	0,8	923,07	-0,0189	-0,0303	0,0057
19/11/2021	12,3178	0,795	915,02	0,0139	-0,0062	-0,0087
22/11/2021	12,2053	0,755	911,43	-0,0091	-0,0503	-0,0039
23/11/2021	12,1771	0,765	894,94	-0,0023	0,0132	-0,0181
24/11/2021	12,0082	0,79	889,58	-0,0139	0,0327	-0,0060
25/11/2021	11,8769	0,81	898,97	-0,0109	0,0253	0,0106
26/11/2021	11,7643	0,735	858,93	-0,0095	-0,0926	-0,0445
29/11/2021	12,0082	0,795	871,34	0,0207	0,0816	0,0144
30/11/2021	11,4923	0,79	867,71	-0,0430	-0,0063	-0,0042
1/12/2021	11,5673	0,82	877,24	0,0065	0,0380	0,0110
2/12/2021	11,511	0,83	876,89	-0,0049	0,0122	-0,0004
3/12/2021	11,4923	0,805	879,23	-0,0016	-0,0301	0,0027
6/12/2021	11,4829	0,79	878,34	-0,0008	-0,0186	-0,0010
7/12/2021	11,7268	0,77	891,84	0,0212	-0,0253	0,0154
8/12/2021	11,6893	0,76	892,92	-0,0032	-0,0130	0,0012
9/12/2021	11,8019	0,77	898,29	0,0096	0,0132	0,0060

10/12/2021	11,7174	0,76	898,63	-0,0072	-0,0130	0,0004
13/12/2021	11,8675	0,75	887,96	0,0128	-0,0132	-0,0119
14/12/2021	11,7925	0,745	885,4	-0,0063	-0,0067	-0,0029
15/12/2021	11,5579	0,735	883,36	-0,0199	-0,0134	-0,0023
16/12/2021	11,4078	0,77	892,83	-0,0130	0,0476	0,0107
17/12/2021	11,4266	0,73	887,5	0,0016	-0,0519	-0,0060
20/12/2021	11,4923	0,715	876,93	0,0057	-0,0205	-0,0119
21/12/2021	11,3515	0,77	881,19	-0,0123	0,0769	0,0049
22/12/2021	11,3515	0,73	884,03	0,0000	-0,0519	0,0032
23/12/2021	11,4454	0,735	890,73	0,0083	0,0068	0,0076
27/12/2021	11,6893	0,695	885,91	0,0213	-0,0544	-0,0054
28/12/2021	11,83	0,68	889,29	0,0120	-0,0216	0,0038
29/12/2021	11,7268	0,62	893,61	-0,0087	-0,0882	0,0049
30/12/2021	11,83	0,66	890,76	0,0088	0,0645	-0,0032
31/12/2021	11,8112	0,705	893,34	-0,0016	0,0682	0,0029
3/1/2022	11,7268	0,72	898,84	-0,0071	0,0213	0,0062
4/1/2022	11,6987	0,72	908,08	-0,0024	0,0000	0,0103
5/1/2022	11,8957	0,715	905,7	0,0168	-0,0069	-0,0026
7/1/2022	12,0176	0,715	906,48	0,0102	0,0000	0,0009
10/1/2022	12,0082	0,71	918,41	-0,0008	-0,0070	0,0132
11/1/2022	11,9144	0,695	934,61	-0,0078	-0,0211	0,0176
12/1/2022	11,8019	0,725	950,38	-0,0094	0,0432	0,0169
13/1/2022	12,149	0,7	955,76	0,0294	-0,0345	0,0057
14/1/2022	12,4586	0,705	949,39	0,0255	0,0071	-0,0067
17/1/2022	12,4398	0,71	956,28	-0,0015	0,0071	0,0073
18/1/2022	12,3085	0,69	944,64	-0,0106	-0,0282	-0,0122
19/1/2022	12,543	0,68	951,65	0,0191	-0,0145	0,0074
20/1/2022	12,2897	0,67	957,6	-0,0202	-0,0147	0,0063
21/1/2022	12,2897	0,65	942,46	0,0000	-0,0299	-0,0158
24/1/2022	12,3085	0,6	914,84	0,0015	-0,0769	-0,0293
25/1/2022	12,0552	0,62	913,36	-0,0206	0,0333	-0,0016
26/1/2022	11,7456	0,64	932,96	-0,0257	0,0323	0,0215
27/1/2022	11,7268	0,64	934,58	-0,0016	0,0000	0,0017
28/1/2022	12,3554	0,62	924,42	0,0536	-0,0313	-0,0109
31/1/2022	12,3741	0,58	936,77	0,0015	-0,0645	0,0134
1/2/2022	12,1396	0,59	947,88	-0,0190	0,0172	0,0119
2/2/2022	12,3647	0,615	954,72	0,0185	0,0424	0,0072
3/2/2022	12,6837	0,59	946,13	0,0258	-0,0407	-0,0090
4/2/2022	12,5055	0,605	945	-0,0140	0,0254	-0,0012
7/2/2022	12,3835	0,585	938,09	-0,0098	-0,0331	-0,0073
8/2/2022	12,1959	0,57	942,06	-0,0151	-0,0256	0,0042
9/2/2022	12,1677	0,57	960,32	-0,0023	0,0000	0,0194
10/2/2022	12,5899	0,595	964,05	0,0347	0,0439	0,0039
11/2/2022	12,8244	0,595	971,09	0,0186	0,0000	0,0073
14/2/2022	12,862	0,565	950,7	0,0029	-0,0504	-0,0210
15/2/2022	12,7494	0,585	961,85	-0,0088	0,0354	0,0117
16/2/2022	12,618	0,59	963,6	-0,0103	0,0085	0,0018
17/2/2022	12,8526	0,585	955,37	0,0186	-0,0085	-0,0085

18/2/2022	12,7775	0,57	955,93	-0,0058	-0,0256	0,0006
21/2/2022	12,74	0,555	949,26	-0,0029	-0,0263	-0,0070
22/2/2022	12,8901	0,55	944,18	0,0118	-0,0090	-0,0054
23/2/2022	12,6931	0,54	949,22	-0,0153	-0,0182	0,0053
24/2/2022	12,618	0,478	888,31	-0,0059	-0,1148	-0,0642
25/2/2022	12,4773	0,53	927,25	-0,0112	0,1088	0,0438
28/2/2022	11,7737	0,5	891,58	-0,0564	-0,0566	-0,0385
1/3/2022	12,0833	0,482	866,48	0,0263	-0,0360	-0,0282
2/3/2022	12,149	0,48	852,1	0,0054	-0,0041	-0,0166
3/3/2022	12,346	0,488	854,62	0,0162	0,0167	0,0030
4/3/2022	12,4398	0,496	821,74	0,0076	0,0164	-0,0385
8/3/2022	12,1865	0,53	789,66	-0,0204	0,0685	-0,0390
9/3/2022	11,7925	0,57	822,97	-0,0323	0,0755	0,0422
10/3/2022	11,2296	0,535	803,47	-0,0477	-0,0614	-0,0237
11/3/2022	11,3515	0,54	827,96	0,0109	0,0093	0,0305
14/3/2022	11,0795	0,55	830,02	-0,0240	0,0185	0,0025
15/3/2022	11,6142	0,54	825,16	0,0483	-0,0182	-0,0059
16/3/2022	11,4547	0,56	871,99	-0,0137	0,0370	0,0568
17/3/2022	11,2484	0,54	862,09	-0,0180	-0,0357	-0,0114
18/3/2022	11,8863	0,53	862,86	0,0567	-0,0185	0,0009
21/3/2022	11,7643	0,53	859,32	-0,0103	0,0000	-0,0041
22/3/2022	11,6799	0,51	867,54	-0,0072	-0,0377	0,0096
23/3/2022	11,633	0,53	854,88	-0,0040	0,0392	-0,0146
24/3/2022	11,7643	0,53	843,11	0,0113	0,0000	-0,0138
28/3/2022	12,1677	0,53	861,98	0,0343	0,0000	0,0224
29/3/2022	12,1114	0,55	889,97	-0,0046	0,0377	0,0325
30/3/2022	12,3366	0,53	884,7	0,0186	-0,0364	-0,0059
31/3/2022	12,4679	0,525	879,45	0,0106	-0,0094	-0,0059
1/4/2022	12,3647	0,53	890,7	-0,0083	0,0095	0,0128
4/4/2022	12,3835	0,59	893,47	0,0015	0,1132	0,0031
5/4/2022	12,5242	0,615	892,68	0,0114	0,0424	-0,0009
6/4/2022	12,5618	0,61	884,2	0,0030	-0,0081	-0,0095
7/4/2022	12,6837	0,615	890,85	0,0097	0,0082	0,0075
8/4/2022	12,7775	0,625	906,26	0,0074	0,0163	0,0173
11/4/2022	12,8713	0,59	917,52	0,0073	-0,0560	0,0124
12/4/2022	13,3123	0,56	921,37	0,0343	-0,0508	0,0042
13/4/2022	13,3592	0,55	924,2	0,0035	-0,0179	0,0031
14/4/2022	13,3029	0,56	918,96	-0,0042	0,0182	-0,0057
19/4/2022	13,4624	0,55	926,41	0,0120	-0,0179	0,0081
20/4/2022	13,4624	0,555	940,69	0,0000	0,0091	0,0154
21/4/2022	13,2466	0,55	949,68	-0,0160	-0,0090	0,0096
26/4/2022	13,4718	0,55	938,93	0,0170	0,0000	-0,0113
27/4/2022	13,6688	0,51	918,56	0,0146	-0,0727	-0,0217
28/4/2022	13,4436	0,53	925,07	-0,0165	0,0392	0,0071
29/4/2022	13,1528	0,525	922,43	-0,0216	-0,0094	-0,0029
3/5/2022	13,331	0,5	900,45	0,0135	-0,0476	-0,0238
4/5/2022	13,3029	0,52	900,35	-0,0021	0,0400	-0,0001
5/5/2022	13,0402	0,505	888,47	-0,0197	-0,0288	-0,0132

6/5/2022	13,0777	0,492	866,75	0,0029	-0,0257	-0,0244
9/5/2022	13,0402	0,472	859,18	-0,0029	-0,0407	-0,0087
10/5/2022	12,7025	0,47	860,85	-0,0259	-0,0042	0,0019
11/5/2022	12,4304	0,47	862,66	-0,0214	0,0000	0,0021
12/5/2022	12,618	0,44	846,46	0,0151	-0,0638	-0,0188
13/5/2022	12,4961	0,486	867,03	-0,0097	0,1045	0,0243
16/5/2022	12,346	0,525	859,38	-0,0120	0,0802	-0,0088
17/5/2022	12,1959	0,54	867,8	-0,0122	0,0286	0,0098
18/5/2022	12,2522	0,54	866,73	0,0046	0,0000	-0,0012
19/5/2022	12,5618	0,535	851,2	0,0253	-0,0093	-0,0179
20/5/2022	12,5711	0,545	860,06	0,0007	0,0187	0,0104
23/5/2022	12,6274	0,53	859,79	0,0045	-0,0275	-0,0003
24/5/2022	12,3366	0,54	863,41	-0,0230	0,0189	0,0042
25/5/2022	12,2522	0,54	873,37	-0,0068	0,0000	0,0115
26/5/2022	12,1959	0,535	887,32	-0,0046	-0,0093	0,0160
27/5/2022	12,3834	0,525	891,41	0,0154	-0,0187	0,0046
30/5/2022	12,524	0,5	891,8	0,0114	-0,0476	0,0004
31/5/2022	12,6552	0,5	890,7	0,0105	0,0000	-0,0012
1/6/2022	12,6083	0,5	899,97	-0,0037	0,0000	0,0104
2/6/2022	13,0208	0,5	890,28	0,0327	0,0000	-0,0108
3/6/2022	13,4614	0,5	896,89	0,0338	0,0000	0,0074
6/6/2022	13,2083	0,51	900,28	-0,0188	0,0200	0,0038
7/6/2022	13,4989	0,52	891,81	0,0220	0,0196	-0,0094
8/6/2022	13,2645	0,52	893,82	-0,0174	0,0000	0,0023
9/6/2022	13,1801	0,51	886,64	-0,0064	-0,0192	-0,0080
10/6/2022	13,3864	0,5	862,55	0,0157	-0,0196	-0,0272
14/6/2022	13,2552	0,47	822,84	-0,0098	-0,0600	-0,0460
15/6/2022	13,1239	0,47	838,94	-0,0099	0,0000	0,0196
16/6/2022	12,9364	0,464	815,27	-0,0143	-0,0128	-0,0282
17/6/2022	13,2552	0,5	825,41	0,0246	0,0776	0,0124
20/6/2022	12,9645	0,494	831,81	-0,0219	-0,0120	0,0078
21/6/2022	13,0302	0,5	840,69	0,0051	0,0121	0,0107
22/6/2022	13,1239	0,565	836,48	0,0072	0,1300	-0,0050
23/6/2022	13,0864	0,55	836,23	-0,0029	-0,0265	-0,0003
24/6/2022	13,2083	0,545	834,83	0,0093	-0,0091	-0,0017
27/6/2022	13,0958	0,54	823,18	-0,0085	-0,0092	-0,0140
28/6/2022	13,0583	0,54	823,92	-0,0029	0,0000	0,0009
29/6/2022	13,1427	0,55	822,15	0,0065	0,0185	-0,0021
30/6/2022	13,3864	0,545	810,42	0,0185	-0,0091	-0,0143
1/7/2022	12,9927	0,54	805,79	-0,0294	-0,0092	-0,0057
4/7/2022	12,7958	0,54	805,55	-0,0152	0,0000	-0,0003
5/7/2022	12,8427	0,52	779,68	0,0037	-0,0370	-0,0321
6/7/2022	13,0676	0,54	779,2	0,0175	0,0385	-0,0006
7/7/2022	12,7021	0,575	795,24	-0,0280	0,0648	0,0206
8/7/2022	12,9739	0,56	802,16	0,0214	-0,0261	0,0087
11/7/2022	13,1239	0,545	789,58	0,0116	-0,0268	-0,0157
12/7/2022	12,9833	0,55	794,6	-0,0107	0,0092	0,0064
13/7/2022	13,1145	0,56	803,28	0,0101	0,0182	0,0109

14/7/2022	13,0302	0,56	796,41	-0,0064	0,0000	-0,0086
15/7/2022	13,1708	0,565	794,62	0,0108	0,0089	-0,0022
18/7/2022	13,4895	0,565	804,24	0,0242	0,0000	0,0121
19/7/2022	13,2833	0,58	806,11	-0,0153	0,0265	0,0023
20/7/2022	12,9645	0,58	815,32	-0,0240	0,0000	0,0114
21/7/2022	12,8896	0,57	826,11	-0,0058	-0,0172	0,0132
22/7/2022	13,0021	0,58	829,97	0,0087	0,0175	0,0047
25/7/2022	13,1801	0,65	828,89	0,0137	0,1207	-0,0013
26/7/2022	13,4052	0,655	829,26	0,0171	0,0077	0,0004
27/7/2022	13,5083	0,69	834,85	0,0077	0,0534	0,0067
28/7/2022	13,4801	0,69	839,52	-0,0021	0,0000	0,0056
29/7/2022	13,5832	0,675	851,05	0,0076	-0,0217	0,0137
1/8/2022	13,6395	0,69	863,81	0,0041	0,0222	0,0150
2/8/2022	13,5296	0,68	869,82	-0,0081	-0,0145	0,0070
3/8/2022	13,6895	0,65	870,24	0,0118	-0,0441	0,0005
4/8/2022	13,8593	0,64	867,51	0,0124	-0,0154	-0,0031
5/8/2022	13,8793	0,63	849,23	0,0014	-0,0156	-0,0211
8/8/2022	13,7694	0,63	860,32	-0,0079	0,0000	0,0131
9/8/2022	13,2698	0,62	859,52	-0,0363	-0,0159	-0,0009
10/8/2022	13,5995	0,635	875,47	0,0248	0,0242	0,0186
11/8/2022	13,2998	0,61	882,77	-0,0220	-0,0394	0,0083
12/8/2022	13,3397	0,6	878,76	0,0030	-0,0164	-0,0045
16/8/2022	13,5096	0,62	893,23	0,0127	0,0333	0,0165
17/8/2022	13,2298	0,6	894,37	-0,0207	-0,0323	0,0013
18/8/2022	13,64	0,6	897,63	0,0310	0,0000	0,0036
19/8/2022	13,6	0,595	899,16	-0,0029	-0,0083	0,0017
22/8/2022	13,76	0,585	896,41	0,0118	-0,0168	-0,0031
23/8/2022	13,74	0,6	891,46	-0,0015	0,0256	-0,0055
24/8/2022	13,42	0,63	892,37	-0,0233	0,0500	0,0010
25/8/2022	13,5	0,6	896,12	0,0060	-0,0476	0,0042
26/8/2022	13,6	0,615	893,74	0,0074	0,0250	-0,0027
29/8/2022	13,8	0,6	868,25	0,0147	-0,0244	-0,0285
30/8/2022	13,84	0,645	855,7	0,0029	0,0750	-0,0145
31/8/2022	13,67	0,625	856,36	-0,0123	-0,0310	0,0008
1/9/2022	13,3	0,61	843,17	-0,0271	-0,0240	-0,0154
2/9/2022	13,15	0,61	844,78	-0,0113	0,0000	0,0019
5/9/2022	13,32	0,61	829,34	0,0129	0,0000	-0,0183
6/9/2022	13,2	0,62	834,91	-0,0090	0,0164	0,0067
7/9/2022	13	0,605	822,51	-0,0152	-0,0242	-0,0149
8/9/2022	13,09	0,6	825,96	0,0069	-0,0083	0,0042
9/9/2022	13,07	0,63	841,91	-0,0015	0,0500	0,0193
12/9/2022	12,98	0,635	849,89	-0,0069	0,0079	0,0095
13/9/2022	13,1	0,625	840,81	0,0092	-0,0157	-0,0107
14/9/2022	13,45	0,625	836,63	0,0267	0,0000	-0,0050
15/9/2022	13,3	0,62	839,23	-0,0112	-0,0080	0,0031
16/9/2022	13,26	0,61	836,17	-0,0030	-0,0161	-0,0036
19/9/2022	13,33	0,6	833,36	0,0053	-0,0164	-0,0034
20/9/2022	13,12	0,61	833,86	-0,0158	0,0167	0,0006

21/9/2022	13,03	0,6	826,32	-0,0069	-0,0164	-0,0090
22/9/2022	13,19	0,6	817,61	0,0123	0,0000	-0,0105
23/9/2022	13,05	0,59	798,11	-0,0106	-0,0167	-0,0239
26/9/2022	12,81	0,59	792,73	-0,0184	0,0000	-0,0067
27/9/2022	12,39	0,59	798,41	-0,0328	0,0000	0,0072
28/9/2022	12,15	0,595	791,42	-0,0194	0,0085	-0,0088
29/9/2022	12,13	0,6	788,46	-0,0016	0,0084	-0,0037
30/9/2022	12,14	0,6	792,9	0,0008	0,0000	0,0056
3/10/2022	12,01	0,615	804,19	-0,0107	0,0250	0,0142
4/10/2022	12,28	0,62	823,09	0,0225	0,0081	0,0235
5/10/2022	12,48	0,6	819,14	0,0163	-0,0323	-0,0048
6/10/2022	12,75	0,595	816,68	0,0216	-0,0083	-0,0030
7/10/2022	12,59	0,6	814,06	-0,0125	0,0084	-0,0032
10/10/2022	12,19	0,6	814,61	-0,0318	0,0000	0,0007
11/10/2022	12,15	0,595	808,98	-0,0033	-0,0083	-0,0069
12/10/2022	12,06	0,595	817,55	-0,0074	0,0000	0,0106
13/10/2022	12,16	0,585	816,02	0,0083	-0,0168	-0,0019
14/10/2022	12,38	0,59	832,32	0,0181	0,0085	0,0200
17/10/2022	12,28	0,59	842,64	-0,0081	0,0000	0,0124
18/10/2022	12,43	0,595	851,04	0,0122	0,0085	0,0100
19/10/2022	12,7	0,59	848,17	0,0217	-0,0084	-0,0034
20/10/2022	12,74	0,61	854,8	0,0031	0,0339	0,0078
21/10/2022	12,41	0,61	854,99	-0,0259	0,0000	0,0002
24/10/2022	12,58	0,615	866,25	0,0137	0,0082	0,0132
25/10/2022	12,47	0,6	863,35	-0,0087	-0,0244	-0,0033
26/10/2022	12,45	0,6	862,76	-0,0016	0,0000	-0,0007
27/10/2022	12,67	0,61	860,76	0,0177	0,0167	-0,0023
31/10/2022	12,59	0,605	874,27	-0,0063	-0,0082	0,0157
1/11/2022	12,59	0,61	868,25	0,0000	0,0083	-0,0069
2/11/2022	12,4	0,61	874,04	-0,0151	0,0000	0,0067
3/11/2022	12,43	0,6	861,76	0,0024	-0,0164	-0,0140
4/11/2022	12,61	0,6	861,76	0,0145	0,0000	0,0000
7/11/2022	12,69	0,61	885,3	0,0063	0,0167	0,0273
8/11/2022	12,95	0,605	887,54	0,0205	-0,0082	0,0025
9/11/2022	13,09	0,6	891,8	0,0108	-0,0083	0,0048
10/11/2022	12,98	0,595	898,94	-0,0084	-0,0083	0,0080
11/11/2022	12,68	0,6	897,78	-0,0231	0,0084	-0,0013
14/11/2022	12,85	0,63	900,3	0,0134	0,0500	0,0028
15/11/2022	12,8	0,625	903,87	-0,0039	-0,0079	0,0040
16/11/2022	12,86	0,6	887,09	0,0047	-0,0400	-0,0186
17/11/2022	12,7	0,6	883,28	-0,0124	0,0000	-0,0043
18/11/2022	12,37	0,605	889,9	-0,0260	0,0083	0,0075
21/11/2022	12,45	0,61	891,81	0,0065	0,0083	0,0021
22/11/2022	12,73	0,605	900,07	0,0225	-0,0082	0,0093
23/11/2022	13	0,58	906,4	0,0212	-0,0413	0,0070
24/11/2022	13	0,59	919,78	0,0000	0,0172	0,0148
25/11/2022	12,94	0,58	917,64	-0,0046	-0,0169	-0,0023
28/11/2022	13,14	0,575	907,06	0,0155	-0,0086	-0,0115

29/11/2022	12,9	0,585	911,91	-0,0183	0,0174	0,0053
30/11/2022	13	0,53	912,33	0,0078	-0,0940	0,0005
1/12/2022	13,16	0,515	922,42	0,0123	-0,0283	0,0111
2/12/2022	13,23	0,494	903,97	0,0053	-0,0408	-0,0200
5/12/2022	13,24	0,5	903,25	0,0008	0,0121	-0,0008
6/12/2022	13,1	0,505	904,09	-0,0106	0,0100	0,0009
7/12/2022	13,04	0,505	910,29	-0,0046	0,0000	0,0069
8/12/2022	13,1	0,5	915,4	0,0046	-0,0099	0,0056
9/12/2022	13,09	0,5	915,99	-0,0008	0,0000	0,0006
12/12/2022	13,23	0,53	912,94	0,0107	0,0600	-0,0033
13/12/2022	13,29	0,55	920,53	0,0045	0,0377	0,0083
14/12/2022	13,26	0,56	923,63	-0,0023	0,0182	0,0034
15/12/2022	13,3	0,565	917,1	0,0030	0,0089	-0,0071
16/12/2022	13,32	0,555	911,85	0,0015	-0,0177	-0,0057
19/12/2022	13,4	0,56	916,48	0,0060	0,0090	0,0051
20/12/2022	13,25	0,54	915,51	-0,0112	-0,0357	-0,0011
21/12/2022	13,2	0,56	923,86	-0,0038	0,0370	0,0091
22/12/2022	13,15	0,56	924,2	-0,0038	0,0000	0,0004
23/12/2022	13,15	0,545	921,25	0,0000	-0,0268	-0,0032
27/12/2022	12,94	0,56	923,26	-0,0160	0,0275	0,0022
28/12/2022	12,96	0,56	923,79	0,0015	0,0000	0,0006
29/12/2022	12,95	0,55	920,82	-0,0008	-0,0179	-0,0032
30/12/2022	13,3	0,57	929,79	0,0270	0,0364	0,0097
2/1/2023	13,18	0,58	936,15	-0,0090	0,0175	0,0068
3/1/2023	13,23	0,58	943,82	0,0038	0,0000	0,0082
4/1/2023	13,19	0,575	946,1	-0,0030	-0,0086	0,0024
5/1/2023	13,48	0,58	951,45	0,0220	0,0087	0,0057
9/1/2023	13,31	0,6	962,84	-0,0126	0,0345	0,0120
10/1/2023	13,45	0,6	962,22	0,0105	0,0000	-0,0006
11/1/2023	13,47	0,595	963,7	0,0015	-0,0083	0,0015
12/1/2023	13,26	0,6	964,26	-0,0156	0,0084	0,0006
13/1/2023	13,27	0,645	968,38	0,0008	0,0750	0,0043
16/1/2023	13,2	0,655	981,26	-0,0053	0,0155	0,0133
17/1/2023	13,2	0,645	987,01	0,0000	-0,0153	0,0059
18/1/2023	13,31	0,65	989,58	0,0083	0,0078	0,0026
19/1/2023	13,22	0,61	967,76	-0,0068	-0,0615	-0,0220
20/1/2023	13,2	0,62	979,06	-0,0015	0,0164	0,0117
23/1/2023	13,1	0,64	997,81	-0,0076	0,0323	0,0192
24/1/2023	13,19	0,61	993,91	0,0069	-0,0469	-0,0039
25/1/2023	13,24	0,62	993,86	0,0038	0,0164	-0,0001
26/1/2023	13,35	0,65	1.004,00	0,0083	0,0484	0,0102
27/1/2023	13,22	0,64	1.015,48	-0,0097	-0,0154	0,0114
30/1/2023	13,46	0,64	1.024,75	0,0182	0,0000	0,0091
31/1/2023	13,6	0,635	1.022,82	0,0104	-0,0078	-0,0019
1/2/2023	13,96	0,635	1.027,25	0,0265	0,0000	0,0043
2/2/2023	13,78	0,635	1.029,68	-0,0129	0,0000	0,0024
3/2/2023	13,82	0,635	1.033,44	0,0029	0,0000	0,0037
6/2/2023	13,9	0,64	1.033,02	0,0058	0,0079	-0,0004

7/2/2023	14,46	0,645	1.041,51	0,0403	0,0078	0,0082
8/2/2023	14,22	0,66	1.064,43	-0,0166	0,0233	0,0220
9/2/2023	14,42	0,645	1.074,87	0,0141	-0,0227	0,0098
10/2/2023	14,5	0,66	1.068,12	0,0055	0,0233	-0,0063
13/2/2023	14,52	0,72	1.092,91	0,0014	0,0909	0,0232
14/2/2023	15,18	0,72	1.093,97	0,0455	0,0000	0,0010
15/2/2023	15,18	0,73	1.093,15	0,0000	0,0139	-0,0007
16/2/2023	14,88	0,755	1.091,62	-0,0198	0,0342	-0,0014
17/2/2023	14,9	0,76	1.102,76	0,0013	0,0066	0,0102
20/2/2023	15,06	0,74	1.123,23	0,0107	-0,0263	0,0186
21/2/2023	15	0,695	1.121,74	-0,0040	-0,0608	-0,0013
22/2/2023	15,06	0,68	1.101,30	0,0040	-0,0216	-0,0182
23/2/2023	14,78	0,68	1.119,25	-0,0186	0,0000	0,0163
24/2/2023	14,55	0,68	1.113,36	-0,0156	0,0000	-0,0053
28/2/2023	14,95	0,68	1.129,25	0,0275	0,0000	0,0143
1/3/2023	14,75	0,67	1.133,11	-0,0134	-0,0147	0,0034
2/3/2023	14,68	0,67	1.118,79	-0,0047	0,0000	-0,0126
3/3/2023	15,18	0,68	1.114,68	0,0341	0,0149	-0,0037
6/3/2023	15,1	0,67	1.082,10	-0,0053	-0,0147	-0,0292
7/3/2023	14,88	0,67	1.078,69	-0,0146	0,0000	-0,0032
8/3/2023	14,63	0,67	1.076,36	-0,0168	0,0000	-0,0022
9/3/2023	14,56	0,69	1.083,22	-0,0048	0,0299	0,0064
10/3/2023	14,67	0,68	1.056,26	0,0076	-0,0145	-0,0249
13/3/2023	14,51	0,65	1.049,55	-0,0109	-0,0441	-0,0064
14/3/2023	14,73	0,69	1.074,07	0,0152	0,0615	0,0234
15/3/2023	14,42	0,64	1.025,22	-0,0210	-0,0725	-0,0455
16/3/2023	15,09	0,65	1.031,91	0,0465	0,0156	0,0065
17/3/2023	14,8	0,63	1.020,19	-0,0192	-0,0308	-0,0114
20/3/2023	14,57	0,635	1.027,47	-0,0155	0,0079	0,0071
21/3/2023	14,82	0,65	1.049,70	0,0172	0,0236	0,0216
22/3/2023	14,55	0,66	1.044,96	-0,0182	0,0154	-0,0045
23/3/2023	14,9	0,65	1.052,43	0,0241	-0,0152	0,0071
24/3/2023	14,7	0,63	1.021,16	-0,0134	-0,0308	-0,0297
27/3/2023	15,15	0,635	1.035,72	0,0306	0,0079	0,0143
28/3/2023	14,6	0,63	1.023,44	-0,0363	-0,0079	-0,0119
29/3/2023	14,8	0,635	1.030,65	0,0137	0,0079	0,0070
30/3/2023	14,88	0,64	1.045,84	0,0054	0,0079	0,0147
31/3/2023	15	0,65	1.054,59	0,0081	0,0156	0,0084
3/4/2023	15,01	0,65	1.068,24	0,0007	0,0000	0,0129
4/4/2023	14,79	0,66	1.069,32	-0,0147	0,0154	0,0010
12/4/2023	14,87	0,65	1.095,91	0,0054	-0,0152	0,0249
13/4/2023	14,95	0,64	1.102,79	0,0054	-0,0154	0,0063
18/4/2023	15,4	0,645	1.120,29	0,0301	0,0078	0,0159
19/4/2023	15,23	0,635	1.111,11	-0,0110	-0,0155	-0,0082
21/4/2023	15,48	0,63	1.111,33	0,0164	-0,0079	0,0002
24/4/2023	15,43	0,63	1.105,42	-0,0032	0,0000	-0,0053
25/4/2023	15,3	0,62	1.090,53	-0,0084	-0,0159	-0,0135
26/4/2023	15,36	0,63	1.096,42	0,0039	0,0161	0,0054

28/4/2023	15,29	0,62	1.085,11	-0,0046	-0,0159	-0,0103
2/5/2023	15,22	0,615	1.087,49	-0,0046	-0,0081	0,0022
4/5/2023	15,46	0,59	1.098,57	0,0158	-0,0407	0,0102
5/5/2023	15,65	0,595	1.111,24	0,0123	0,0085	0,0115
8/5/2023	15,8	0,6	1.121,90	0,0096	0,0084	0,0096
10/5/2023	15,96	0,6	1.131,21	0,0101	0,0000	0,0083
12/5/2023	16,18	0,59	1.122,75	0,0138	-0,0167	-0,0075
15/5/2023	16,44	0,6	1.121,65	0,0161	0,0169	-0,0010
16/5/2023	15,83	0,6	1.136,44	-0,0371	0,0000	0,0132
17/5/2023	15,91	0,595	1.134,36	0,0051	-0,0083	-0,0018
22/5/2023	16	0,6	1.201,32	0,0057	0,0084	0,0590
24/5/2023	15,7	0,58	1.191,83	-0,0188	-0,0333	-0,0079
26/5/2023	16,28	0,6	1.220,89	0,0369	0,0345	0,0244
31/5/2023	16,23	0,64	1.218,65	-0,0031	0,0667	-0,0018
8/6/2023	16,1	0,595	1.258,17	-0,0080	-0,0703	0,0324
9/6/2023	15,98	0,63	1.261,67	-0,0075	0,0588	0,0028
12/6/2023	16	0,645	1.263,38	0,0013	0,0238	0,0014
14/6/2023	16,08	0,67	1.274,54	0,0050	0,0388	0,0088
16/6/2023	16,25	0,625	1.277,56	0,0106	-0,0672	0,0024
19/6/2023	16,58	0,61	1.268,52	0,0203	-0,0240	-0,0071
20/6/2023	16,84	0,6	1.264,96	0,0157	-0,0164	-0,0028
21/6/2023	16	0,59	1.272,49	-0,0499	-0,0167	0,0060
22/6/2023	16	0,58	1.263,03	0,0000	-0,0169	-0,0074
27/6/2023	16,05	0,595	1.235,27	0,0031	0,0259	-0,0220
28/6/2023	15,9	0,595	1.247,20	-0,0093	0,0000	0,0097
29/6/2023	15,59	0,6	1.275,26	-0,0195	0,0084	0,0225
3/7/2023	15,59	0,6	1.292,72	0,0000	0,0000	0,0137
4/7/2023	15,85	0,6	1.299,78	0,0167	0,0000	0,0055
5/7/2023	16,21	0,595	1.295,30	0,0227	-0,0083	-0,0034
6/7/2023	16,11	0,59	1.279,40	-0,0062	-0,0084	-0,0123
10/7/2023	16,1	0,595	1.290,90	-0,0006	0,0085	0,0090
11/7/2023	15,75	0,605	1.317,35	-0,0217	0,0168	0,0205
12/7/2023	15,78	0,62	1.323,61	0,0019	0,0248	0,0048
13/7/2023	16,19	0,65	1.321,15	0,0260	0,0484	-0,0019
14/7/2023	16,14	0,66	1.325,61	-0,0031	0,0154	0,0034
17/7/2023	16,16	0,67	1.303,79	0,0012	0,0152	-0,0165
18/7/2023	16,26	0,69	1.315,89	0,0062	0,0299	0,0093
19/7/2023	16,1	0,68	1.331,62	-0,0098	-0,0145	0,0120
20/7/2023	15,94	0,665	1.338,03	-0,0099	-0,0221	0,0048
24/7/2023	16,28	0,66	1.337,42	0,0213	-0,0075	-0,0005
25/7/2023	16,5	0,66	1.345,95	0,0135	0,0000	0,0064
26/7/2023	16,22	0,65	1.344,55	-0,0170	-0,0152	-0,0010
27/7/2023	16,39	0,65	1.345,63	0,0105	0,0000	0,0008
28/7/2023	16,36	0,64	1.333,86	-0,0018	-0,0154	-0,0087
1/8/2023	16,18	0,65	1.324,28	-0,0110	0,0156	-0,0072
2/8/2023	16,07	0,65	1.305,85	-0,0068	0,0000	-0,0139
3/8/2023	15,95	0,65	1.314,31	-0,0075	0,0000	0,0065
4/8/2023	15,65	0,665	1.319,52	-0,0188	0,0231	0,0040

7/8/2023	15,48	0,68	1.320,65	-0,0109	0,0226	0,0009
9/8/2023	15,62	0,64	1.317,18	0,0090	-0,0588	-0,0026
10/8/2023	15,68	0,63	1.313,20	0,0038	-0,0156	-0,0030
11/8/2023	15,73	0,62	1.286,86	0,0032	-0,0159	-0,0201
14/8/2023	15,45	0,63	1.278,87	-0,0178	0,0161	-0,0062
16/8/2023	15,36	0,63	1.279,96	-0,0058	0,0000	0,0009
17/8/2023	15,48	0,63	1.283,43	0,0078	0,0000	0,0027
18/8/2023	15,33	0,63	1.263,34	-0,0097	0,0000	-0,0157
21/8/2023	15,21	0,63	1.285,27	-0,0078	0,0000	0,0174
22/8/2023	15,07	0,64	1.300,47	-0,0092	0,0159	0,0118
24/8/2023	15,24	0,635	1.295,91	0,0113	-0,0078	-0,0035
25/8/2023	15,32	0,63	1.299,76	0,0052	-0,0079	0,0030
28/8/2023	15,1	0,635	1.316,27	-0,0144	0,0079	0,0127
29/8/2023	15,15	0,635	1.318,34	0,0033	0,0000	0,0016
30/8/2023	15,49	0,64	1.316,94	0,0224	0,0079	-0,0011
31/8/2023	15,7	0,7	1.312,49	0,0136	0,0938	-0,0034
4/9/2023	15,9	0,685	1.267,33	0,0127	-0,0214	-0,0344
5/9/2023	15,58	0,7	1.276,52	-0,0201	0,0219	0,0073
6/9/2023	15,62	0,72	1.273,48	0,0026	0,0286	-0,0024
7/9/2023	16,4	0,675	1.247,51	0,0499	-0,0625	-0,0204
8/9/2023	16,31	0,65	1.259,50	-0,0055	-0,0370	0,0096
11/9/2023	16,09	0,65	1.250,59	-0,0135	0,0000	-0,0071
12/9/2023	16,31	0,65	1.246,88	0,0137	0,0000	-0,0030
13/9/2023	16,51	0,65	1.225,25	0,0123	0,0000	-0,0173
14/9/2023	16,33	0,65	1.233,81	-0,0109	0,0000	0,0070
18/9/2023	16,16	0,67	1.251,66	-0,0104	0,0308	0,0145
19/9/2023	16	0,65	1.227,78	-0,0099	-0,0299	-0,0191
20/9/2023	16,3	0,65	1.200,31	0,0188	0,0000	-0,0224
21/9/2023	16,15	0,64	1.200,04	-0,0092	-0,0154	-0,0002
27/9/2023	15,77	0,65	1.204,11	-0,0235	0,0156	0,0034
28/9/2023	15,61	0,64	1.193,32	-0,0101	-0,0154	-0,0090
29/9/2023	15,8	0,625	1.209,34	0,0122	-0,0234	0,0134
2/10/2023	15,51	0,645	1.191,77	-0,0184	0,0320	-0,0145
3/10/2023	15,86	0,62	1.168,45	0,0226	-0,0388	-0,0196
4/10/2023	15,6	0,63	1.170,13	-0,0164	0,0161	0,0014
5/10/2023	15,45	0,645	1.154,02	-0,0096	0,0238	-0,0138
9/10/2023	15,27	0,615	1.111,29	-0,0117	-0,0465	-0,0370
10/10/2023	15,26	0,62	1.157,85	-0,0007	0,0081	0,0419
11/10/2023	14,92	0,61	1.175,78	-0,0223	-0,0161	0,0155
12/10/2023	15,15	0,63	1.182,31	0,0154	0,0328	0,0056
13/10/2023	15,28	0,63	1.169,66	0,0086	0,0000	-0,0107
16/10/2023	15,46	0,65	1.173,76	0,0118	0,0317	0,0035
17/10/2023	15,4	0,715	1.169,79	-0,0039	0,1000	-0,0034
18/10/2023	15,23	0,685	1.178,88	-0,0110	-0,0420	0,0078
19/10/2023	15,3	0,67	1.178,59	0,0046	-0,0219	-0,0002
20/10/2023	15,34	0,665	1.174,91	0,0026	-0,0075	-0,0031
23/10/2023	15,16	0,67	1.173,70	-0,0117	0,0075	-0,0010
24/10/2023	15,05	0,68	1.196,56	-0,0073	0,0149	0,0195

25/10/2023	15,07	0,68	1.185,24	0,0013	0,0000	-0,0095
26/10/2023	15,4	0,715	1.177,39	0,0219	0,0515	-0,0066
27/10/2023	15,32	0,76	1.178,79	-0,0052	0,0629	0,0012
30/10/2023	15,37	0,7	1.186,38	0,0033	-0,0789	0,0064
31/10/2023	15,2	0,72	1.193,10	-0,0111	0,0286	0,0057
1/11/2023	15,42	0,715	1.196,48	0,0145	-0,0069	0,0028
2/11/2023	16	0,72	1.219,99	0,0376	0,0070	0,0196
3/11/2023	16,08	0,73	1.219,77	0,0050	0,0139	-0,0002
6/11/2023	15,51	0,74	1.237,37	-0,0354	0,0137	0,0144
7/11/2023	15,45	0,72	1.228,87	-0,0039	-0,0270	-0,0069
8/11/2023	15,5	0,795	1.227,27	0,0032	0,1042	-0,0013
9/11/2023	15,3	0,793	1.218,07	-0,0129	-0,0025	-0,0075
10/11/2023	15,45	0,865	1.203,08	0,0098	0,0908	-0,0123
13/11/2023	15,45	0,945	1.205,55	0,0000	0,0925	0,0021
14/11/2023	15,39	0,928	1.235,27	-0,0039	-0,0180	0,0247
15/11/2023	14,9	0,9	1.238,76	-0,0318	-0,0302	0,0028
16/11/2023	14,9	0,9	1.239,39	0,0000	0,0000	0,0005
17/11/2023	15,06	0,915	1.250,44	0,0107	0,0167	0,0089
20/11/2023	15,07	0,931	1.248,63	0,0007	0,0175	-0,0014
21/11/2023	14,75	0,926	1.242,20	-0,0212	-0,0054	-0,0051
22/11/2023	14,62	0,925	1.258,74	-0,0088	-0,0011	0,0133
23/11/2023	14,51	0,99	1.260,52	-0,0075	0,0703	0,0014
24/11/2023	14,6	0,975	1.258,73	0,0062	-0,0152	-0,0014
27/11/2023	14,58	0,975	1.265,36	-0,0014	0,0000	0,0053
28/11/2023	14,5	0,938	1.264,69	-0,0055	-0,0379	-0,0005
29/11/2023	14,81	0,955	1.271,20	0,0214	0,0181	0,0051
30/11/2023	14,69	0,941	1.275,13	-0,0081	-0,0147	0,0031
1/12/2023	14,78	0,963	1.280,11	0,0061	0,0234	0,0039
4/12/2023	14,7	0,963	1.275,34	-0,0054	0,0000	-0,0037
5/12/2023	14,85	0,96	1.270,35	0,0102	-0,0031	-0,0039
6/12/2023	14,76	1,03	1.273,48	-0,0061	0,0729	0,0025
7/12/2023	14,97	1,03	1.273,33	0,0142	0,0000	-0,0001
8/12/2023	14,57	1,054	1.275,09	-0,0267	0,0233	0,0014
11/12/2023	14,57	1,032	1.275,50	0,0000	-0,0209	0,0003
12/12/2023	14,86	1,02	1.283,12	0,0199	-0,0116	0,0060
13/12/2023	14,6	1,016	1.292,35	-0,0175	-0,0039	0,0072
14/12/2023	14,61	1,014	1.295,37	0,0007	-0,0020	0,0023
15/12/2023	14,9	1,022	1.290,79	0,0198	0,0079	-0,0035
18/12/2023	15,02	1,022	1.287,22	0,0081	0,0000	-0,0028
19/12/2023	15,12	1,022	1.298,48	0,0067	0,0000	0,0087
20/12/2023	15,06	1,06	1.301,81	-0,0040	0,0372	0,0026
21/12/2023	15,25	1,03	1.298,56	0,0126	-0,0283	-0,0025
22/12/2023	15,46	1,04	1.290,89	0,0138	0,0097	-0,0059
27/12/2023	15,45	1,05	1.293,19	-0,0006	0,0096	0,0018
29/12/2023	15,28	1,056	1.293,14	-0,0110	0,0057	0,0000
2/1/2024	15,42	1,078	1.307,63	0,0092	0,0208	0,0112

Συνολική απόδοση

115,01%

161,65%

116,02%

Ετήσια απόδοση	26,02%	33,73%	26,20%
Μέσες ημερήσιες αποδόσεις	0,180%	0,182%	0,08%
Beta	0,047	1,163	1,000

Παράρτημα Β: Οικονομικές καταστάσεις εταιρείας ΟΠΑΠ 2018-2023

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ							
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία							
Ασώματες ακινητοποιήσεις	972.679	933.089	874.308	801.942	736.190	674.583	-7,06%
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	88.421	95.138	82.813	68.101	54.581	44.183	-12,96%
Δικαίωμα χρήσης	0	32.627	26.155	21.002	18.342	21.218	#ΔΙΑΙΠ/0!
Επενδύσεις σε ακίνητα	903	1.703	1.606	1.521	3.007	1.356	8,47%
Συμμετοχές σε θυγατρικές εταιρείες	270.725	362.987	425.412	425.412	575.412	446.412	10,52%
Μακροπρόθεσμες εμπορικές απαιτήσεις	2	0	7.249	2.078	748	3.093	334,38%
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	44.709	29.290	55.334	72.822	66.016	57.776	5,26%
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	1.377.439	1.454.834	1.472.877	1.392.878	1.454.296	1.248.621	-1,94%
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία							
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	101.563	450.297	279.491	609.088	247.796	149.953	8,10%
Αποθέματα	1.053	2.745	4.011	2.689	2.879	2.496	18,84%
Εμπορικές απαιτήσεις	45.405	70.905	26.846	49.216	57.924	50.668	2,22%
Απαιτήσεις από φόρο	0	4.429	0	0	0	0	#ΔΙΑΙΠ/0!

εισοδήματος								
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	22.413	33.259	38.370	31.049	35.757	43.864	14,37%	
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	170.434	561.635	348.718	692.042	344.356	246.981	7,70%	
Σύνολο Ενεργητικού	1.547.873	2.016.469	1.821.595	2.084.920	1.798.652	1.495.602	-0,68%	
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ								
Ίδια κεφάλαια								
Μετοχικό κεφάλαιο	95.700	96.487	102.428	105.857	109.003	111.019	3,01%	
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	0	24.294	218.826	346.228	165.148	105.482	#ΔΙΑΙΠ/0!	
Αποθεματικά	30.955	30.266	32.075	34.174	36.334	37.006	3,64%	
Ίδιες μετοχές	-14.497	-14.497	-14.497	-14.497	-12.851	-43.145	24,37%	
Κέρδη εις νέο	605.071	620.030	299.436	343.260	420.891	335.070	-11,15%	
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	717.229	756.580	638.268	815.022	718.525	545.432	-5,33%	
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις								
Δανειακές υποχρεώσεις	601.351	995.301	957.440	941.517	466.565	586.454	-0,50%	
Υποχρεώσεις μισθώσεων	0	27.663	22.011	16.989	13.959	16.762	#ΔΙΑΙΠ/0!	
Αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση	12.701	21.015	24.833	40.317	41.916	44.724	28,63%	
Προγράμματα παροχών προσωπικού	4.409	2.570	4.194	3.955	2.670	3.374	-5,21%	
Προβλέψεις	26.893	8.515	10.212	9.517	0	0	-100,00%	
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	1.271	2.524	2.748	1.453	0	0	-100,00%	
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	646.625	1.057.588	1.021.438	1.013.748	525.110	651.314	0,14%	
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις								
Δανειακές υποχρεώσεις	20.011	20.004	52.692	82.677	311.533	61.804	25,30%	
Υποχρεώσεις μισθώσεων	0	5.157	5.068	5.365	5.604	5.658	#ΔΙΑΙΠ/0!	
Προγράμματα παροχών προσωπικού	0	3.578	0	0	3.464	1.501	#ΔΙΑΙΠ/0!	
Εμπορικές υποχρεώσεις	65.168	76.867	52.400	62.560	84.329	87.695	6,12%	
Προβλέψεις	0	0	0	0	10.820	12.244	#ΔΙΑΙΠ/0!	
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος	9.571	0	13.119	49.079	77.648	59.984	44,35%	
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	89.270	96.697	38.611	56.470	61.617	69.971	-4,75%	
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	184.020	202.303	161.890	256.151	555.015	298.857	10,18%	
Σύνολο υποχρεώσεων	830.645	1.259.891	1.183.328	1.269.899	1.080.125	950.171	2,73%	
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	1.547.874	2.016.471	1.821.596	2.084.921	1.798.650	1.495.603	-0,68%	
Κατάσταση Αποτελεσμάτων								
Καθαρά έσοδα προ εισφορών (GGR) (σε χιλ. €)	1.294.097	1.369.923	930.219	985.327	1.333.210	1.394.006	1,50%	
Εισφορά επί των καθαρών εσόδων και λοιπές εισφορές	-442.800	-464.716	-311.640	-298.148	-405.277	-425.167	-0,81%	
Καθαρά έσοδα από παιχνίδια (NGR)	851.297	905.207	618.579	687.179	927.933	968.839	2,62%	
Προμήθειες πρακτόρων	-312.796	-319.878	-212.529	-228.891	-322.236	-343.538	1,89%	
Λοιπές προμήθειες σχετικές με τα Καθαρά	-44.141	-61.641	-50.463	-69.137	-73.522	-81.968	13,18%	

έσοδα από παιχνίδια (NGR)							
Λοιπά λειτουργικά έσοδα	41.768	64.754	58.545	50.610	48.113	49.398	3,41%
Λοιπά λειτουργικά έσοδα σχετιζόμενα με την επέκταση του αποκλειστικού δικαιώματος 2020- 2030	0	0	42.465	217.373	230.153	232.577	#ΔΙΑΙΠ/0!
Λοιπά λειτουργικά κόστη	0	-8.049	-1.559	-1.016	-183	-402	#ΔΙΑΙΠ/0!
	536.128	580.393	455.038	656.118	810.258	824.906	9,00%
Λειτουργικά έξοδα	-247.187	-215.363	-208.342	-176.158	-211.904	-244.480	-0,22%
Κόστος μισθοδοσίας Έξοδα προβολής και διαφήμισης	-63.471	-67.974	-64.676	-62.263	-67.930	-70.181	2,03%
Άλλα λειτουργικά έξοδα Ζημίες από απομείωση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων	-46.507	-46.350	-39.677	-46.691	-50.133	-51.988	2,25%
Κέρδη προ φόρων, τόκων, αποσβέσεων και απομειώσεων (EBITDA)	-135.458	-96.770	-89.460	-76.347	-92.850	-122.148	-2,05%
Αποσβέσεις και απομειώσεις	-1.751	-4.269	-14.529	9.143	-991	-163	-37,80%
Λειτουργικό αποτέλεσμα	288.941	365.030	246.696	479.960	598.354	580.426	14,97%
Χρηματοοικονομικά έσοδα	-71.149	-79.717	-92.356	-110.961	-103.317	-104.741	8,04%
Χρηματοοικονομικά έξοδα	217.792	285.313	154.340	368.999	495.037	475.685	16,91%
Έσοδα από μερίσματα	1.091	1.276	9.527	1.629	474	15.208	69,38%
Κέρδη προ φόρων	-23.711	-25.776	-39.983	-39.339	-36.399	-25.058	1,11%
Φόρος εισοδήματος	4.836	7.500	5.500	4.000	7.000	182.500	106,71%
Κέρδη μετά φόρων (σε χιλ. ευρώ)	200.008	268.313	129.384	335.289	466.112	648.335	26,52%
Βασικά και απομειωμένα κέρδη ανά μετοχή σε €	-64.818	-62.702	-28.218	-70.327	-102.468	-111.231	11,41%
Μέσος σταθμισμένος αριθμός μετοχών	135.190	205.611	101.166	264.962	363.644	537.104	31,77%
Προμέρισμα	0,4256	0,6457	0,3026	0,7705	1,0259	1,4728	28,18%
Τελικό μέρισμα	317.677	318.414	334.290	343.864	354.458	364.691	2,80%
Συνολικό μέρισμα	0,0000	0,0000	0,0000	0,1000	0,3000	1,0018	
	0,7000	0,3000	0,5500	0,5000	0,7000	0,6000	
	0,7000	0,3000	0,5500	0,6000	1,0000	1,6018	18,01%
Καταστάσεις ταμειακών ροών							
Κέρδη προ φόρων	200.008	268.315	129.384	335.288	466.112	648.334	26,52%
Προσαρμογή για							
Αποσβέσεις	71.149	79.717	91.896	110.961	103.317	104.741	8,04%
Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	17.772	16.987	30.450	37.711	35.925	9.850	-11,13%
Προγράμματα παροχών προσωπικού	1.501	1.594	766	2.130	2.286	1.807	3,78%
Προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις	1.751	2.024	2.044	-906	-16.418	128	-40,74%
Διαγραφή εμπορικών απαιτήσεων	0	1.068	628	1.764	17.409	36	#ΔΙΑΙΠ/0!
Άλλες προβλέψεις	-1.789	-16.082	5.359	-616	1.303	1.261	-193,24%
Πρόβλεψη απαξίωσης αποθεμάτων	0	1.160	0	195	0	0	#ΔΙΑΙΠ/0!
Απομείωση αξίας ασώματων ακινητοποιήσεων & υπεραξίας	0	0	460	0	0	0	#ΔΙΑΙΠ/0!

Συναλλαγματικές διαφορές	13	12	6	0	0	0	-100,00%
Έσοδα από μερίσματα	0	0	-5.500	-4.000	-7.000	-182.500	#ΔΙΑΙΠ/0!
Ζημία απομείωσης συμμετοχής σε θυγατρική εταιρεία	27.202	8.336	5.500	0	0	0	-100,00%
Απομείωση λοιπών κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	0	2.245	-8.336	0	0	0	#ΔΙΑΙΠ/0!
Κέρδος από πώληση θυγατρικής εταιρείας	0	0	11.857	-10.000	0	0	#ΔΙΑΙΠ/0!
Κέρδη από συγγενείς εταιρείες (Κέρδη)/ζημίες από επενδυτικές δραστηριότητες	-34	-2	-4	-18	45	296	-254,16%
Κέρδη από μισθωτικές παραχωρήσεις			-995	-2.761	-10	-26	#ΔΙΑΙΠ/0!
Άλλα μη ταμειακά στοιχεία	2.755	2.755	0	0	0	0	-100,00%
Σύνολο Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης	320.328	368.129	263.515	469.748	602.969	583.927	12,76%
(Αύξηση) / μείωση αποθεμάτων	875	8.199	-1.266	1.128	-190	383	-15,23%
(Αύξηση) / μείωση απαιτήσεων	4.039	-18.412	1.367	-35.211	-11.577	16.813	33,01%
Αύξηση / (μείωση) υποχρεώσεων (πλην τραπεζών)	-37.281	2.677	-76.987	27.942	26.390	9.363	-175,86%
Αύξηση φόρων εισοδήματος	15.648	2.261	0	0	0	0	-100,00%
Σύνολο	303.609	362.854	186.629	463.607	617.592	610.486	14,99%
Τόκοι έξοδα πληρωθέντα	-23.813	-21.754	-32.500	-28.441	-24.670	-21.780	-1,77%
Φόροι εισοδήματος πληρωθέντες	-43.724	-69.966	-6.720	-19.785	-72.640	-125.295	23,44%
Καθαρές ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες	236.072	271.134	147.409	415.381	520.282	463.411	14,44%
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ							
Είσπραξη από πώληση ενσώματων και ασώματων ακινητοποιήσεων	53	41	7	18	38	1.506	95,30%
Εισπράξεις από δάνεια σε τρίτους	3.382	651	1.135	2.436	1.433	1.983	-10,13%
Εισπράξεις από δάνεια σε θυγατρικές εταιρείες	700	6.000	9.500	31.250	7.700	8.420	64,45%
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών εταιρειών	-15.982	-123.000	-70.000	0	-150.000	0	-100,00%
Επιστροφή μετοχικού κεφαλαίου από θυγατρικές εταιρείες	0	0	0	0	0	129.000	#ΔΙΑΙΠ/0!
Δάνεια χορηγηθέντα σε τρίτους	0	0	-2.317	-1.553	-717	-636	#ΔΙΑΙΠ/0!
Δάνεια χορηγηθέντα σε εταιρείες του Ομίλου	-750	-6.100	-24.500	-16.000	-11.900	-8.000	60,55%
Αύξηση ταμειακών διαθεσίμων λόγω απορρόφησης της ΟΠΑΠ ΠΑΡΟΧΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ Α.Ε.	0	3.268	0	0	0	0	#ΔΙΑΙΠ/0!
Αγορά ασώματων ακινητοποιήσεων	-28.263	-18.206	-6.782	-14.720	-16.384	-23.050	-4,00%
Αγορά ενσώματων ακινητοποιήσεων	-15.551	-8.144	-8.221	-3.368	-3.785	-3.918	-24,10%
Μερίσματα εισπραχθέντα	4.836	1.500	7.500	1.000	9.000	177.500	105,56%
Τόκοι εισπραχθέντες	740	1.026	1.225	784	199	4.721	44,86%
Καθαρή μεταβολή σε βραχυπρόθεσμες & μακροπρόθεσμες	0	0	0	0	0	0	#ΔΙΑΙΠ/0!

επενδύσεις

Καθαρές ταμειακές εκροές από επενδυτικές δραστηριότητες
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

Εισπράξεις από χορηγούμενα και εκδοθέντα δάνεια	270.000	450.000	500.000	410.000	0	250.001	-1,53%
Πληρωμές δανείων	-290.661	-56.048	-500.002	-400.002	-250.001	-380.000	5,51%
Έξοδα έκδοσης δανείων	-1.425	-1.765	-5.485	-1.200	0	-1.500	1,03%
Αγορά ιδίων μετοχών	-5.458	0	0	0	0	-31.118	41,64%
Έξοδα αύξησης μετοχικού κεφαλαίου	0	-9	-65	-38	-1.924	-993	#ΔΙΑΙΠ/0!
Επιστροφή μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών εταιρειών	0	0	0	0	0	0	#ΔΙΑΙΠ/0!
Πληρωμές υποχρεώσεων μισθώσεων	0	-6.478	-5.476	-3.354	-6.236	-6.588	#ΔΙΑΙΠ/0!
Επιστροφή μετοχικού κεφαλαίου στους μετόχους	0	0	0	0	-317.571	-163.374	#ΔΙΑΙΠ/0!
Μερίσματα πληρωθέντα	-127.099	-165.136	-214.735	-91.035	-141.427	-515.207	32,30%
Φόρος μερισμάτων προηγούμενων χρήσεων	-23.300	0	0	0	0	0	-100,00%
Καθαρές ταμειακές εισροές/(εκροές) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες	-177.943	220.564	-225.763	-85.629	-717.159	-848.779	36,68%
Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα περιόδου	7.294	348.734	-170.807	329.599	-361.293	-97.842	-268,08%
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στην αρχή της περιόδου	94.270	101.564	450.298	279.491	609.090	247.797	21,32%
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στο τέλος της περιόδου	101.564	450.298	279.491	609.090	247.797	149.955	8,10%

Παράρτημα Γ: Καταστάσεις κοινού μεγέθους ΟΠΑΠ 2018-2023

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Μέσος όρος 2018-2023
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ							
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία							
Ασώματες ακινητοποιήσεις	62,8%	46,3%	48,0%	38,5%	40,9%	45,1%	46,9%
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	5,7%	4,7%	4,5%	3,3%	3,0%	3,0%	4,0%
Δικαίωμα χρήσης	0,0%	1,6%	1,4%	1,0%	1,0%	1,4%	1,1%
Επενδύσεις σε ακίνητα	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%
Συμμετοχές σε θυγατρικές εταιρείες	17,5%	18,0%	23,4%	20,4%	32,0%	29,8%	23,5%
Μακροπρόθεσμες εμπορικές απαιτήσεις	0,0%	0,0%	0,4%	0,1%	0,0%	0,2%	0,1%
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	2,9%	1,5%	3,0%	3,5%	3,7%	3,9%	3,1%
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	89,0%	72,1%	80,9%	66,8%	80,9%	83,5%	78,9%
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία							
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	6,6%	22,3%	15,3%	29,2%	13,8%	10,0%	16,2%
Αποθέματα	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%
Εμπορικές απαιτήσεις	2,9%	3,5%	1,5%	2,4%	3,2%	3,4%	2,8%
Απαιτήσεις από φόρο εισοδήματος	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	1,4%	1,6%	2,1%	1,5%	2,0%	2,9%	1,9%
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	11,0%	27,9%	19,1%	33,2%	19,1%	16,5%	21,1%
Σύνολο Ενεργητικού	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

Ίδια κεφάλαια

Μετοχικό κεφάλαιο	6,2%	4,8%	5,6%	5,1%	6,1%	7,4%	5,9%
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	0,0%	1,2%	12,0%	16,6%	9,2%	7,1%	7,7%
Αποθεματικά	2,0%	1,5%	1,8%	1,6%	2,0%	2,5%	1,9%
Ίδιες μετοχές	-0,9%	-0,7%	-0,8%	-0,7%	-0,7%	-2,9%	-1,1%
Κέρδη εις νέο	39,1%	30,7%	16,4%	16,5%	23,4%	22,4%	24,8%
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	46,3%	37,5%	35,0%	39,1%	39,9%	36,5%	39,1%

Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις

Δανειακές υποχρεώσεις	38,9%	49,4%	52,6%	45,2%	25,9%	39,2%	41,8%
Υποχρεώσεις μισθώσεων	0,0%	1,4%	1,2%	0,8%	0,8%	1,1%	0,9%
Αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση	0,8%	1,0%	1,4%	1,9%	2,3%	3,0%	1,7%
Προγράμματα παροχών προσωπικού	0,3%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%
Προβλέψεις	1,7%	0,4%	0,6%	0,5%	0,0%	0,0%	0,5%
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	41,8%	52,4%	56,1%	48,6%	29,2%	43,5%	45,3%

Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

Δανειακές υποχρεώσεις	1,3%	1,0%	2,9%	4,0%	17,3%	4,1%	5,1%
Υποχρεώσεις μισθώσεων	0,0%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,2%
Προγράμματα παροχών προσωπικού	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,2%	0,1%	0,1%
Εμπορικές υποχρεώσεις	4,2%	3,8%	2,9%	3,0%	4,7%	5,9%	4,1%
Προβλέψεις	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	0,8%	0,2%
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος	0,6%	0,0%	0,7%	2,4%	4,3%	4,0%	2,0%
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	5,8%	4,8%	2,1%	2,7%	3,4%	4,7%	3,9%
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	11,9%	10,0%	8,9%	12,3%	30,9%	20,0%	15,7%
Σύνολο υποχρεώσεων	53,7%	62,5%	65,0%	60,9%	60,1%	63,5%	60,9%
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Κατάσταση Αποτελεσμάτων Καθαρά έσοδα προ εισφορών (GGR)

Εισφορά επί των καθαρών εσόδων και λοιπές εισφορές	-34,2%	-33,9%	-33,5%	-30,3%	-30,4%	-30,5%	-32,1%
Καθαρά έσοδα από παιχνίδια (NGR)	65,8%	66,1%	66,5%	69,7%	69,6%	69,5%	67,9%
Προμήθειες πρακτόρων	-24,2%	-23,4%	-22,8%	-23,2%	-24,2%	-24,6%	-23,7%
Λοιπές προμήθειες σχετικές με τα Καθαρά έσοδα από παιχνίδια (NGR)	-3,4%	-4,5%	-5,4%	-7,0%	-5,5%	-5,9%	-5,3%
Λοιπά λειτουργικά έσοδα	3,2%	4,7%	6,3%	5,1%	3,6%	3,5%	4,4%
Λοιπά λειτουργικά έσοδα σχετιζόμενα με την επέκταση του αποκλειστικού δικαιώματος 2020- 2030	0,0%	0,0%	4,6%	22,1%	17,3%	16,7%	10,1%
Λοιπά λειτουργικά κόστη	0,0%	-0,6%	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,2%
Σύνολο	41,4%	42,4%	48,9%	66,6%	60,8%	59,2%	53,2%
Λειτουργικά έξοδα	-19,1%	-15,7%	-22,4%	-17,9%	-15,9%	-17,5%	-18,1%
Κόστος μισθοδοσίας	-4,9%	-5,0%	-7,0%	-6,3%	-5,1%	-5,0%	-5,5%

Έξοδα προβολής και διαφήμισης	-3,6%	-3,4%	-4,3%	-4,7%	-3,8%	-3,7%	-3,9%
Άλλα λειτουργικά έξοδα	-10,5%	-7,1%	-9,6%	-7,7%	-7,0%	-8,8%	-8,4%
Ζημιές από απομείωση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων	-0,1%	-0,3%	-1,6%	0,9%	-0,1%	0,0%	-0,2%
Κέρδη προ φόρων, τόκων, αποσβέσεων και απομειώσεων (EBITDA)	22,3%	26,6%	26,5%	48,7%	44,9%	41,6%	35,1%
Αποσβέσεις και απομειώσεις	-5,5%	-5,8%	-9,9%	-11,3%	-7,7%	-7,5%	-8,0%
Λειτουργικό αποτέλεσμα	16,8%	20,8%	16,6%	37,4%	37,1%	34,1%	27,2%
Χρηματοοικονομικά έσοδα	0,1%	0,1%	1,0%	0,2%	0,0%	1,1%	0,4%
Χρηματοοικονομικά έξοδα	-1,8%	-1,9%	-4,3%	-4,0%	-2,7%	-1,8%	-2,8%
Έσοδα από μερίσματα	0,4%	0,5%	0,6%	0,4%	0,5%	13,1%	2,6%
Κέρδη προ φόρων	15,5%	19,6%	13,9%	34,0%	35,0%	46,5%	27,4%
Φόρος εισοδήματος	-5,0%	-4,6%	-3,0%	-7,1%	-7,7%	-8,0%	-5,9%
Κέρδη μετά φόρων	10,4%	15,0%	10,9%	26,9%	27,3%	38,5%	21,5%

Παράρτημα Δ: Οικονομικές καταστάσεις Intralot 2018-2023

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR
Κύκλος Εργασιών (σε χιλ. €)	61.781	56.094	47.672	43.819	36.697	67.957	1,92%
Μείον: Κόστος Πωλήσεων	-49.016	-50.850	-32.191	-38.098	-29.815	-31.306	-8,58%
Μικτά κέρδη / (ζημιές)	12.765	5.244	15.481	5.721	6.882	36.651	23,48%
Άλλα Έσοδα Εκμεταλλεύσεως	11.288	1.502	249	11.630	741	937	-39,21%
Έξοδα Διάθεσης	-8.954	-8.977	-9.333	-6.410	-5.899	-6.001	-7,69%
Έξοδα Διοίκησης	-14.073	-16.088	-16.929	-13.084	-10.812	-10.265	-6,12%
Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	-3.717	-3.845	-2.865	-1.542	-1.509	-1.458	-17,07%
Έξοδα Αναδιοργάνωσης	0	0	0	-11.190	0	0	#ΔΙΑΙΠ/0!
Άλλα Έξοδα Εκμεταλλεύσεως	-3.229	-4.137	-593	-605	-61	-500	-31,14%
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	-5.920	-26.301	-13.990	-15.480	-10.658	19.364	-226,75%
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων	7.445	-7.162	2.839	-464	2.636	30.514	32,59%
Έσοδα / (έξοδα) συμμετοχών και χρεογράφων	6.147	35.683	1.939	65.089	1.909	16.687	22,11%
Κέρδη / (ζημιές) από πώληση παγίων, ζημιές απομείωσης και διαγραφής παγίων	0	-7	-12.116	-8.097	652	-807	#ΔΙΑΙΠ/0!
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	-16.895	-20.087	-20.570	-23.913	-17.742	-17.415	0,61%
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	4.666	4.588	4.938	5.765	3.726	5.745	4,25%
Συναλλαγματικές Διαφορές	213	5	-860	677	1.184	-516	-219,36%

Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	-11.789	-6.119	-40.659	24.041	-20.929	23.058	-214,36%
Φόροι	-4.336	-3.615	76	3.754	2.303	-4.665	1,47%
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (σε χιλ. €)	-16.125	-9.734	-40.583	27.795	-18.626	18.393	-202,67%
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους ανά μετοχή (€)	-0,1059	-0,0659	-1,0659	0,1874	-0,0763	0,0442	-183,97%
Μέσος Σταθμικός αριθμός μετοχών	157.318	147.762	147.762	148.289	244.023	416.040	21,47%
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ							
Ενσώματα πάγια στοιχεία	18.890	28.430	25.332	22.820	13.457	10.821	-10,54%
Επενδυτικά ακίνητα	0	0	0	0	2.556	2.497	#ΔΙΑΙΠ/0!
Άυλα περιουσιακά στοιχεία Συμμετοχές σε θυγατρικές, συγγενείς εταιρίες και κοινοπραξίες	90.810	82.729	70.778	57.791	51.954	45.385	-12,95%
Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	1.213	39	39	80	84	159	-33,39%
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	146	133	112	45	26.481	24.311	178,16%
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	246.967	265.432	224.500	227.567	368.863	361.413	7,91%
Αποθέματα Εμπορικές και λοιπές βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις	14.831	10.733	7.875	3.593	3.199	2.534	-29,77%
Ταμείο και ταμειακά ισοδύναμα Περιουσιακά στοιχεία κατεχόμενα προς πώληση	33.146	16.172	7.959	8.338	6.141	16.602	-12,91%
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	158.347	127.904	146.878	117.108	101.263	136.234	-2,96%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	405.314	393.336	371.378	344.675	470.126	497.647	4,19%
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ							
Μετοχικό κεφάλαιο	47.089	47.089	47.089	45.679	111.401	181.229	30,94%
Υπέρ το άρτιο	0	0	0	0	62.081	122.364	#ΔΙΑΙΠ/0!
Ίδιες μετοχές	-8.528	-8.528	-8.528	-3.018	0	0	-100,00%
Λοιπά αποθεματικά	53.125	55.283	55.074	54.518	56.897	56.976	1,41%
Κέρδη εις νέον	-34.804	-45.261	-85.844	-59.388	-82.214	-63.824	12,89%
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	56.882	48.583	7.791	37.791	148.165	296.745	39,15%
Μακροπρόθεσμα δάνεια							
Μακροπρόθεσμα δάνεια Πρόβλεψη για αποζημίωση προσωπικού	286.380	278.908	308.338	250.425	267.309	0	-100,00%
Λοιπές μακροπρόθεσμες προβλέψεις Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	3.249	3.358	3.823	1.176	1.154	1.258	-17,28%
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	7.446	11.000	10.465	10.577	9.735	10.376	6,86%
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις μισθώσεων	5.657	5.320	3.407	0	0	0	-100,00%
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	273	167	51	36	36	18	-41,95%
Σύνολο μακροπροθέσμων υποχρεώσεων	303.005	300.333	327.277	262.733	278.657	11.970	-47,60%
Εμπορικές και λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις Βραχυπρόθεσμα δάνεια και υποχρεώσεις μισθώσεων	45.276	42.812	35.702	39.734	41.357	30.020	-7,89%
Φόροι εισοδήματος πληρωτέοι	0	472	0	1.856	218	25	#ΔΙΑΙΠ/0!
Βραχυπρόθεσμες προβλέψεις	151	351	158	40	40	40	-23,33%
Σύνολο βραχυπροθέσμων υποχρεώσεων	45.427	44.420	36.310	44.152	43.305	188.935	32,98%
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	348.432	344.753	363.587	306.885	321.962	200.905	-10,43%

ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	405.314	393.336	371.378	344.676	470.127	497.650	4,19%
Λειτουργικές δραστηριότητες							
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	-11.789	-6.119	-40.659	24.041	-20.930	23.056	-214,36%
Πλέον / μείον προσαρμογές για:							
Αποσβέσεις	13.365	19.139	14.643	13.850	13.295	11.151	-3,56%
Προβλέψεις	-6.545	3.384	12.901	10.235	-873	559	-161,14%
Αποτελέσματα (έσοδα, έξοδα, κέρδη και ζημιές) επενδυτικής δραστηριότητας	-6.361	-35.681	-1.094	-65.777	-3.145	-16.252	20,64%
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	16.895	20.087	20.570	23.913	17.742	17.415	0,61%
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	-4.666	-4.588	-4.938	-5.765	-3.726	-5.745	4,25%
Έξοδα αναδιοργάνωσης	0	0	0	11.190	0	0	#ΔΙΑΙΠ/0!
Πλέον/ μείον προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης:							
Μείωση / (αύξηση) αποθεμάτων	-1.421	3.921	1.482	556	336	315	-173,98%
Μείωση / (αύξηση) απαιτήσεων (Μείωση) / αύξηση υποχρεώσεων (πλην τραπεζών)	-4.583	1.260	-17.839	-7.342	-9.290	-26.222	41,74%
(Καταβεβλημένοι)/Εισπραχθέντες φόροι εισοδήματος	-11.878	-614	-4.245	-1.336	3.445	1.087	-161,99%
Σύνολο εισροών / (εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	1.586	-2.853	-9.468	5.241	-1.330	-240	-168,55%
Σύνολο εισροών / (εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	-15.397	-2.064	-28.647	8.806	-4.476	5.124	-180,25%
Επενδυτικές δραστηριότητες (Απόκτηση) / Πώληση θυγατρικών, συγγενών, κοινοπραξιών και λοιπών επενδύσεων	0	2.496	15.667	10.424	-125.872	-212	#ΔΙΑΙΠ/0!
Αγορά ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων	-12.581	-9.735	-7.822	-2.578	-2.817	-2.935	-25,26%
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων	0	61	6	15	26	5	#ΔΙΑΙΠ/0!
Τόκοι εισπραχθέντες	906	3.185	1.688	4.131	1.533	446	-13,22%
Μερίσματα εισπραχθέντα	10.811	15.925	3.203	5.511	1.705	3.472	-20,32%
Σύνολο εισροών / (εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	-864	11.932	12.742	17.503	-125.425	776	-197,87%
Χρηματοδοτικές δραστηριότητες							
Εισπράξεις από έκδοση κοινών ονομαστικών μετοχών	0	0	0	0	128.921	130.110	#ΔΙΑΙΠ/0!
Επαναγορά ιδίων μετοχών	-8.588	0	0	0	0	0	-100,00%
Πώληση ιδίων μετοχών	0	0	0	126	0	0	#ΔΙΑΙΠ/0!
Εισπράξεις από εκδοθέντα / αναληφθέντα δάνεια	37.000	0	12.000	6.003	1.297	3.830	-36,47%
Εξοφλήσεις δανείων	0	-19.500	-1.789	-17.810	-1.959	-98.219	#ΔΙΑΙΠ/0!
Εξοφλήσεις υποχρεώσεων από μισθώσεις (χρεολύσια)	0	-230	-797	-361	-310	-272	#ΔΙΑΙΠ/0!
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβεβλημένα	614	-6.876	-1.535	-6.015	-262	-30.653	-318,61%
Έξοδα αναδιοργάνωσης πληρωθέντα	0	0	0	-7.984	0	0	#ΔΙΑΙΠ/0!
Σύνολο εισροών / (εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)	29.026	-26.606	7.879	-26.041	127.687	4.796	-30,24%
Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα περιόδου (α) + (β) + (γ)	12.765	-16.738	-8.026	268	-2.214	10.696	-3,47%
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης περιόδου	20.434	33.146	16.172	7.959	8.338	6.141	-21,37%
Επίδραση συναλλαγματικών διαφορών	-53	-236	-187	111	17	-234	34,58%
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης περιόδου από συνολικές δραστηριότητες	33.146	16.172	7.959	8.338	6.141	16.603	-12,91%

Παράρτημα Ε: Καταστάσεις κοινού μεγέθους Intralot 2018-2023

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Μέσος όρος 2018-2023
Κύκλος Εργασιών	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Μείον: Κόστος Πωλήσεων	-79,3%	-90,7%	-67,5%	-86,9%	-81,2%	-46,1%	-75,3%
Μικτά κέρδη / (ζημιές)	20,7%	9,3%	32,5%	13,1%	18,8%	53,9%	24,7%
Άλλα Έσοδα Εκμεταλλεύσεως	18,3%	2,7%	0,5%	26,5%	2,0%	1,4%	8,6%
Έξοδα Διάθεσης	-14,5%	-16,0%	-19,6%	-14,6%	-16,1%	-8,8%	-14,9%
Έξοδα Διοίκησης	-22,8%	-28,7%	-35,5%	-29,9%	-29,5%	-15,1%	-26,9%
Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	-6,0%	-6,9%	-6,0%	-3,5%	-4,1%	-2,1%	-4,8%
Έξοδα Αναδιοργάνωσης	0,0%	0,0%	0,0%	-25,5%	0,0%	0,0%	-4,3%
Άλλα Έξοδα Εκμεταλλεύσεως	-5,2%	-7,4%	-1,2%	-1,4%	-0,2%	-0,7%	-2,7%
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	-9,6%	-46,9%	-29,3%	-35,3%	-29,0%	28,5%	-20,3%
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων	12,1%	-12,8%	6,0%	-1,1%	7,2%	44,9%	9,4%
Έσοδα / (έξοδα) συμμετοχών και χρεογράφων	9,9%	63,6%	4,1%	148,5%	5,2%	24,6%	42,7%
Κέρδη / (ζημιές) από πώληση παγίων, ζημιές απομείωσης και διαγραφής παγίων	0,0%	0,0%	-25,4%	-18,5%	1,8%	-1,2%	-7,2%
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	-27,3%	-35,8%	-43,1%	-54,6%	-48,3%	-25,6%	-39,1%
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	7,6%	8,2%	10,4%	13,2%	10,2%	8,5%	9,6%
Συναλλαγματικές Διαφορές	0,3%	0,0%	-1,8%	1,5%	3,2%	-0,8%	0,4%
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	-19,1%	-10,9%	-85,3%	54,9%	-57,0%	33,9%	-13,9%
Φόροι	-7,0%	-6,4%	0,2%	8,6%	6,3%	-6,9%	-0,9%

Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους	-26,1%	-17,4%	-85,1%	63,4%	-50,8%	27,1%	-14,8%
----------------------------------	--------	--------	--------	-------	--------	-------	--------

Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους ανά μετοχή (€)

Μέσος Σταθμικός αριθμός μετοχών

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

Ενσώματα πάγια στοιχεία	4,7%	7,2%	6,8%	6,6%	2,9%	2,2%	5,1%
Επενδυτικά ακίνητα	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	0,5%	0,2%
Άυλα περιουσιακά στοιχεία Συμμετοχές σε θυγατρικές, συγγενείς εταιρίες και κοινοπραξίες	22,4%	21,0%	19,1%	16,8%	11,1%	9,1%	16,6%
Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,6%	4,9%	1,8%
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	60,9%	67,5%	60,5%	66,0%	78,5%	72,6%	67,7%
Αποθέματα	3,7%	2,7%	2,1%	1,0%	0,7%	0,5%	1,8%
Εμπορικές και λοιπές βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις	27,2%	25,7%	33,8%	30,5%	19,6%	23,5%	26,7%
Ταμείο και ταμειακά ισοδύναμα	8,2%	4,1%	2,1%	2,4%	1,3%	3,3%	3,6%
Περιουσιακά στοιχεία κατεχόμενα προς πώληση	0,0%	0,0%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	39,1%	32,5%	39,5%	34,0%	21,5%	27,4%	32,3%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ							
Μετοχικό κεφάλαιο	11,6%	12,0%	12,7%	13,3%	23,7%	36,4%	18,3%
Υπέρ το άρτιο	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	13,2%	24,6%	6,3%
Ίδιες μετοχές	-2,1%	-2,2%	-2,3%	-0,9%	0,0%	0,0%	-1,2%
Λοιπά αποθεματικά	13,1%	14,1%	14,8%	15,8%	12,1%	11,4%	13,6%
Κέρδη εις νέον	-8,6%	-11,5%	-23,1%	-17,2%	-17,5%	-12,8%	-15,1%
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	14,0%	12,4%	2,1%	11,0%	31,5%	59,6%	21,8%
Μακροπρόθεσμα δάνεια							
Μακροπρόθεσμα δάνεια Πρόβλεψη για αποζημίωση προσωπικού	70,7%	70,9%	83,0%	72,7%	56,9%	0,0%	59,0%
Λοιπές μακροπρόθεσμες προβλέψεις Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	1,8%	2,8%	2,8%	3,1%	2,1%	2,1%	2,4%
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	1,4%	1,4%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις μισθώσεων	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Σύνολο μακροπροθέσμων υποχρεώσεων	74,8%	76,4%	88,1%	76,2%	59,3%	2,4%	62,9%
Εμπορικές και λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	11,2%	10,9%	9,6%	11,5%	8,8%	6,0%	9,7%
Βραχυπρόθεσμα δάνεια και υποχρεώσεις μισθώσεων	0,0%	0,2%	0,1%	0,7%	0,4%	31,9%	5,6%
Φόροι εισοδήματος πληρωτέοι	0,0%	0,1%	0,0%	0,5%	0,0%	0,0%	0,1%
Βραχυπρόθεσμες προβλέψεις	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Σύνολο βραχυπροθέσμων υποχρεώσεων	11,2%	11,3%	9,8%	12,8%	9,2%	38,0%	15,4%
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	86,0%	87,6%	97,9%	89,0%	68,5%	40,4%	78,2%
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%