

**Συνοπτική Έκθεση Αποτίμησης και Γνωμοδότηση
επί του Εύλογου και Λογικού των Προτεινόμενων Σχέσεων Ανταλλαγής
των Μετοχών των Συγχωνευόμενων εταιριών**

ΝΟΤΟΣ COM HOLDINGS Α.Ε. και ΑΙΑΚΟΣ Α.Ε.

**σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 2166/1993 και του Κ.Ν. 2190/1920
και σε συμμόρφωση με τον κανονισμό του Άρθρου 322 του Χ.Α.**

Προς
Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρίας
NOTOS COM HOLDINGS A.E.
Μενεξέδων 6
Κηφισιά

Αθήνα, 25 Μαΐου 2005

Αξιότιμοι Κύριοι,

Σχετικά με την επικείμενη συγχώνευση της NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ (εφεξής «Νότος») με την ΑΙΑΚΟΣ ΑΕ (εφεξής «Αιακός»), (από κοινού καλούμενες «Εταιρίες»), με απορρόφηση της δεύτερης από την πρώτη, κληθήκαμε από εσάς να διενεργήσουμε συγκριτική αποτίμηση των αξιών των μετοχών των δύο Εταιριών.

Σε σχέση με τις παραπάνω εργασίες συντάξαμε την με ημερομηνία 25 Απριλίου 2005 μελέτη συγκριτικής αποτίμησης των μετοχών των Εταιριών, τα συμπεράσματα της οποίας παρουσιάζονται στην παρούσα περίληψη.

Παρακάτω, παραθέτουμε συνοπτικά στοιχεία της έκθεσης αποτίμησης των μετοχών των εταιριών Νότος και Αιακός και γνωμοδότησης επί του εύλογου και λογικού των προτεινόμενων σχέσεων ανταλλαγής των μετοχών τους.

1. Μέθοδοι Αποτίμησης

Η μελέτη μας κάνει χρήση δύο διαφορετικών μεθόδων αποτίμησης για κάθε Εταιρία, οι οποίες καταλήγουν σε ένα εύρος σχέσεων αξιών των αποτιμώμενων Εταιριών. Οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν είναι οι εξής:

Για τη NOTOS COM SYMMETOΧΕΣ ΑΕ:

1. Μέση Χρηματιστηριακή Αξία των Συναλλαγών
2. Προεξόφληση Ελεύθερων Μελλοντικών Ταμιακών Ροών

Για την ΑΙΑΚΟΣ ΑΕ:

1. Πολλαπλάσια Χρηματοοικονομικών Δεικτών της Αγοράς
2. Προεξόφληση Ελεύθερων Μελλοντικών Ταμιακών Ροών

Κρίνουμε ότι οι ανωτέρω μεθοδολογίες είναι κατάλληλες για την εν λόγω αποτίμηση, δεδομένου ότι είναι διεθνώς αποδεκτές για τέτοιες περιπτώσεις αποτιμήσεων και αρμόζουν στον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιούνται οι Εταιρίες.

Τα αποτελέσματα της εφαρμογής των μεθόδων, ο τρόπος εφαρμογής τους και οι χρησιμοποιηθείσες υποθέσεις εργασίας, παρατίθενται στη συνέχεια.

2. Παρουσίαση Μεθόδων Αποτίμησης

Οι μέθοδοι που εξετάστηκαν για την εκτίμηση της αξίας των δύο επιχειρήσεων περιγράφονται συνοπτικά πιο κάτω:

Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμιακών Ροών

Με τη μέθοδο Προεξόφλησης των Μελλοντικών Χρηματοροών (Discounted Cash Flows) εκτιμάται η αξία της κάθε εταιρίας θεωρούμενη ως δυναμική λειτουργική οντότητα. Στο βαθμό που η αποτίμηση στηρίζεται σε λογικές παραδοχές παρέχει αξιόπιστα αποτελέσματα, προσεγγίζοντας την αξία της εταιρίας. Με τη μέθοδο αυτή υπολογίζεται η τρέχουσα αξία του μέρους εκείνου των Μελλοντικών Χρηματοροών της εταιρίας, που θα είναι διαθέσιμο στους μετόχους.

Ως Παρούσα Αξία των Χρηματοροών λαμβάνεται το άθροισμα:

1. Της Παρούσας Αξίας των Μελλοντικών Χρηματοροών για μία ορισμένη χρονική περίοδο και
2. Της Υπολειμματικής Αξίας της κάθε εταιρείας (Residual Value) που αντιπροσωπεύει την Παρούσα Αξία των μετά την περίοδο προβλέψεων Χρηματοροών της εταιρείας.

Οι Χρηματοροές που προέρχονται από την λειτουργία της εταιρίας υπολογίζονται ως η διαφορά των ταμειακών εισροών μείον τις ταμειακές εκροές, έχοντας λάβει υπόψη και την εκροή λόγω της πληρωμής του φόρου εισοδήματος. Οι μετά από φόρους Χρηματοροές αντιπροσωπεύουν ποσά που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την καταβολή μερισμάτων προς τους μετόχους καθώς και επανεπένδυση στην επιχείρηση για την ενδυνάμωση της κεφαλαιακής της δομής.

Οι Χρηματοροές, τόσο της περιόδου των προβλέψεων, όσο και μετά από αυτήν (Υπολειμματική Αξία) προεξοφλούνται με ένα συντελεστή (Discount Rate) που προσδιορίζεται ως το ελάχιστο ποσοστό απόδοσης των Κεφαλαίων της Εταιρείας, που αναμένεται από τους μετόχους, ή και τους δανειστές της, ή από κάθε πιθανό επενδυτή. Το ποσοστό αυτό θα τους αποζημιώνει για το βαθμό επιχειρηματικού κινδύνου ενεχόμενου στη δραστηριότητα της εταιρίας και του κινδύνου της αγοράς και της οικονομίας.

Κατά τον προσδιορισμό της Υπολειμματικής Αξίας των Εταιριών μετά την περίοδο προβλέψεων χρησιμοποιήθηκε ετήσιος ρυθμός αύξησης των Χρηματοροών στο διηνεκές ίσος με 2,5%.

Υπολογισμός του Συντελεστή Προεξόφλησης (Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων)

Η εκτίμηση του κόστους Ιδίων Κεφαλαίων διενεργείται σύμφωνα με το Πρότυπο Αποτίμησης Αξιόγραφων (Capital Asset Pricing Model - C.A.P.M.) το οποίο στηρίζεται στη βασική αρχή της συσχέτισης Κινδύνου και Απόδοσης (Risk and Return Trade-off).

Όλα τα περιουσιακά στοιχεία, μεταξύ των οποίων και οι μετοχές, ενσωματώνουν κινδύνους συνδεδεμένους με τη γενικότερη κατάσταση της οικονομίας και της αγοράς

σαν σύνολο, αλλά και με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου.

Σύμφωνα με το μοντέλο C.A.P.M., ο απαιτούμενος συντελεστής απόδοσης των Ιδίων Κεφαλαίων είναι συνάρτηση της απόδοσης των 10-ετών κρατικών τίτλων, όπου ο δείκτης επικινδυνότητας θεωρείται μηδενικός (Risk-Free) και ενός επιπλέον ποσοστού (Risk Premium) προσαρμοσμένου κατάλληλα για τον αναλαμβανόμενο επιχειρηματικό και συστηματικό κίνδυνο.

$$K_e = R_f + [E(R_m) - R_f] \cdot B + e,$$

όπου:

K_e	Ο αναμενόμενος συντελεστής απόδοσης ιδίων κεφαλαίων από τους μετόχους.
R_f	Η απόδοση της επένδυσης μηδενικού κινδύνου (συνήθως υπολογίζεται ως η απόδοση των Μακροπρόθεσμων Κρατικών Τίτλων). Για το σκοπό αυτής της εργασίας λάβαμε υπόψη την απόδοση των Ελληνικών Κρατικών Ομολόγων δεκαετούς διάρκειας, όπως αυτή διαμορφώθηκε το Δεκέμβριο 2004.
$E(R_m)$	Η αναμενόμενη απόδοση του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς ως σύνολο (Market Portfolio Return).
$E(R_m) - R_f$	Η επιπλέον επιθυμητή απόδοση (Risk Premium) του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς ως σύνολο (Market Portfolio) σε σχέση με την απόδοση των Κρατικών Τίτλων. Σχετικές έρευνες που έχουν διενεργηθεί προτείνουν για ανεπτυγμένες αγορές συντελεστές που κυμαίνονται μεταξύ 4%-6%. Για την Ελλάδα, σύμφωνα με το Stern School of Business, υπολογίζεται ότι η επιπλέον επιθυμητή απόδοση του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς ως σύνολο είναι 4,60%.
β	Ο συντελεστής Beta (B) μετρά το βαθμό του “σχετικού” κινδύνου της εταιρείας ή του κλάδου στον οποίο αυτή δραστηριοποιείται σε σχέση με το βαθμό επικινδυνότητας του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς. Τεχνικά αντιπροσωπεύει τη διακύμανση της απόδοσης της συγκεκριμένης μετοχής (ή του κλάδου) σε σχέση με την απόδοση του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς. Το χαρτοφυλάκιο της Αγοράς έχει εξ’ ορισμού για συντελεστή B τη μονάδα (1). Για την παρούσα εργασία χρησιμοποιήθηκε συντελεστής B ίσος με 1,053, ο οποίος υπολογίστηκε ως ο μέσος όρος του συντελεστή B της Νότος για το 12μηνο Μάρτιος 2004 έως Μάρτιος 2005
e	Ο συντελεστής e μετρά το μη συστηματικό ρίσκο μίας συγκεκριμένης επένδυσης (company specific risk) όπως αυτό προσδιορίζεται από τα ιδιαίτερα λειτουργικά και οικονομικά

	χαρακτηριστικά της υπό εξέταση εταιρείας. Για την παρούσα εργασία, για τους σκοπούς της αποτίμησης των μετοχών της Αιακός, ο συντελεστής ε θεωρήθηκε ίσος με 3%.
--	--

Μέση Χρηματιστηριακή Αξία των Συναλλαγών

Για εταιρίες των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά, όπως π.χ. Χ.Α., η εκτίμηση της αξίας τους μπορεί να ληφθεί απ' ευθείας και ανά πάσα στιγμή από την αγορά. Παράγοντες που επηρεάζουν την ποιότητα και ακρίβεια των στοιχείων εκτίμησης μιας μετοχής είναι η υψηλή ρευστότητα, ο μεγάλος αριθμός αγοραστών/πωλητών, η διαφάνεια, η επαρκής πληροφόρηση, το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας, η εποπτεία κλπ.

Για την καλύτερη εφαρμογή της μεθόδου, η αξία μιας μετοχής μπορεί να υπολογιστεί με βάση την πιο πρόσφατη τιμή κλεισίματος, σε συνδυασμό με μέσες τιμές κλεισίματος για μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα (π.χ. μήνας, τρίμηνο, εξάμηνο), τα οποία λαμβάνονται κατά την κρίση του διενεργούντος την αποτίμηση αφού ληφθούν υπόψη τυχόν ειδικοί παράγοντες όπως π.χ. έκτακτα γεγονότα σχετιζόμενα με την εταιρία, την αγορά της, τη χώρα κλπ.

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου οι τιμές μιας μετοχής πρέπει να αναπροσαρμόζονται κατάλληλα ώστε να είναι συγκρίσιμες και να λαμβάνουν υπόψη τους π.χ. τυχόν splits μετοχών, μεταβολή της ονομαστικής αξίας τους κ.α.

Θεωρούμε ότι το Χ.Α. αποτελεί μια οργανωμένη αγορά και κατά συνέπεια οι τιμές των μετοχών της Νότος μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως βάση για τον υπολογισμό της αξίας.

Πολλαπλάσια Χρηματοοικονομικών Δεικτών

Τα πολλαπλάσια συγκεκριμένων δεικτών της αγοράς είναι μια ευρέως χρησιμοποιούμενη παραδοσιακή μέθοδος αποτίμησης. Η μεθοδολογία αυτή βασίζεται στο γεγονός ότι η πιθανή αξία μίας εταιρίας ή μετοχής μπορεί να εκτιμηθεί βάσει εμπειρικών δεικτών που προκύπτουν από αντίστοιχες, ομοειδείς και, κατά προτίμηση, συγκρίσιμες Εταιρίες των οποίων κατά βάση οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο.

Αυτή η μέθοδος στηρίζεται στην αποτελεσματικότητα της αγοράς, η οποία υποδεικνύει ότι η τιμή των μετοχών μιας εταιρίας αντανakλά όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και την επίδραση της προσφοράς και ζήτησης των ορθολογικών αγορών και πωλήσεων. Υπό την έννοια αυτή, η αγορά συνεχώς αποτιμά κάθε μετοχή.

Για τη συγκριτική αυτή αποτίμηση, θεσπίζονται τα κριτήρια επιλογής του συγκριτικού δείγματος των επιχειρήσεων, επιλέγεται το συγκριτικό δείγμα, καθώς και οι πλέον αντιπροσωπευτικοί δείκτες για τη συγκεκριμένη αποτίμηση. Στη συνέχεια, εφαρμόζονται, μετά από κατάλληλες προσαρμογές, οι δείκτες στα μεγέθη της εταιρείας ώστε να προκύψει το εύλογο εύρος αξιών σε κάθε περίπτωση.

Η εφαρμογή πολλαπλάσιων χρηματοοικονομικών δεικτών που προκύπτουν από την αγορά διαφαίνεται ως λογική, αλλά πρέπει να χρησιμοποιείται με προσοχή για τους ακόλουθους λόγους:

Υπάρχουν προβλήματα με τη σύγκριση των κερδών λόγω εφαρμογής διαφορετικών λογιστικών αρχών από διάφορες εταιρίες καθώς επίσης και διαφορών στα νομοθετικά πλαίσια των διαφόρων χωρών.

Η μέθοδος αυτή δεν λαμβάνει υπόψη τα προβλήματα που δημιουργούνται από την χρήση της αρχής του ιστορικού κέρδους,

Οι διαφορετικοί ρυθμοί ανάπτυξης των εταιριών, των οικονομικών και επιχειρηματικών κινδύνων καθιστούν την εξεύρεση ενός κατάλληλου πολλαπλασιαστή δύσκολη.

Η επιλογή των εταιριών προς σύγκριση θα πρέπει να είναι σχετικά ομοειδής τόσο ως προς το οικονομικό μέγεθος όσο και ως προς τις δραστηριότητές τους.

Υπάρχουν προβλήματα με την εξεύρεση αντίστοιχων ομοειδών εταιριών οι οποίες μπορούν να αποτελέσουν βάση σύγκρισης για την επιχείρηση υπό αποτίμηση.

Επισημαίνουμε επίσης ότι οι πολλαπλασιαστές κέρδους δεν θεωρούνται από τους αναλυτές σαν σχετική παράμετρος για τον προσδιορισμό αξιών καθώς η αγορά ρυθμίζεται από άλλους παράγοντες (οι οποίοι στηρίζονται συνήθως στο ενεργητικό των).

3. Εφαρμογή Μεθόδων Αποτίμησης

Κοινές Παραδοχές Συγκριτικής Αποτίμησης Νότος και Αιακός

Για την εφαρμογή της μεθοδολογίας προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών βασιστήκαμε στα επιχειρηματικά σχέδια που κατάρτισαν οι Διοικήσεις της Νότος και της Αιακός για το χρονικό ορίζοντα 2005-2009.

Στα επιχειρηματικά σχέδια των Εταιριών περιλαμβάνονται ορισμένες κοινές παραδοχές ως προς το περιβάλλον δραστηριοποίησής τους για την υπό εξέταση περίοδο.

Για την αποτίμηση των Εταιριών χρησιμοποιήθηκε ως κοινή παραδοχή ότι ο ρυθμός αύξησης της ελεύθερης ταμειακής ροής στο διηνεκές (growth rate), ο οποίος ανέρχεται σε 2,5%.

Για την περίοδο 2005-2009 το ενδεδειγμένο προεξοφλητικό επιτόκιο, δηλαδή το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (Weighed Average Cost of Capital, "WACC") βάσει διάρθρωσης ιδίων και δανειακών κεφαλαίων υπολογίστηκε ως εξής:

Για το σύνολο των δραστηριοτήτων της Νότος, το προεξοφλητικό επιτόκιο ανήλθε σε ποσοστό 8,76%, βάσει:

αναλογίας δανειακών προς ιδίων κεφαλαίων 12:88,

κόστους δανειακών κεφαλαίων 5%,

κόστους ιδίων κεφαλαίων 9,34% χρησιμοποιώντας τη θεωρία του Capital Asset Pricing Model (CAPM) ως ακολούθως:

$K_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$, όπου:

r_f , το επιτόκιο άνευ κινδύνου, το οποίο αντιστοιχεί σε 4,50% βάσει απόδοσης 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου

β , ο λόγος της διακύμανσης (covariance) της απόδοσης (returns) της εταιρίας υπό εκτίμηση, σε σύγκριση με την αγορά (market) στην οποία δραστηριοποιείται η α δια της απόκλισης (variance) της απόδοσης της αγοράς. Ο συντελεστής β για τις Εταιρίες που δραστηριοποιούνται στον συγκεκριμένο κλάδο, θεωρήθηκε ότι ανέρχεται σε 1,053.

$(r_m - r_f)$, η επιδότηση κινδύνου της επένδυσης, η οποία ανέρχεται και για τις δύο Εταιρίες σε 4,6%.

Για το σύνολο των δραστηριοτήτων της Αιακός, το προεξοφλητικό επιτόκιο ανήλθε σε ποσοστό 10,24%, βάσει:

αναλογίας δανειακών προς ιδίων κεφαλαίων 32:68,

κόστους δανειακών κεφαλαίων 5%,

κόστους ιδίων κεφαλαίων 12,34% χρησιμοποιώντας τη θεωρία του Capital Asset Pricing Model (CAPM) ως ακολούθως:

$K_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f) + e$, όπου:

r_f , το επιτόκιο άνευ κινδύνου, το οποίο αντιστοιχεί σε 4,50% βάσει απόδοσης 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου

β , ο λόγος της διακύμανσης (covariance) της απόδοσης (returns) της εταιρίας υπό εκτίμηση, σε σύγκριση με την αγορά (market) στην οποία δραστηριοποιείται η α δια της απόκλισης (variance) της απόδοσης της αγοράς. Ο συντελεστής β για τις Εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον συγκεκριμένο κλάδο, θεωρήθηκε ότι ανέρχεται σε 1,053.

$(r_m - r_f)$, η επιδότηση κινδύνου της επένδυσης, η οποία ανέρχεται και για τις δύο Εταιρείες σε 4,6%.

e , η επιπρόσθετη απόδοση αντιστάθμισης κινδύνων που συνδέονται με την Εταιρία, η οποία ανήλθε σε ποσοστό 3%.

Κατά τον προσδιορισμό της επιπρόσθετης απόδοσης αντιστάθμισης κινδύνων που συνδέονται με την Αιακός - company specific risk (e) - που ένας πιθανός επενδυτής θα απαιτούσε προκειμένου να συμμετάσχει στο μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας λήφθηκε υπόψη ο παράγοντας ότι η Αιακός δεν είναι εισηγμένη σε κάποιο Χρηματιστήριο Αξιών και ως εκ τούτου οι μετοχές της δεν είναι εξίσου εμπορεύσιμες με μετοχές εισηγμένων εταιρειών. Το γεγονός αυτό επηρεάζει το βαθμό ευκολίας, καθώς και το χρόνο που απαιτείται προκειμένου ένας πιθανός επενδυτής να ρευστοποιήσει μελλοντικά τη συμμετοχή του και συνεπώς την αξία που αυτός αποδίδει στην συγκεκριμένη επένδυση. Επιπλέον, η Αιακός είναι σχετικά μικρού μεγέθους, η οποία σε περίπτωση που ήταν εισηγμένη σε κάποιο διεθνές Χρηματιστήριο Αξιών θα είχε μικρή κεφαλαιοποίηση και κατά συνέπεια μικρό όγκο καθημερινών συναλλαγών.

4. Εφαρμογή Μεθόδων Αποτίμησης

NOTOS COM HOLDINGS A.E.

Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών

χρησιμοποιήθηκαν οι οικονομικές προβλέψεις, οι επενδύσεις και οι αποσβέσεις για την επιχειρησιακή λειτουργία της δραστηριότητας για τα έτη 2005-2009 και υπολογίστηκε ο φόρος που αναλογεί στα Κέρδη προ Φόρων και Τόκων (EBIT),

καταρτίστηκαν, βάσει των παραπάνω, οι ελεύθερες ταμειακές ροές για τις προβλεπόμενες οικονομικές χρήσεις 2005-2009 και υπολογίστηκε η ταμειακή ροή στο διηνεκές.

προεξοφλήθηκαν, βάσει του δεδομένου προεξοφλητικού επιτοκίου, οι μελλοντικές ταμειακές ροές (ροές πενταετίας 2005-2009) σε τιμές 31ης Δεκεμβρίου 2004, οι οποίες ανέρχονται στο ποσό των €108.913 χιλιάδων.

προεξοφλήθηκε η υπολειμματική αξία στο έτος 2009 βάσει ράντας (με προεξοφλητικό επιτόκιο τη διαφορά μεταξύ μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου και ρυθμού ανάπτυξης κατά το έτος 2009) και στη συνέχεια σε ημερομηνία 31 Δεκεμβρίου 2004 βάσει του προεξοφλητικού επιτοκίου του έτους 2005, η οποία ανέρχεται στο ποσό των _ 219.719 χιλιάδων.

Λαμβάνοντας υπόψη τις αξίες που προκύπτουν παραπάνω, καταλήγουμε στον προσδιορισμό της συνολικής καθαρής παρούσας αξίας της Νότος, η οποία ανέρχεται στο ποσό των €328.632 χιλιάδων. Στην παραπάνω αξία:

προστίθενται τα διαθέσιμα της Νότος στις 31/12/2004, τα οποία ανέρχονται στο ποσό των €5.596 χιλιάδων,

αφαιρείται ο δανεισμός της 31/12/2004, ο οποίος ανέρχεται στο ποσό των €41.474 χιλιάδων,

αφαιρούνται τα δικαιώματα μειοψηφίας κατά την 31/12/2004, τα οποία ανέρχονται στο ποσό των €12.733 χιλιάδων.

Από τα παραπάνω, καταλήγουμε ότι βάσει της μεθοδολογίας προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών, η αξία του 100% των μετοχών της Νότος ανέρχεται στο ποσό των €280.021 χιλιάδων.

Με βάση ανάλυση ευαισθησίας που διενεργήθηκε ως προς το ρυθμό αύξησης της ταμειακής ροής στο διηνεκές (growth rate to perpetuity) και το προεξοφλητικό επιτόκιο (Weighted Average Cost of Capital), η αξία του 100% των μετοχών της NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ κατά την 31η Δεκεμβρίου 2004, βάσει της συγκεκριμένης μεθόδου, κυμαίνεται μεταξύ €266.113 χιλιάδων και €295.548 χιλιάδων.

Μέση Χρηματιστηριακή Αξία των Συναλλαγών

Για τον προσδιορισμό του εύρους αξιών της Νότος βάσει της μεθόδου αυτής, πραγματοποιήθηκε ανάλυση της διακύμανσης της χρηματιστηριακής τιμής της NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ, για χρονικό διάστημα ενός έτους, από 31 Μαρτίου 2004 έως 31 Μαρτίου 2005.

Η χρηματιστηριακή τιμή σταθμίσθηκε με τον ημερήσιο όγκο συναλλαγών και προσδιορίσθηκε το εύρος της κεφαλαιοποίησης βάσει μέσου όρου σταθμισμένης χρηματιστηριακής τιμής για αντιπροσωπευτικά χρονικά διαστήματα.

Δεδομένου ότι η κεφαλαιοποίηση μίας εταιρίας δεν ενσωματώνει την αξία του 100% των μετοχών της, προσαρμόσθηκε στο εύρος κεφαλαιοποίησης της NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ επιδότηση ελέγχου (control premium) της τάξεως του 15%,

σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική, τον κλάδο δραστηριοποίησης της εταιρίας και την τρέχουσα τάση στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά.

Βάσει της Μεθόδου Μέσης Χρηματιστηριακής Αξίας των Συναλλαγών, η αξία του 100% των μετοχών της NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ κατά την 31η Δεκεμβρίου 2004, κυμαίνεται μεταξύ €258.444 χιλιάδων και €276.860 χιλιάδων.

Από τον συγκερασμό των αποτελεσμάτων της αποτίμησης, λαμβάνοντας υπόψη το μέσο όρο των ελάχιστων και μέγιστων αξιών των δύο μεθόδων αποτίμησης, συμπεραίνουμε ότι **η αξία του 100% των μετοχών της NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ κατά την 31η Δεκεμβρίου 2004, κυμαίνεται μεταξύ €262.279 χιλιάδων και €286.204 χιλιάδων.**

ΑΙΑΚΟΣ Α.Ε.

Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών

χρησιμοποιήθηκαν οι οικονομικές προβλέψεις, οι επενδύσεις και οι αποσβέσεις για την επιχειρησιακή λειτουργία της δραστηριότητας για τα έτη 2005-2009 και υπολογίστηκε ο φόρος που αναλογεί στα Κέρδη προ Φόρων και Τόκων (EBIT),

καταρτίστηκαν, βάσει των παραπάνω, οι ελεύθερες ταμειακές ροές για τις προβλεπόμενες οικονομικές χρήσεις 2005-2009 και υπολογίστηκε η ταμειακή ροή στο διηνεκές.

προεξοφλήθηκαν, βάσει του δεδομένου προεξοφλητικού επιτοκίου, οι μελλοντικές ταμειακές ροές (ροές πενταετίας 2005-2009) σε τιμές 31ης Δεκεμβρίου 2004, οι οποίες ανέρχονται στο ποσό των €8.548 χιλιάδων.

προεξοφλήθηκε η υπολειμματική αξία στο έτος 2009 βάσει ράντας (με προεξοφλητικό επιτόκιο τη διαφορά μεταξύ μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου και ρυθμού ανάπτυξης κατά το έτος 2009) και στη συνέχεια σε ημερομηνία 31 Δεκεμβρίου 2004 βάσει του προεξοφλητικού επιτοκίου του έτους 2005, η οποία ανέρχεται στο ποσό των €15.477 χιλιάδων.

Λαμβάνοντας υπόψη τις αξίες που προκύπτουν παραπάνω, καταλήγουμε στον προσδιορισμό της συνολικής καθαρής παρούσας αξίας της Αιακός, η οποία ανέρχεται στο ποσό των €24.025 χιλιάδων. Στην παραπάνω αξία:

προστίθενται τα διαθέσιμα της Αιακός στις 31/12/2004, τα οποία ανέρχονται στο ποσό των €476 χιλιάδων,

αφαιρείται ο δανεισμός της 31/12/2004, ο οποίος ανέρχεται στο ποσό των €5.610 χιλιάδων,

Από τα παραπάνω, καταλήγουμε ότι βάσει της μεθοδολογίας προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών, η αξία του 100% των μετοχών της Αιακός ανέρχεται στο ποσό των €18.891 χιλιάδων.

Με βάση ανάλυση ευαισθησίας που διενεργήθηκε ως προς το ρυθμό αύξησης της ταμειακής ροής στο διηνεκές (growth rate to perpetuity) και το προεξοφλητικό επιτόκιο (Weighted Average Cost of Capital), η αξία του 100% των μετοχών της ΑΙΑΚΟΣ ΑΕ κατά την 31η Δεκεμβρίου 2004, βάσει της συγκεκριμένης μεθόδου, κυμαίνεται μεταξύ €18.056 χιλιάδων και €19.802 χιλιάδων.

Πολλαπλάσια Χρηματοοικονομικών Δεικτών

Για την εφαρμογή της μεθόδου Πολλαπλάσιων Χρηματοοικονομικών Δεικτών, εφαρμόστηκαν στα προβλεπόμενα αποτελέσματα της ΑΙΑΚΟΣ ΑΕ για το 2005 οι χρηματοοικονομικοί δείκτες «Αξία Εταιρίας / Πωλήσεις (EV / Sales)» και «Τιμή / Λογιστική Αξία (Price / Book Value)».

Ως συγκριτικό δείγμα υπολογισμού των παραπάνω αριθμοδεικτών επιλέχθηκαν, με βάση τις οικονομικές καταστάσεις τέλους χρήσης 2004:

Η, μητρική της ΑΙΑΚΟΣ ΑΕ, εταιρία NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ, λαμβάνοντας υπόψη τη θεωρητική προσέγγιση ότι η χρηματιστηριακή τιμή της εταιρίας, ceteris paribus, ενσωματώνει την αξία των θυγατρικών της εταιριών.

Ο κλάδος του λιανικού εμπορίου, όπως αποτυπώνεται στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, ως ο κλάδος δραστηριοποίησης της ΑΙΑΚΟΣ ΑΕ.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι αριθμοδείκτες που προκύπτουν από προαναφερόμενο συγκριτικό δείγμα:

Δείκτης	Notos Com Συμμετοχές	Κλάδος Λιανικού Εμπορίου
EV / Sales	0,91x	1,72x
Price / Book Value	1,92x	2,82x

Τα προβλεπόμενα οικονομικά στοιχεία της ΑΙΑΚΟΣ ΑΕ για το 2005, πάνω στα οποία εφαρμόζονται οι παραπάνω αριθμοδείκτες, παρουσιάζονται παρακάτω.

Στοιχεία ΑΙΑΚΟΣ ΑΕ 31/12/2005 (€'000)	
Πωλήσεις	15.170
Ίδια Κεφάλαια	13.390
Καθαρός Δανεισμός	4.764

Από τα ανωτέρω, βάσει της Μεθόδου Πολλαπλάσιων Χρηματοοικονομικών Δεικτών, η αξία του 100% των μετοχών της ΑΙΑΚΟΣ ΑΕ κατά την 31η Δεκεμβρίου 2004, κυμαίνεται μεταξύ €17.172 χιλιάδων και €20.744 χιλιάδων.

Από τον συγκερασμό των αποτελεσμάτων της αποτίμησης, λαμβάνοντας υπόψη τον κοινό τόπο αξιών των δύο μεθόδων αποτίμησης, συμπεραίνουμε ότι η **αξία του 100% των μετοχών της ΑΙΑΚΟΣ ΑΕ κατά την 31η Δεκεμβρίου 2004, κυμαίνεται μεταξύ €18.056 χιλιάδων και €19.802 χιλιάδων.**

5. Συμπεράσματα – Εύρος Ανταλλαγής Μετοχών

Για την εξαγωγή του εύρους σχέσης αξιών των μετοχών των δύο εταιριών, σταθμίσαμε το κατώτατο όριο αξίας της ΑΙΑΚΟΣ ΑΕ με το ανώτατο όριο αξίας της NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ και αντίστροφα.

Το προτεινόμενο εύρος σχέσης αξιών μετοχών παρουσιάζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Ποσά σε €'000	Από	Έως
Αξία NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ	262.279	286.204
Αξία ΑΙΑΚΟΣ ΑΕ	18.056	19.802
Αναλογία ΑΙΑΚΟΣ προς NOTOS COM (%)	6,31%	7,55%
Εύρος Σχέσης Αξιών NOTOS COM / ΑΙΑΚΟΣ	13,24 : 1	15,85 : 1

Σημειώνεται ότι το ανωτέρω εύρος σχέσης αξιών αφορά στο σύνολο του Μετοχικού κεφαλαίου των δύο Εταιριών, δηλαδή στη σχέση αξιών του 100% του Μετοχικού

κεφαλαίου της Νότος προς το 100% του Μετοχικού κεφαλαίου της Αιακός. Στο εν λόγω εύρος της σχέσης αξιών δεν έχει ληφθεί υπόψη η διαγραφή των μετοχών της Αιακός που κατέχει η Νότος.

6. Γνωμοδότηση επί της Σχέσης Ανταλλαγής Μετοχών

Στο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης με ημερομηνία 25 Μαΐου 2005, αναφέρεται ότι η σχέση συμμετοχής των μετόχων των συγχωνευόμενων εταιριών NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ και ΑΙΑΚΟΣ ΑΕ στο μετοχικό κεφάλαιο της NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ μετά τη συγχώνευση, σύμφωνα με την αξία αυτών και δεδομένης της «σύγχυσης» (όπως αυτή αναφέρεται στις παρ. 2 και 3 του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης), καθορίζεται για τη NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ σε 96,764379316% και για την ΑΙΑΚΟΣ ΑΕ σε 3,235620684%.

Από αυτή την προτεινόμενη σχέση συμμετοχής των δύο εταιριών, προκύπτει μια προτεινόμενη σχέση αξιών NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ : ΑΙΑΚΟΣ ΑΕ ίση με 6,825502786 : 1 (λαμβάνομένης υπόψη και της σύγχυσης).

Οι σχέσεις ανταλλαγής που προτείνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ, ήτοι μία (1) παλιά μετοχή της NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ για μία (1) νέα μετοχή της NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ και μία (1) μετοχή της ΑΙΑΚΟΣ ΑΕ για 1,167855933 νέες μετοχές της NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ είναι εύλογες και λογικές για τους μετόχους της NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ, καθώς στηρίζονται σε μια σχέση αξιών η οποία βρίσκεται μέσα στο εύρος της σχέσης αξιών που έχει προκύψει από την αποτίμηση των εταιριών.

Η μελέτη μας δεν εξέτασε και ούτε και είχε σκοπό να εξετάσει, την επιχειρηματική ορθότητα της απόφασης συγχώνευσης.

Σημειώνεται ότι οι εκτιμήσεις για τη μελλοντική εξέλιξη διαφόρων μεγεθών ενδέχεται να μεταβληθούν στο μέλλον λόγω αλλαγών των οικονομικών επιχειρηματικών και άλλων συνθηκών της αγοράς εν γένει, με συνέπεια τη μεταβολή των σχετικών αποτελεσμάτων της εκτίμησης μας, μεταβολή η οποία μπορεί να είναι σημαντική και ουσιώδης.

7. Οικονομική Επίπτωση της Συγχώνευσης

Για να εξετάσουμε την επίπτωση που θα έχει η προτεινόμενη συγχώνευση στην περιουσιακή και οικονομική διάρθρωση της Νότος, όπως αυτή προκύπτει μετά τη συγχώνευση, στηριχθήκαμε στα στοιχεία ισολογισμού των δύο Εταιριών με ημερομηνία 31 Δεκεμβρίου 2004 και σε στοιχεία αποτελεσμάτων τους που αφορούν την οικονομική

χρήση από την 1η Ιανουαρίου 2004 έως την 31η Δεκεμβρίου 2004. Με βάση τα στοιχεία αυτά προκύπτουν τα εξής:

Περιουσιακά στοιχεία την 31 ^η Δεκεμβρίου 2004	Νότος (σε € εκατ.)	Νότος & Αιακός (σε € εκατ.)	Μεταβολή (%)
Ενσώματες Ακινήτοποιήσεις	137,22	168,00	22,43%
Καθαρός Δανεισμός	65,18	81,09	24,41%
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός	27,20	32,81	20,63%
Πωλήσεις	268,84	280,84	4,46%

Όπως φαίνεται στον παραπάνω πίνακα, ο καθαρός δανεισμός της Νότος (ορισμένος ως μακροπρόθεσμος και βραχυπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός μείον άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία) θα σημειώσει αύξηση της τάξης του 24,41%. Η αύξηση αυτή προέρχεται κυρίως από τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό της Αιακός.

Περιθώρια κέρδους 1 Ιαν 2004 – 31 Δεκ 2004	Νότος	Νότος & Αιακός
Περιθώριο ΚΠΦ (%)	10,5%	7,00%
Περιθώριο ΚΠΤΦΑ (%)	16,5%	13,95%
Περιθώριο ΚΠΤΦ (%)	11,9%	8,57%

Σε ότι αφορά στα στοιχεία αποτελεσμάτων, παρατηρούμε ότι ο Κύκλος Εργασιών της Νότος ενισχύεται κατά 4,46%. Επιπλέον, το περιθώριο Κερδών προ Τόκων Φόρων και Αποσβέσεων θα μειωθεί από 16,5% σε 13,5%, ενώ το περιθώριο Κερδών προ Τόκων και Φόρων θα μειωθεί από 11,9% σε 8,57%. Η μείωση αυτή μπορεί να αποδοθεί στο γεγονός ότι η Αιακός εισέρχεται ουσιαστικά στο δεύτερο χρόνο δραστηριοποίησής της υπό τη μορφή εταιρίας που δραστηριοποιείται στον κλάδο πολυκαταστημάτων, με συνέπεια να παρουσιάζει υψηλές αποσβέσεις, καθώς βρίσκεται σε στάδιο ανάπτυξης. Στόχος, σύμφωνα με τη Διοίκηση της Νότος είναι η εκμετάλλευση των συνεργειών που προκύπτουν, σε θέματα μεταφοράς τεχνογνωσίας, μείωσης του λειτουργικού κόστους, από το γεγονός ότι και οι δύο Εταιρίες δραστηριοποιούνται κυρίως στον κλάδο των πολυκαταστημάτων.

8. Πρόσθετες Παρατηρήσεις και Διευκρινίσεις

Σημειώνουμε ότι οι μέθοδοι οι οποίες εφαρμόστηκαν κρίνονται κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση και κατά την εφαρμογή των μεθόδων αυτών δεν παρουσιάστηκαν δυσχέρειες ή δυσκολίες.

Η μελέτη μας έγινε με την παραδοχή της αυτοτελούς δραστηριότητας της κάθε Εταιρίας. Συνεπώς δεν λήφθηκαν υπόψη αβεβαιότητες ως προς τα προνόμια (άδειες λειτουργίας, φορολογικές απαλλαγές, κλπ.) που κατέχει η κάθε εταιρία, που τυχόν θα προκύψουν από τη συγχώνευσή τους.

Επισημαίνουμε ότι η μελέτη μας αυτή αφορά συγκριτική αποτίμηση. Συνεπώς τα αποτελέσματά της δεν αποσκοπούν στον αντικειμενικό προσδιορισμό της αξίας των μετοχών κάθε μίας Εταιρίας ξεχωριστά, αλλά στη σχετική αξία τους.

Τα συμπεράσματα μας επίσης δεν είναι δυνατόν να συνεκτιμήσουν άλλους, μη χρηματοοικονομικούς παράγοντες, όπως τα αποτελέσματα ελεύθερων διαπραγματεύσεων ή άλλους «στρατηγικής» φύσεως λόγους, οι οποίοι σε περιπτώσεις εξαγορών κάποιας Εταιρίας ενδεχομένως να οδηγούσαν σε τιμή συναλλαγής εκτός του εύρους αξιών.

Επίσης δεν προβήκαμε σε μελέτη αγορών, ανταγωνισμού ή τεχνολογίας και δεν εξετάσαμε τεχνικά, εργατικά, περιβαλλοντικά, νομικά, φορολογικά και παρεμφερή θέματα, παρ' εκτός στο βαθμό που καλύπτονταν από τους οικονομικούς και νομικούς ελέγχους των Εταιριών. Τέλος, τονίζουμε ότι για την εγκυρότητα των οικονομικών και άλλων στοιχείων των Εταιριών που τέθηκαν υπόψη μας, την πλήρη ευθύνη φέρουν οι Διοικήσεις των Εταιριών.

Η παρούσα επιστολή δεν αποτελεί πρόταση για οποιαδήποτε αγορά ή πώληση μετοχών οιασδήποτε από τις Εταιρίες που αναφέρονται σε αυτήν.

Με εκτίμηση

Ο Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής

Παναγιώτης Β. Τριμπόνιας

Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Λ. 14941



ΟΡΚΩΤΟΙ ΕΛΕΓΚΤΕΣ ΛΟΓΙΣΤΕΣ