

**ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ ΓΝΩΜΟΔΟΤΗΣΗ
ΕΠΙ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ
ΤΗΣ ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΑΣ ΛΑΝΝΕΤ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.
ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΠΟΡΡΟΦΟΥΜΕΝΗΣ TELEPASSPORT HELLAS Α.Ε.
ΚΑΤΑ ΤΗΝ 31^Η ΑΥΓΟΥΣΤΟΥ 2006
ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΙΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ ΤΟΥ Κ.Ν. 2190/1920
ΤΟΥ Ν. 2166/1993 ΚΑΙ ΤΟ
ΑΡΘΡΟ 289 ΤΟΥ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ ΤΟΥ Χ.Α.Α.**

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ
2. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ
3. ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ
4. ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ (ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΕΩΣ)
5. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ
6. ΔΥΣΚΟΛΙΕΣ ΠΟΥ ΠΡΟΕΚΥΨΑΝ ΚΑΤΑ ΤΙΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΕΙΣ
7. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ
8. ΣΧΕΣΗ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΚΑΙ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ
9. ΓΝΩΜΗ ΕΠΙ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ

MONDAY ΠΑΠΑΚΥΡΙΑΚΟΥ

ΟΡΚΩΤΟΙ ΕΛΕΓΚΤΕΣ ΑΕ

Λ. Κηφισίας 340

154 51 Νέο Ψυχικό

Αθήνα

www.dfk.com

e-mail base@monday.gr

Τηλ. + 30 210 67 21 622

Φαξ + 30 210 67 47 896

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο
της TELEPASSPORT HELLAS AE
Αμαρουσίου Χαλανδρίου 29 & Κ. Καραμανλή
151 25 Μαρούσι

23 Οκτωβρίου 2006

Κύριοι,

Αναφερόμενοι στην εντολή σας με ημερομηνία 23 Αυγούστου 2006, διενεργήσαμε για σκοπούς συγχώνευσης την Αποτίμηση και Γνωμοδότηση επί της Σχέσης Ανταλλαγής των Μετοχών της Απορροφούμενης TELEPASSPORT HELLAS AE και της Απορροφώσας ΛΑΝΝΕΤ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε. κατά την 31^η Αυγούστου 2006 σύμφωνα με τις Διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920, του Ν.2166/1993 και το άρθρο 289 του Κανονισμού του Χ.Α.

Παραθέτουμε τα σχετικά αποτελέσματα στην επισυναπτόμενη συνοπτική έκθεσή μας.

Με εκτίμηση,

Γεώργιος Δ. Παπακυριακού

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

- 1.1** Με την από 23 Αυγούστου 2006 εντολή του Διοικητικού Συμβουλίου της TELEPASSPORT HELLAS A.E. με σκοπό την συγχώνευση της με την ΛANNET ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ A.E. μας ανατέθηκε η Αποτίμηση και η Γνωμοδότηση επί της Σχέσης Ανταλλαγής των Μετοχών της Απορροφώσας ΛANNET ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ A.E. (ΛANNET) και της Απορροφούμενης TELEPASSPORT HELLAS A.E. (TELEPASSPORT) κατά την 31^η Αυγούστου 2006 σύμφωνα με τις Διατάξεις του Κ.Ν.2190/1920, του Ν.2166/1993 και το άρθρο 289 του Κανονισμού του Χ.Α.
- 1.2** Προκειμένου να διαμορφώσουμε αντίληψη επί του ιστορικού των Εταιρειών και των προοπτικών εξέλιξης, τέθηκαν στη διάθεσή μας πηγές πληροφόρησης που ζητήθηκαν και ανταλλάγησαν επ' αυτών απόψεις με τις Διοικήσεις των Εταιρειών.
- 1.3** Ενδεικτικά τέθηκαν στη διάθεσή μας
- Ισολογισμός μετασχηματισμού της **TELEPASSPORT** με ημερομηνία 31 Αυγούστου 2006.
 - Ιστορικά οικονομικά μεγέθη των Εταιρειών, ελεγμένα από Ορκωτούς Ελεγκτές.
 - Πληροφοριακά δελτία που έχουν κατά καιρούς συνταχθεί.
 - Προβλέψεις εξέλιξης των οικονομικών μεγεθών των Εταιρειών από το έτος 2006 μέχρι το έτος 2010 και αντίστοιχες υποθέσεις και παραδοχές επί των οποίων βασίστηκαν οι Διοικήσεις.
 - Το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης που εγκρίθηκε από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιρειών και υπογράφηκε στις 18 Σεπτεμβρίου 2006.
- 1.4** Διαπιστώσαμε ότι η λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων της **TELEPASSPORT** (η απορροφούμενη) προκύπτει από τον Ισολογισμό Μετασχηματισμού της 31^{ης} Αυγούστου 2006, όπως ελέγχθηκε από ανεξάρτητο Ορκωτό Ελεγκτή Λογιστή.

- 1.5** Η αποτίμησή μας έγινε με ημερομηνία 31 Αυγούστου 2006 και η εργασία μας επ' αυτού ολοκληρώθηκε στις 18 Σεπτεμβρίου 2006. Η εργασία μας βασίστηκε τόσο σε ιστορικά στοιχεία και πληροφορίες των Διοικήσεων για τις Εταιρείες όσο και σε πηγές δημόσιας πληροφόρησης που θεωρούνται αξιόπιστες. Συγκεκριμένα, εξετάσαμε δημοσιευμένες πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στο ευρύ επενδυτικό κοινό, χρηματοοικονομικά και στατιστικά στοιχεία συγκρίσιμων εταιρειών, καθώς και ιστορικά στοιχεία που προκύπτουν από την εξέταση των χρηματιστηριακών αγορών και κεφαλαιαγορών. Για τα παραπάνω στοιχεία και τις πληροφορίες και τις προβλέψεις σχετικά με τη μελλοντική πορεία των Εταιρειών που μας παρασχέθηκαν από τις Διοικήσεις δεν έγινε οποιασδήποτε μορφής διερεύνηση, επιβεβαίωση ή έλεγχος αυτών.
- 1.6** Σημειώνεται ότι, ενδέχεται να προκύψουν διαφορές μεταξύ των προβλεπόμενων και πραγματοποιηθέντων αποτελεσμάτων, εξ' αιτίας απρόβλεπτων και αστάθμητων παραγόντων, οι οποίες μπορεί να είναι σημαντικές.
- 1.7** Η μελέτη μας δεν εξέτασε και ούτε είχε σκοπό να εξετάσει την επιχειρηματική ορθότητα της απόφασης για την συγχώνευση των Εταιρειών.

2. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

2.1 Οι κατωτέρω διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης εφαρμόσθηκαν:

2.1.1 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ [DISCOUNTED CASH FLOWS - D.C.F.].

Με την μέθοδο αυτή προσδιορίζεται η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών που παράγει μια εταιρεία θεωρούμενη ως “Δυναμική Λειτουργική Οντότητα” [going concern].

2.1.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΔΕΙΚΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ Η ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΕΩΣ [MARKET CAPITALISATION OR TRADING MULTIPLES METHOD].

Με την μέθοδο αυτή προσδιορίζεται η αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας όπως προσδιορίζει η χρηματιστηριακή αγορά τις αξίες άλλων εισηγμένων εταιρειών που της προσομοιάζουν.

Ο πολλαπλασιαστής που εφαρμόσθηκε για τον προσδιορισμό της αξίας της κάθε Εταιρείας είναι ο προσαρμοσμένος μέσος όρος του λόγου χρηματιστηριακή αξία προς πωλήσεις του επιλεχθέντος δείγματος εισηγμένων εταιρειών στην Δυτική Ευρώπη.

2.1.3 ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΤΙΜΩΝ.

Με τη μέθοδο αυτή, υπό την προυπόθεση της Θεωρίας των Αποτελεσματικών Αγορών, αποτιμάται η αγοραία αξία μιας εισηγμένης εταιρείας στηριζόμενη στην ιστορική χρηματιστηριακή τιμή της. Η προσέγγιση στην ανάλυση των χρηματιστηριακών τιμών βασίζεται στην επιλογή μιας κατάλληλης χρονικής περιόδου κατά την οποία σημαντικά γεγονότα ήταν γνωστά στο επενδυτικό κοινό και είχαν ενσωματωθεί στην τιμή των μετοχών της Εταιρείας.

Σημειώνεται ότι στην αξία που προέκυψε για την **ΛΑΝΝΕΤ** με βάση τη μέθοδο αυτή συμπεριελήφθη και η αξία 15.805.150 μετοχών που εκδόθηκαν λόγω μετατροπής σε μετοχικό κεφάλαιο των ομολογιών της Ε' και ΣΤ' σειράς του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου οι οποίες, στις 15 Σεπτεμβρίου 2006, δεν είχαν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση στο ΧΑΑ.

- 2.2** Οι μέθοδοι (1), (2) και (3) κρίθηκαν κατάλληλοι να εφαρμοσθούν στην περίπτωση της **ΛANNET** ενώ στην περίπτωση της **TELEPASSPORT** κρίθηκαν κατάλληλοι να εφαρμοσθούν οι μέθοδοι (1) και (2) ενώ η μέθοδος (3) ανάλυσης χρηματιστηριακών τιμών δεν μπορεί να εφαρμοσθεί επειδή η Εταιρεία δεν είναι εισηγμένη στο ΧΑΑ.
- 2.3** Η αποτίμηση των Εταιρειών έγινε βάσει των διεθνώς αποδεκτών αρχών αποτίμησης, στα πλαίσια συγχωνεύσεων και εξαγορών, αυτές της συνέχισης της δραστηριότητας [going concern] και της αυτοτέλειας [stand alone].

3. ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

3.1 Παραδοχές και υποθέσεις

- 3.1.1** Κατά την εφαρμογή της μεθόδου Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών χρησιμοποιήσαμε τις παραδοχές/προβλέψεις που μας παρασχέθηκαν από τις Διοικήσεις των δύο Εταιρειών.

Το έτος βάσης είναι το 2006. Οι υπολογισμοί των χρηματικών ροών έχουν γίνει σύμφωνα με το πενταετές πρόγραμμα της Εταιρείας σε συνδυασμό με τις παραδοχές λειτουργίας που μας δόθηκαν εγγράφως από τις Διοικήσεις των δύο Εταιρειών.

Σχετικά με τις επενδύσεις οι Διοικήσεις των δύο Εταιρειών δεν έδωσαν προβλέψεις, όμως, για τους σκοπούς της εργασίας μας πρέπει να ληφθούν υπ' όψιν και τα ποσά των επενδύσεων. Για αυτό τον λόγο για την περίοδο των προβλέψεων συμπεριλάβαμε ποσά για επενδύσεις και συγκεκριμένα θεωρήσαμε ότι οι ετήσιες επενδύσεις σε πάγια (μηχανολογικό εξοπλισμό) θα ισούνται με τις αποσβέσεις του προηγούμενου έτους. Σημειώνεται ότι οι επενδύσεις για το 2006 συμπεριλαμβάνουν τις πραγματοποιηθείσες επενδύσεις μέχρι 30 Ιουνίου 2006 πλέον τις αναλογούσες αποσβέσεις του δεύτερου εξαμήνου του προηγούμενου έτους.

Οι παραδοχές/προβλέψεις που μας παρασχέθηκαν εξετάστηκαν, βάσει της εμπειρίας και της γνώσης μας, για τη λογικότητά τους.

- 3.1.2** Πέρα των ανωτέρω συνεκτιμήθηκε :

Ο ρυθμός ανάπτυξης των δύο Εταιρειών στο διηνεκές κατά 0%.

3.2 Συντελεστής προεξόφλησης

3.2.1 Για το προσδιορισμό του συντελεστή προεξόφλησης υπολογίστηκε το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου των δύο Εταιρειών [WACC] όπως προκύπτει από το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων των Εταιρειών καθώς και από το συμβατικό κόστος των Ξένων Κεφαλαίων. Υπολογίζεται υπό της εξισώσεως:

$$WACC = K_e * (\% \text{ Ιδίων Κεφαλαίων}) + K_d * (1 - t) * (\% \text{ Ξένων Κεφαλαίων})$$

όπου:

K_e = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

K_d = Κόστος Ξένων Κεφαλαίων

t = Συντελεστής φορολογίας

3.2.2 Το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων [K_e] υπολογίζεται με την βοήθεια του μοντέλου Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων [Capital Asset Pricing Model – CAPM] με βάση την εξίσωση.

$$K_e = R_f + B \times (R_m - R_f) + R_s$$

όπου:

R_f = Απόδοση Επενδύσεων μηδενικού κινδύνου. Το επιτόκιο για μια επένδυση μηδενικού κινδύνου είναι 4,3%. Το επιτόκιο αυτό αντιστοιχεί σε μακροπρόθεσμα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου διάρκειας δέκα ετών. (Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Τεύχος 96, Ιούνιος/Ιούλιος 2006). Για τα έτη 2007 - 2010 το παραπάνω επιτόκιο υπολογίζεται ως το άθροισμα του αναμενόμενου πληθωρισμού και το πραγματικό επιτόκιο το οποίο αυξάνεται κατά 0,1% το 2007 και κατά 0,5% ετήσια για τα έτη 2008 έως 2010.

R_m = Απόδοση του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς

B(beta) = Το BETA μετρά το συστηματικό κίνδυνο της Εταιρείας σε συσχέτιση με τον μέσο όρο κινδύνου της αγοράς ως συνόλου. Γενικότερα εκφράζει τον επιχειρηματικό κίνδυνο μιας επιχείρησης, δεδομένου του κλάδου στον οποίο λειτουργεί και της κεφαλαιουχικής της δομής, σε σχέση με τον μέσο όρο της αγοράς. Τεχνικά αντιπροσωπεύει την διακύμανση της απόδοσης της συγκεκριμένης μετοχής (ή του κλάδου) σε σχέση με την απόδοση του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς.

Ο συντελεστής “β” της **ΛANNET** (περίοδος: Σεπτέμβρη 2002 έως Σεπτέμβρη 2006) είναι ίσος με 1,02 (Πηγή: *Bloomberg 4 Σεπτεμβρίου 2006*).

Σημειώνεται ότι χρησιμοποιήθηκε ο ίδιος συντελεστής “β” και για την **TELEPASSPORT**.

Rs = Ρίσκο Συγκεκριμένης επένδυσης. Το RS μετράει το μη συστηματικό ρίσκο μιας συγκεκριμένης επένδυσης όπως της μετοχής μιας συγκεκριμένης εταιρείας όπως προσδιορίζεται από τα ιδιαίτερα οικονομικά χαρακτηριστικά της.

3.2.3 Με βάση τα παραπάνω το κόστος κεφαλαίων [WACC] υπολογίζεται ως εξής:

ΛANNET

	2006	2007	2008	2009	2010
Πληθωρισμός	3,40%	3,00%	2,50%	2,50%	2,50%
Rf	4,30%	4,00%	4,00%	4,50%	5,00%
Beta	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02
$R_m - R_f + (R_s/B)$	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Ke	11,44%	11,14%	11,14%	11,64%	12,14%
Kd	6,59%	6,94%	7,13%	7,18%	7,53%
T	29%	25%	25%	25%	25%
Ke (1-t)	4,68%	5,20%	5,34%	5,38%	5,65%
Ίδια/(Ίδια+Ξένα)	67,00%	67,19%	76,36%	82,21%	85,69%
Ξένα/(Ίδια+Ξένα)	33,00%	32,81%	23,64%	17,79%	14,31%
Κόστος κεφαλαίων [WACC]	9,21%	9,19%	9,77%	10,53%	11,21%

TELEPASSPORT

	2006	2007	2008	2009	2010
Πληθωρισμός	3,40%	3,00%	2,50%	2,50%	2,50%
Rf	4,30%	4,00%	4,00%	4,50%	5,00%
Beta	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02
$R_m - R_f + (R_s/B)$	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Ke	11,44%	11,14%	11,14%	11,64%	12,14%
Kd	7,50%	7,50%	7,80%	7,80%	7,80%
T	29%	25%	25%	25%	25%
Ke (1-t)	5,33%	5,63%	5,85%	5,85%	5,85%
Ίδια/(Ίδια+Ξένα)	56,81%	44,59%	65,96%	89,05%	91,90%
Ξένα/(Ίδια+Ξένα)	43,19%	55,41%	34,04%	10,95%	8,10%
Κόστος κεφαλαίων [WACC]	8,80%	8,08%	9,34%	11,01%	11,63%

3.3 Ημερομηνία προεξόφλησης ταμειακών ροών

Ως ημερομηνία προεξόφλησης υιοθετήθηκε η 31^η Αυγούστου 2006.

4. ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΑΓΟΡΑΣ (ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΕΩΣ)

4.1 Παραδοχές

4.1.1 Με την μέθοδο αυτή, τα οικονομικά αποτελέσματα/μεγέθη των Εταιρειών συγκρίθηκαν, με αυτά των εταιρειών στον κλάδο Τηλεπικοινωνιών που είναι εισηγμένες σε Χρηματιστήρια στην Δυτική Ευρώπη και που θεωρούνται συγκρίσιμες.

Για κάθε εταιρεία του δείγματος υπολογίζεται μια σειρά από δείκτες.

Στη συνέχεια υπολογίζεται ένας μέσος όρος του κάθε λόγου για όλο το δείγμα. Η αξία της υπό εξέταση Εταιρείας προκύπτει όταν οι μέσοι όροι πολλαπλασιάζονται με τα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της υπό αποτίμηση Εταιρείας.

Κρίσιμο σημείο της μεθόδου αποτίμησης είναι η επιλογή του κατάλληλου δείγματος συγκρίσιμων σε χαρακτήρα εισηγμένων εταιρειών. Η μέθοδος υποθέτει επίσης ότι οι χρηματιστηριακές αξίες αντικατοπτρίζουν τις εύλογες αγοραίες αξίες και συνεπώς ότι η αγορά είναι αποτελεσματική [Efficient market hypothesis].

4.1.2 Η κεφαλαιοποίηση για κάθε εταιρεία του δείγματος προκύπτει ως το γινόμενο του συνόλου των μετοχών επί την τιμή κλεισίματος της μετοχής της συγκρίσιμης εταιρείας. (Πηγή για την κεφαλαιοποίηση κάθε Εταιρείας, *Bloomberg*, 4 Σεπτεμβρίου 2006).

4.1.3 Η πηγή των στοιχείων (πωλήσεις, κλπ.) των Εταιρειών ήταν οι δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις τους.

4.1.4 Ο πολλαπλασιαστής που επελέγη ως ο πιο κατάλληλος και εφαρμόστηκε για τον προσδιορισμό, με τη μέθοδο αυτή, της αξίας της **ΛΑΝΝΕΤ** και **TELEPASSPORT** είναι ο μέσος όρος του λόγου χρηματιστηριακή αξία προς πωλήσεις του επιλεγθέντος δείγματος εισηγμένων εταιρειών στην Δυτική Ευρώπη που δραστηριοποιούνται στον κλάδο Τηλεπικοινωνιών.

Κατά την χρησιμοποίηση της μεθόδου των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς και στα πλαίσια της αποτίμησης της **TELEPASSPORT** εφαρμόσαμε έκπτωση της τάξης του 25% στον δείκτη (χρηματιστηριακή αξία προς πωλήσεις) που προκύπτει από τις εταιρείες του δείγματος επειδή οι μετοχές της **TELEPASSPORT** δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο και συνεπώς παρουσιάζουν μικρότερη εμπορευσιμότητα σε σχέση με μία αντίστοιχη εισηγμένη εταιρεία.

5. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ

5.1 Παραδοχές

5.1.1 Στα πλαίσια της εργασίας μας εξετάσαμε τις χρηματιστηριακές τιμές της μετοχής της **ΛANNET**. Συγκεκριμένα εξετάσαμε τον απλό μέσον όρο των τιμών κλεισίματος της μετοχής της Εταιρείας για την εξάμηνη περίοδο 16 Μαρτίου 2006 έως 15 Σεπτεμβρίου 2006 (*ημερομηνία που καθορίστηκε ως καταληκτική για τη σύνταξη της παρούσης έκθεσης*) όπως δημοσιεύθηκαν από το χρηματιστήριο. Τα αποτελέσματα που προέκυψαν βάσει της συγκεκριμένης μεθόδου σταθμίστηκαν για την περίοδο πριν και μετά την ανακοίνωση στις 30 Ιουνίου 2006 της συγχώνευσης των δυο Εταιρειών.

5.1.2 Η συγκεκριμένη εξάμηνη περίοδος επιλέχθηκε καθώς έπρεπε να βρεθεί ένα αρκετά μεγάλο διάστημα από την 30 Ιουνίου 2006 για να γίνει η στάθμιση έστω και αν κατά την διάρκειά της η συγκεκριμένη επιχειρηματική πράξη (*απορρόφηση*) έγινε ευρέως γνωστή στο επενδυτικό κοινό. Τυχόν συνέργιες ή προσδοκίες του επενδυτικού κοινού που προέκυπταν από τη σχεδιαζόμενη επιχειρηματική πράξη (*απορρόφηση*) θα είχαν επηρεάσει την τιμή της μετοχής της **ΛANNET** αφού ενσωματώθηκαν στην τιμή της μετοχής. Από την μελέτη μας, όμως, αυτή η επιρροή δεν φάνηκε ιδιαίτερα σημαντική.

Δεδομένου των ανωτέρω υιοθετούμε ως ενδεικτικές τιμές:

- τον απλό μέσο όρο των τιμών της περιόδου Α (*16 Μαρτίου 2006 έως 29 Ιουνίου 2006*)
- τον απλό μέσο όρο των τιμών της περιόδου Β (*30 Ιουνίου 2006 έως 15 Σεπτεμβρίου 2006*) και
- τη τιμή κλεισίματος της 15 Σεπτεμβρίου 2006, καταληκτική ημερομηνία της υιοθετηθείσας περιόδου.

5.1.3 Για τους σκοπούς της συγκεκριμένης προσέγγισης και τον καθορισμό της αξίας της Εταιρείας, οι ακόλουθες επιμέρους προσεγγίσεις χρησιμοποιήθηκαν για την εκτίμηση της «δίκαιας» αγοραίας αξίας της Εταιρείας.

- Ο όγκος συναλλαγών των αντίστοιχων ημερήσιων τιμών έτυχε επισκόπησης προκειμένου να κριθεί αν πράξεις εξαιρετικού μεγέθους επηρεάζουν την διαμόρφωση των τιμών σε συγκεκριμένη μέρα και συνεκτιμηθούν. Η επισκόπηση του όγκου συναλλαγών δεν έδωσε δείγματα σοβαρού επηρεασμού των τιμών και συνεπώς δεν αποδίδεται σ' αυτήν ιδιαίτερη βαρύτητα.
- Ελήφθη υπ' όψιν η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου που προέκυψε λόγω μετατροπής σε μετοχικό κεφάλαιο των ομολογιών της Ε' και ΣΤ' σειράς του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου με την έκδοση 15.805.150 μετοχών οι οποίες στις 15 Σεπτεμβρίου 2006, δεν είχαν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση στο ΧΑΑ.
- Αποδεχόμενοι το γεγονός ότι οι συναλλαγές προ της 30 Ιουνίου 2006 είναι απαλλαγμένες επηρεασμού από την ανακοίνωση συγχώνευσης των δυο Εταιρειών αποδίδεται σ' αυτές συντελεστής βαρύτητας 25%.
- Οι δύο άλλες τιμές, επηρεασμένες από την ανακοίνωση συγχώνευσης των δυο Εταιρειών και ενέχουσες τη συνέπεια της νέας πληροφόρησης αποδίδεται στην περίοδο Β συντελεστής βαρύτητας 25% και στην τιμή κλεισίματος της 15 Σεπτεμβρίου 2006, καταληκτική ημερομηνία της υιοθετηθείσας περιόδου, συντελεστής βαρύτητας 50%.

6. ΔΥΣΚΟΛΙΕΣ ΠΟΥ ΠΡΟΕΚΥΨΑΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Δυσχέρειες ή δυσκολίες κατά την εκτίμηση της αξίας των συγχωνευομένων Εταιρειών με τις παραπάνω μεθόδους δεν προέκυψαν.

7. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

7.1 Τα αποτελέσματα της εφαρμογής των παραπάνω μεθόδων, οι οποίες κρίνονται κατάλληλες για την συγκεκριμένη περίπτωση, συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα.

1. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ TELEPASSPORT

Μέθοδος	Εκτιμώμενη μέση αξία σε εκ. €	Συντελεστής βαρύτητας	Σταθμισμένη μέση αξία σε εκ. €
Προεξόφληση ταμειακών ροών [DCF]	72.3	50%	36.2
Πολλαπλασιαστές κεφαλαιοποιήσεως [Δείκτες κεφαλαιαγοράς]	65.0	50%	32.5
		100%	68.7

2. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ LANNET

Μέθοδος	Εκτιμώμενη μέση αξία σε εκ. €	Συντελεστής βαρύτητας	Σταθμισμένη μέση αξία σε εκ. €
Προεξόφληση ταμειακών ροών [DCF]	91.3	33.33%	30.4
Πολλαπλασιαστές κεφαλαιοποιήσεως [Δείκτες κεφαλαιαγοράς]	78.1	33.33%	26.0
Χρηματιστηριακή τιμή	90.9	33.33%	30.3
		100%	86.7

- 7.2** Κάθε μέθοδος τεχνικής εκτίμησης παράγει μια μέση αξία για τις Εταιρείες **TELEPASSPORT** και **ΛΑΝΝΕΤ**. Με βάση τον βαθμό σημαντικότητας δίδεται σε κάθε μέθοδο ένας *συντελεστής βαρύτητας* και στην συνέχεια υπολογίζεται μια σταθμισμένη αξία για κάθε Εταιρεία. Από τις σταθμισμένες αξίες προκύπτει τελικά μια σταθμισμένη μέση σχέση αξιών.
- 7.3** Με βάση την παραπάνω αξία της **TELEPASSPORT** ύψους **€ 68.7 εκ.** και της **ΛΑΝΝΕΤ** ύψους **€ 86.7 εκ.** προκύπτει μέση σχέση αξιών της **TELEPASSPORT** προς την **ΛΑΝΝΕΤ 0.792** και της **ΛΑΝΝΕΤ** προς την **TELEPASSPORT 1.262**.
- 7.4** Εφαρμόζοντας ένα συντελεστή $\pm 10\%$ προκύπτει ένα εύλογο εύρος σχέσης αξιών για κάθε Εταιρεία.
- 7.5** Στον παρακάτω πίνακα παρατίθεται το εύρος των σχέσεων αξιών των υπό συγχώνευση Εταιρειών.

	ΕΥΡΟΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΞΙΩΝ	
ΕΥΡΟΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΞΙΩΝ TELEPASSPORT ΠΡΟΣ ΛΑΝΝΕΤ	0.713	0.871
ΕΥΡΟΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΞΙΩΝ ΛΑΝΝΕΤ ΠΡΟΣ TELEPASSPORT	1.136	1.388

8. ΣΧΕΣΗ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΚΑΙ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

8.1 Το εύρος σχέσης αξιών που παρουσιάζεται παραπάνω προκύπτει από την σύγκριση των αποτελεσμάτων των ανωτέρω μεθόδων συγκρίνοντας το αποτέλεσμα της μιας Εταιρείας με το αποτέλεσμα της άλλης. Δεδομένου ότι δεν υπάρχουν αλληλοσυμμετοχές, δεν χρειάστηκε να γίνει διαγραφεί του μετοχικού κεφαλαίου που αντιστοιχεί στο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχει η Απορροφώσα στην Απορροφούμενη λόγω σύγχυσης. Τα εναπομείναντα μετοχικά κεφαλαία των δύο Εταιρειών αθροίζονται έτσι ώστε να μας προσδώσουν το μετοχικό κεφάλαιο της νέας οντότητας, σε αυτό εφαρμόζεται το εύρος σχέσης αξιών για να καταλήξουμε στο εύρος σχέσης ανταλλαγής των μετοχών. Προκειμένου οι μέτοχοι της Απορροφώσας να διατηρήσουν τον ίδιο αριθμό μετοχών που κατέχουν, η ονομαστική αξία της μετοχής της Απορροφώσας διαμορφώνεται σε € 0,67304 ανά μετοχή και προκειμένου να στρογγυλοποιηθεί σε € 0,68 ανά μετοχή απαιτείται ταυτόχρονη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση διαφοράς από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο της Απορροφώσας ποσού € 992.510,72.

8.2 Βάσει των ανωτέρω υπολογισμών προκύπτει το εύρος σχέσης ανταλλαγής ως εξής:

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ σε €	ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ σε €
ΛΑΝΝΕΤ	79,805,802	1,04	82,998,034.08
TELEPASSPORT	25,129,260	0,52	13,067,215.20
Μετά τη συγχώνευση			96,065,249.28
Αύξηση κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση διαφοράς από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο			992,510.72
Σύνολο Μετοχικού Κεφαλαίου μετά την συγχώνευση – ΛΑΝΝΕΤ (νέα)	142,732,000	0,68	97,057,760.00
A. Για την σχέση αξιών TELEPASSPORT προς ΛΑΝΝΕΤ 0,713			
<i>Μέτοχοι ΛΑΝΝΕΤ</i>	83,322,825	0,68	56,659,521.00
<i>Μέτοχοι TELEPASSPORT</i>	59,409,175	0,68	40,398,239.00
	142,732,000		97,057,760.00
<u>Σχέση ανταλλαγής μετοχών που προκύπτει</u>			
1 παλαιά ΛΑΝΝΕΤ προς 1,04407 νέες ΛΑΝΝΕΤ			
1 TELEPASSPORT προς 2,36414 νέες ΛΑΝΝΕΤ			
B. Για την σχέση αξιών TELEPASSPORT προς ΛΑΝΝΕΤ 0,871			
<i>Μέτοχοι ΛΑΝΝΕΤ</i>	76,286,478	0,68	51,874,805.04
<i>Μέτοχοι TELEPASSPORT</i>	66,445,522	0,68	45,182,954.96
	142,732,000		97,057,760.00
<u>Σχέση ανταλλαγής μετοχών που προκύπτει</u>			
1 παλαιά ΛΑΝΝΕΤ προς 0,95590 νέες ΛΑΝΝΕΤ			
1 TELEPASSPORT προς 2,64415 νέες ΛΑΝΝΕΤ			

9. ΓΝΩΜΗ ΕΠΙ ΤΗΣ ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ

9.1 Η Διοίκηση της Εταιρείας μας γνωστοποίησε την απόφαση της συνεδριάσεως του Διοικητικού Συμβουλίου της 18^{ης} Σεπτεμβρίου 2006 για σχέση αξιών **0,7885 TELEPASSPORT** προς **ΛANNET**. Κατόπιν αυτού το Διοικητικό Συμβούλιο προχώρησε σε έγκριση του Σχεδίου Σύμβασης Συγχωνεύσεως η οποία προέβλεπε την σχέση ανταλλαγής μετοχών που είναι:

1 παλαιά **ΛANNET** προς 1 νέα **ΛANNET**

1 παλαιά **TELEPASSPORT** προς 2,50410071764947 νέες **ΛANNET**

9.2 Η προτεινόμενη από το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας σχέση ανταλλαγής των μετοχών της κρίνεται εύλογη και λογική καθότι είναι εντός του εύρους της σχέσης αξιών που έχει προσδιοριστεί με την αποτίμηση των δύο Εταιρειών.