

Προς το:

1. Διοικητικό Συμβούλιο της ΓΙΟΥΝΙΜΠΡΕΪΝ (Unibrain) Ανώνυμη Ελληνική Εταιρεία Παραγωγής Λογισμικών και Ηλεκτρονικών Συστημάτων Πολλαπλών Χρήσεων
2. Διοικητικό Συμβούλιο της Hellas on Line Ανώνυμη Εταιρεία Εμπορίας Συσκευών και Υπηρεσιών Τηλεπικοινωνίας και Πληροφορικής

14^η Μαρτίου 2008

Τα Διοικητικά Συμβούλια των «ΓΙΟΥΝΙΜΠΡΕΪΝ (Unibrain) Ανώνυμη Ελληνική Εταιρεία Παραγωγής Λογισμικών και Ηλεκτρονικών Συστημάτων Πολλαπλών Χρήσεων» (εφεξής «UNIBRAIN» ή «Απορροφώσα») και «Hellas on Line Ανώνυμη Εταιρεία Εμπορίας Συσκευών και Υπηρεσιών Τηλεπικοινωνίας και Πληροφορικής» (εφεξής «HOL» ή «Απορροφώμενη») (από κοινού αποκαλούμενες οι «Εταιρίες»), σύμφωνα με τις αποφάσεις που έλαβαν κατά τις συνεδριάσεις τους την 5^η Δεκεμβρίου 2007 αντίστοιχα, προτίθενται να προχωρήσουν στη διαδικασία συγχώνευσης με απορρόφηση της HOL από τη UNIBRAIN, (εφεξής η «Συγχώνευση»). Η Συγχώνευση θα πραγματοποιηθεί σύμφωνα με τις διατάξεις του Κ.Ν.2190/1920 σε συνδυασμό με τις διατάξεις του Ν.2166/1993, όπως ισχύουν σήμερα. Ως ημερομηνία Ισολογισμού Μετασχηματισμού καθορίστηκε η 31^η Δεκεμβρίου 2007.

Για τους σκοπούς της Συγχώνευσης, τα ΔΣ των Εταιριών με την από 5/12/2007 απόφασή τους έχουν αποτιμήσει τις Εταιρίες ως εξής : Hellas on Line: 180 εκ. ευρώ. - Unibrain: 26 εκ. ευρώ.

Η υλοποίηση της Συγχώνευσης τελεί υπό την αίρεση των κατά το Νόμο οριζόμενων αδειών και εγκρίσεων των Γενικών Συνελεύσεων των Εταιριών και των αρμοδίων αρχών.

Στο πλαίσιο αυτής της διαδικασίας, τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών, ανέθεσαν στην Alpha Bank (εφεξής ο «Σύμβουλος») τη διενέργεια αποτίμησης της αξίας των μετοχών των Εταιριών και τον προσδιορισμό ενός εύρους «εύλογης» και «δίκαιης» σχέσης αξιών των Εταιριών.

Προκειμένου να καταλήξουμε στην άποψή μας μελετήσαμε τα παρακάτω :

- α) δημοσιευμένες πληροφορίες σχετικά με τις Εταιρίες αλλά και εταιρίες συγκρίσιμες με αυτές
- β) ελεγμένες εταιρικές και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των Εταιριών για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2007, οι οποίες έχουν προετοιμαστεί με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης
- γ) το τελικό προς δημοσίευση σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης
- δ) χρηματοοικονομικές και άλλες πληροφορίες σχετικές με τη δραστηριότητα και τις προοπτικές των Εταιριών, συμπεριλαμβανομένου του επιχειρηματικού σχεδίου και προβλέψεων αποτελεσμάτων για τις Εταιρίες, οι οποίες προετοιμάστηκαν από τη Διοίκηση των Εταιριών, όπως επιβεβαιώνεται και από τη σχετική επιστολή των διοικήσεων των Εταιριών της 14^{ης} Μαρτίου 2008

ε) χρηματοοικονομικές και χρηματιστηριακές πληροφορίες για άλλες ομοειδείς εταιρίες των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται σε χρηματιστηριακές αγορές

στ) τους οικονομικούς όρους ορισμένων άλλων συναλλαγών ομοειδών εταιριών που έλαβαν χώρα πρόσφατα

ζ) τις επικρατούσες συνθήκες της αγοράς στους κλάδους που δραστηριοποιούνται οι Εταιρίες

η) λοιπές πληροφορίες και στοιχεία που μας παραδόθηκαν από τις Διοικήσεις των Εταιρειών, οι οποίες μας βεβαίωσαν περί της ακρίβειας και πληρότητάς τους.

Οι αποτιμήσεις διενεργήθηκαν, κατά περίπτωση, σύμφωνα με τις κατωτέρω γενικώς αποδεκτές αρχές και μεθοδολογίες που ακολουθούνται διεθνώς και το τελικό αποτέλεσμα εξήχθηκε, αφού λήφθηκε υπόψη ο βαθμός καταλληλότητας της κάθε μεθοδολογίας.

Η Μέθοδος της Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στηρίζεται στη θεωρία ότι η αξία μιας εταιρίας ισούται με την καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών της, δηλαδή της διαφοράς μεταξύ των χρηματικών εισροών που προέρχονται από τη λειτουργία της επιχείρησης (προ τόκων) και των χρηματικών εκροών που αφορούν στη χρηματοδότηση των επενδυτικών αναγκών, στις πληρωμές φόρων και στη χρηματοδότηση του κεφαλαίου κινήσεως, προεξοφλημένων με ένα κατάλληλο επιτόκιο αναγωγής (συντελεστής προεξόφλησης), που αντιστοιχεί στο κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων για επενδύσεις αναλόγου κινδύνου. Για την εφαρμογή της μεθόδου απαιτείται εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρίας για ένα συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα στο μέλλον, εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας (terminal value) της εταιρίας, η οποία αφορά στην αξία αυτής στο διηνεκές, ήτοι μετά το πέρας της περιόδου προβλέψεων, και εκτίμηση του επιτοκίου προεξόφλησης των ταμειακών ροών, το οποίο αντικατοπτρίζει το κόστος ευκαιρίας που αντιπροσωπεύει τη μέση αναμενόμενη απόδοση των χρηματοδοτών της εταιρίας. Σημειώνεται ότι η εν λόγω μέθοδος προσδιορίζει την αξία ολόκληρης της επιχείρησης από την οποία αφαιρείται η αξία του δανεισμού για τον προσδιορισμό της αξίας των ιδίων κεφαλαίων.

Η Μέθοδος των Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών αποτυπώνει την αξία μιας εταιρίας βάσει παρόμοιων συναλλαγών που έχουν διενεργηθεί στο πρόσφατο παρελθόν. Για την κάθε συναλλαγή του δείγματος παρόμοιων συναλλαγών υπολογίζονται δείκτες αποτίμησης (πολλαπλάσια) και εξάγονται οι μέσοι όροι και οι διάμεσοι των πολλαπλασίων αυτών. Εν συνεχεία τα μέσα πολλαπλάσια εφαρμόζονται στα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της εκάστοτε εταιρίας προκειμένου να προκύψει το εύρος της αξίας της εταιρίας.

Η Μέθοδος των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιριών βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία της επιχείρησης δύναται να προσεγγισθεί βάσει της αξίας που προσδίδουν επενδυτές οι οποίοι είναι επαρκώς πληροφορημένοι και ενεργούν ορθολογικά, σε συγκρίσιμες, με την υπό εξέταση, εταιρίες. Για την εφαρμογή της μεθόδου απαιτείται επιλογή κατάλληλου δείγματος εταιριών, που είναι συγκρίσιμες με την υπό εξέταση εταιρία και των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε οργανωμένες αγορές. Για κάθε εταιρία του δείγματος των εισηγμένων εταιριών υπολογίζονται, κατά περίπτωση, μία σειρά από δείκτες (multiples), όπως:

- Αξία επιχείρησης προς Κύκλο Εργασιών ανά μετοχή (EV/Sales)
- Τιμή μετοχής προς Κέρδη ανά μετοχή μετά από φόρους (P/E)
- Τιμή μετοχής προς Κύκλο Εργασιών ανά μετοχή (P/Sales)
- Τιμή μετοχής προς Λογιστική Αξία ανά μετοχή (P/Book Value)

Με βάση τη μέθοδο αυτή, για κάθε εταιρία του δείγματος είναι δυνατόν να προσδιοριστούν δείκτες οι οποίοι υποδηλώνουν την αξία που προσδίδουν οι επενδυτές σε εταιρίες συγκρίσιμες με την εξεταζόμενη. Από την εφαρμογή των εν λόγω δεικτών στα αντίστοιχα προβλεπόμενα οικονομικά μεγέθη της υπό εξέταση εταιρίας, προκύπτει η εκτίμηση του εύρους αξιών της εταιρίας.

Για την αποτίμηση της **UNIBRAIN** χρησιμοποιήθηκε η μεθοδολογία της Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών και των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιριών και προέκυψε εύρος αξιών για την UNIBRAIN μεταξύ 24,01 και 27,91 εκατ. Ευρώ. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται συνοπτικά τα αποτελέσματα της αποτίμησης :

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΑΞΙΑ ΣΥΝΟΛΟΥ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΣΕ ΕΚΑΤ. ΕΥΡΩ)
Δείκτες Συγκρίσιμων Εταιριών	22,21 - 27,45
Προεξόφληση Ταμειακών Ροών	24,47 - 29,96
ΔΙΚΑΙΟ & ΕΥΛΟΓΟ ΕΥΡΟΣ (την 14.3.2008)	24,01 - 27,91

Σημειώνεται ότι η χρηματιστηριακή αξία της Unibrain δεν χρησιμοποιήθηκε ως μεθοδολογία αποτίμησης καθώς αυτή ενδέχεται να ενσωματώνει αυξημένες προσδοκίες που δημιουργήθηκαν μετά την ανακοίνωση των Εταιριών της 14 Αυγούστου 2007.

Για την αποτίμηση της **HOL** χρησιμοποιήθηκε η μεθοδολογία της Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών, των Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών και των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιριών και προέκυψε εύρος αξιών για την HOL μεταξύ 171,39 και 199,19 εκατ. Ευρώ. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται συνοπτικά τα αποτελέσματα της αποτίμησης :

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΑΞΙΑ ΣΥΝΟΛΟΥ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΣΕ ΕΚΑΤ. ΕΥΡΩ)
Δείκτες Συγκρίσιμων Συναλλαγών	157,42 - 213,16
Δείκτες Συγκρίσιμων Εταιριών	144,35 - 242,87
Προεξόφληση Ταμειακών Ροών	137,78 - 225,06
ΔΙΚΑΙΟ & ΕΥΛΟΓΟ ΕΥΡΟΣ (την 14.3.2008)	171,39 - 199,19

Σημειώνεται ότι οι μεθοδολογίες Αποτίμησης οι οποίες εφαρμόστηκαν για τον προσδιορισμό της εύλογης αγοραίας αξίας των Εταιριών κρίνονται οι κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση και κατά την εφαρμογή των μεθοδολογιών αυτών δεν παρουσιάστηκαν δυσχέρειες ή δυσκολίες. Οι εργασίες Αποτίμησης διενεργήθηκαν υπό την παραδοχή της αυτοτελούς συνέχισης της δραστηριότητας της κάθε Εταιρίας. Συνεπώς δεν εξετάστηκαν τυχόν θετικές ή αρνητικές επιδράσεις της Συγχώνευσης όπως ενδεικτικά είναι οι δυνατότητες για οικονομίες κλίμακας, λοιπές συνέργιες, έξοδα υλοποίησης της Συγχώνευσης κ.λ.π.

Βάσει των ανωτέρω, το εύρος της σχέσης αξιών που προκύπτει από την εκτίμηση του εύρους της εύλογης και δίκαιης αξίας που υπολογίστηκε ανά Εταιρία παρουσιάζεται κατωτέρω:

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΚΑΤΩΤΕΡΗ ΑΠΟΡΡΟΦΩΜΕΝΗΣ / ΑΝΩΤΕΡΗ ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΑΣ	ΑΝΩΤΕΡΗ ΑΠΟΡΡΟΦΩΜΕΝΗΣ / ΚΑΤΩΤΕΡΗ ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΑΣ
UNIBRAIN	1,0000000000	1,0000000000
HOL	6,1416309181	8,2950150238

Λαμβάνοντας υπ' όψιν το εύρος αξιών του ανωτέρω πίνακα, το εύρος της σχέσης ανταλλαγής μετοχών με μετοχές της νέας Unibrain που προκύπτει για κάθε μία εκ των Εταιριών παρουσιάζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΚΑΤΩΤΕΡΗ	ΑΝΩΤΕΡΗ
UNIBRAIN	1,0000000000	1,0000000000
HOL	0,9722898681	1,313195000

Επισημαίνεται ότι τα αποτελέσματα της εργασίας μας δεν αποσκοπούν στον αντικειμενικό προσδιορισμό της αξίας της μετοχής κάθε μιας Εταιρίας ξεχωριστά, αλλά στη σχετική αξία τους στο πλαίσιο της Συγχώνευσης.

Για τους σκοπούς της Συγχώνευσης, τα ΔΣ των Εταιριών με την από 5/12/2007 απόφασή τους έχουν αποτιμήσει τις Εταιρίες ως εξής : Hellas on Line: 180 εκ. ευρώ. - Unibrain: 26 εκ. ευρώ. Με βάση τις εν λόγω αποτιμήσεις τα Δ.Σ. των Εταιριών πρότειναν την ακόλουθη σχέση ανταλλαγής μετοχών : οι μέτοχοι της UNIBRAIN θα λάβουν 1 νέα μετοχή της UNIBRAIN για κάθε μία (1) παλαιά μετοχή και οι μέτοχοι της HOL θα λάβουν 1,0960016359 νέες μετοχές της UNIBRAIN για κάθε μία (1) παλαιά μετοχή. Η προτεινόμενη από τα ΔΣ των Εταιριών σχέση ανταλλαγής μετοχών κατά τη γνώμη μας εμπίπτει εντός του εύρους της αντίστοιχης σχέσης ανταλλαγής μετοχών που προέκυψε από την αποτίμηση των Εταιριών και επομένως η προτεινόμενη σχέση κρίνεται ως εύλογη και δίκαιη.

Η αποτίμησή μας έχει βασιστεί σε εκτιμήσεις και αναλύσεις που μας παρασχέθηκαν από τις διοικήσεις και διευθύνσεις των Εταιριών και για τις οποίες, με τη συναίνεσή σας, λάβαμε ως δεδομένο ότι έχουν ετοιμαστεί κατά εύλογο τρόπο επί τη βάσει των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων των διοικήσεων και διευθύνσεων των εταιριών όσον αφορά τη σημερινή αλλά και τη μελλοντική πορεία των εταιριών και δεν αναμένονται γεγονότα τα οποία δύναται να επηρεάσουν σημαντικά την αξία των εταιριών. Με τη συναίνεσή σας βασιστήκαμε στο ότι όλες οι πληροφορίες, χρηματοοικονομικές, λογιστικές, νομικές, φορολογικές και άλλες που υπήρξαν αντικείμενο συζήτησης ή μελετήθηκαν από εμάς, είναι πλήρεις και ακριβείς και λάβαμε ως δεδομένο την ακρίβεια και πληρότητα των πληροφοριών αυτών για το σκοπό παροχής της γνώμης μας αυτής, χωρίς να διενεργήσουμε ανεξάρτητο έλεγχο. Επιπλέον, με τη συναίνεσή σας, έχουμε λάβει ως δεδομένο ότι τα μελλοντικά αποτελέσματα των Εταιριών θα πραγματοποιηθούν στο σύνολό τους και εντός των χρονικών ορίων που έχουν χρησιμοποιηθεί στην προετοιμασία των εκτιμήσεων από τη διοίκηση των Εταιριών. Η γνώμη μας βασίζεται εξ ανάγκης στις οικονομικές, κανονιστικές συνθήκες αγοράς και άλλες συνθήκες, καθώς επίσης και στις πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν με την από 14 Μαρτίου 2008 επιστολή των διοικήσεων των Εταιριών και δεν έχουμε υποχρέωση να αναπροσαρμόσουμε τη γνώμη μας σε περίπτωση αλλαγής των συνθηκών αυτών.

Τέλος, ο Σύμβουλος δε φέρει καμία ευθύνη ως προς τυχόν νομικά, φορολογικά, λογιστικά θέματα που άπτονται της Συγχώνευσης και για τα οποία εκτιμούμε ότι οι διοικήσεις των Εταιριών έχουν λάβει τη γνώμη ειδικών εμπειρογνομόνων.

Η Αποτίμησή μας δεν αξιολογεί την επιχειρηματική απόφαση των Διοικητικών Συμβουλίων των Εταιριών να προχωρήσουν στη Συγχώνευση και να προτείνουν στους Μετόχους να εγκρίνουν τη Συγχώνευση. Επίσης δεν εκφέρουμε γνώμη όσον αφορά τη μελλοντική αξία ή χρηματιστηριακή τιμή των κινητών αξιών των Εταιριών σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή.

Σημειώνεται ότι στο παρελθόν, η εταιρία μας και συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις έχουμε παράσχει χρηματοοικονομικές συμβουλευτικές, αναδοχικές και χρηματοδοτικές υπηρεσίες προς τις Εταιρίες και έχουμε λάβει αμοιβές για την παροχή αυτών των υπηρεσιών. Κατά την συνήθη πορεία των δραστηριοτήτων μας, η εταιρία μας και συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις ενδέχεται σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή να παρέχουμε τέτοιες υπηρεσίες προς τις Εταιρίες και να λάβουμε αμοιβή για την παροχή των υπηρεσιών αυτών.

Η γνώμη μας που εκφράζεται σε αυτή την επιστολή παρέχεται εις αρωγήν των Διοικητικών Συμβουλίων των Εταιριών προς εκπλήρωση της υποχρέωσης από τον Κανονισμό του Χ.Α. σε σχέση με τη Συγχώνευση και απευθύνεται στα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών για το σκοπό αυτό. Η παρούσα γνώμη δεν πρέπει να χρησιμοποιηθεί για κανένα άλλο σκοπό χωρίς τη γραπτή έγκριση του Συμβούλου. Τέλος σημειώνεται ότι η παρούσα έκθεση ισχύει εφόσον η Συγχώνευση ολοκληρωθεί σύμφωνα με τους όρους που έχουν αποφασιστεί και ανακοινωθεί.

Με εκτίμηση,

Περικλής Βούλγαρης
Executive Director

Γεώργιος Λόγγος
Director