DOCUMENTO 3

RISERVATO
DECLASSIFICATO
SEDUTA 07/04/04
SEGRETO
DECLASSIFICATO
SEDUTA 21/01/04
ROMA, 27/11/2002
PROT. N°. 288 /TKS
Strictly Private and Confidential UBS
DOC. N. 65/ss

TELECOM ITALIA

Project Overland

Valuation Report

June 1997

1. EXECUTIVE VALUATION SUMMARY

UBS has been mandated by STET/Telecom Italia to undertake a 100% valuation (the "Valuation") of Telekom Srbija (the "Target") in the context of UBS' advisory mandate in respect of the potential purchase of a strategic stake from the Government of the Republic of Serbia (the "Government").

Scope and Sources of Valuation

Telekom Srbija has yet to be incorporated and entails the existing fixed line telecommunications operations and assets of PTT Srbija ("PTT") and a new GSM cellular licence. The Valuation information has been provided to UBS by PTT and its advisers NatWest Markets, Price Waterhouse and CES MECON (the "Advisers"); STET/Telecom Italia and general industry and market sources.

The Valuation has been undertaken using the most acknowledged and advanced methods currently applied by international investors. These include, inter alia, the intrinsic Discounted Cash Flow (DCF) methodology (in its Adjusted Present Value (APV) version) and market measures such as Comparison of Publicly Listed Telecommunications Companies, Comparison of Previous Strategic Transactions and Mobile Licence Bids. The approach behind these methodologies is described in the Appendix.

Limitations of Valuation

The Valuation is an indication on the value of the Target assuming a number of regulatory, policy, structural and transaction conditions as indicated in the draft Definitive Agreements between STET/Telecom Italia and the Government and during the most recent negotiations between the parties. This includes, inter alia, the enactment of a regulatory framework and of a tariff policy which is consistent with STET/Telecom Italia objectives and gaining of operating control.

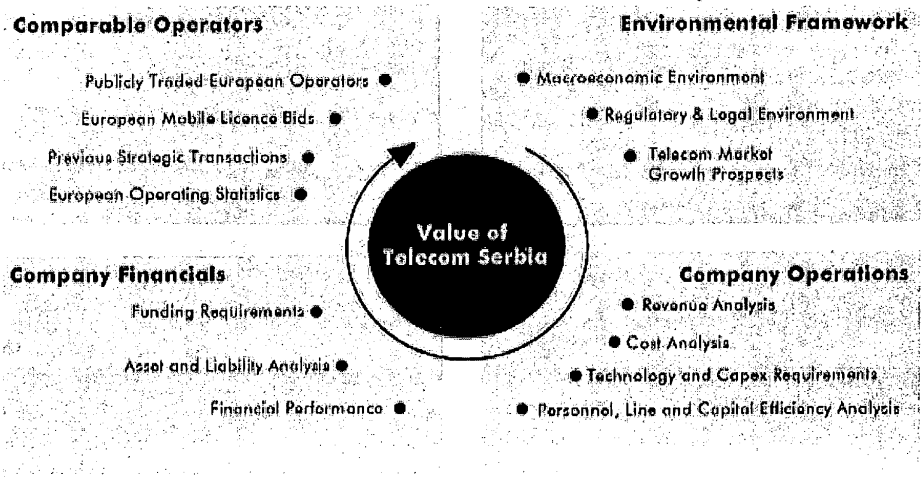
The Valuation is submitted without the comfort of independent verification of any of the information provided by PTT, the Advisers and STET/Telecom Italia to UBS and with only having performed a limited due diligence exercise. The historical financial data and operating statistics of the Target were provided only on a pro-forma basis and the financial data is unaudited.

The Valuation does not represent a recommendation by UBS on the price for all or part of the equity of the Target that STET/Telecom Italia should pay to the Government since no attempt has been made to calculate any "strategic premium" implicit in the operating and management control provision of the draft Definitive Agreements.

Summary Target Assessment

UBS has assessed the Target against four main criteria in order to generate a set of appropriate benchmarks for the preparation of the business plan, which provides the basis for the Valuation. The process of assessment is highlighted in Exhibit 1.

Exhibit 1: Telekom Srbija Valuation Framework



Environmental Framework

CES MECON expects the Serbian economy to recover to pre-war levels by 2003 in real terms. Despite an expected GDP growth above Central European peer-average, the economy is not likely to catch up considerably during the forecast period. UBS has benchmarked the growth potential of the telecommunications market by assuming a medium term target of total telecommunications expenditure to GDP of about 3.0%, which is consistent with evidence based on studies conducted in other countries.

The Government is willing to introduce a regulatory framework to the advantage of the Target, which would provide for a relatively extended exclusivity period for fixed telephony based services of eight years, as well as for a DEM-pegged tariff setting system. This system is somehow equivalent to RPI + 0. This is a fairly conservative assumption, which might be reversed in the medium term assuming a trend towards reaching European norm with regards to telecommunications regulation. UBS understands that the Government takes a very commercial approach to development targets and a 2006 objective of 40% teledensity has been anticipated, equal to approximately 2.4 million of new lines.

Company Operations

The Government is in the process of separating the post and telecommunications assets of PTT and of transferring the telecommunications assets to a new joint-stock company, Telekom Srbija. Telekom Srbija will be granted the use of land and properties owned by PTT, which are currently used on a joint basis with the Post as well as use of telecommunications rights of ways.

The current revenue structure is heavily geared towards international long distance (40%) and national long distance (32%), with local calls estimated to account just for 8% of the total. Non-traffic revenues account for 20% of total revenues, of which a large part is due to relatively high connection fees (approximately DEM 2,000 for business and DEM 800 for residential). This indicates the need for significant rebalancing of tariffs and fixed charges.

Company Financials

The Target posted DEM 614 million of revenues in 1996, resulting in an operating profit of DEM 256 million. Telekom Srbija shall be incorporated with a limited amount of financial debt and free of any unfunded pension obligations. Overall, the current high level of operating margin is unlikely to be sustainable over the medium term assuming a move towards providing improved services and becoming more customer oriented. The Target should enjoy a five year "tax holiday" which consists of three years full tax holiday and then a tax holiday proportionate to the foreign shareholding for the following two years.

Comparable Operators

UBS has positioned the Target against a number of Western and European emerging market operators in order to develop appropriate benchmarks to assess the operations and the financials of Telekom Srbija.

Teledensity in Serbia stood at 21% at the end of 1996 with a total of 2.1 million lines of which 0.7 million party lines. Digitalisation is estimated at 25% at the end of 1996. The network is in need of substantial modernisation and upgrading since the quality of service is low by international standards.

According to the proposed staffing level of 13,394 employees, the Target compares well in terms of efficiency measures to benchmarks, although the quality of the current personnel is unknown.

Exhibit 2: SWOT Analysis

Strengths	Weaknesses
• High penetration • High personnel efficiency • Exclusivity until 2006 • Capex financing through municipality lines • Favourable tax environment • Low debt	• Low GDP per capita, not likely to "catch up" rapidly • Low utilisation / revenue per line • Low quality of networks ("unsuccessful calls")

Opportunities	Threats
• High growth potential of telecoms services • Development of mobile telephony • Potential currency appreciation for foreign investors	• Political and economic environment • Slow economic recovery could hinder telecoms growth • Ambitious roll out plan in relation to GDP level

Summary Business Plan Projections

UBS has prepared the Business Plan on the basis of the results of the Target in the assessment phase. The UBS Business Plan reaches the same 2006 penetration target envisaged by the Government (40%). In addition, UBS has taken into consideration the need to prepare the Target for competition by the end of the exclusivity period by implementing a tariff structure and a cost base comparable to those companies operating in a competitive environment. Exhibit 3 and Exhibit 4 show in summary the projected revenues, EBITDA levels and capital expenditures ("capex") of the UBS Business Plan which has been agreed in detail with STET/Telecom Italia. However, UBS relied entirely upon Telecom Italia in respect to the technical requirements and the size of the investment commitments.

Exhibit 3: Revenue Projections

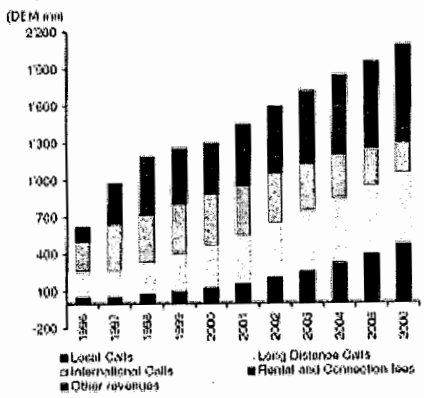
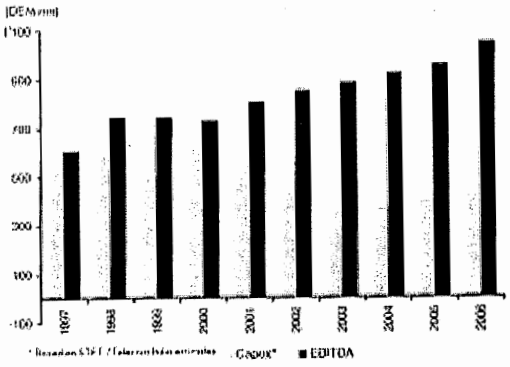


Exhibit 4: EBITDA and Capex Projections



Summary Consensus Value

UBS has defined the Consensus Firm Value on the basis of three valuation methodologies:

The DCF Value calculates the intrinsic value of the Target reflecting country and company specific assumptions but with no consideration whatsoever neither for factors relating to management and/or operating control nor for any factor related to the bidding environment.

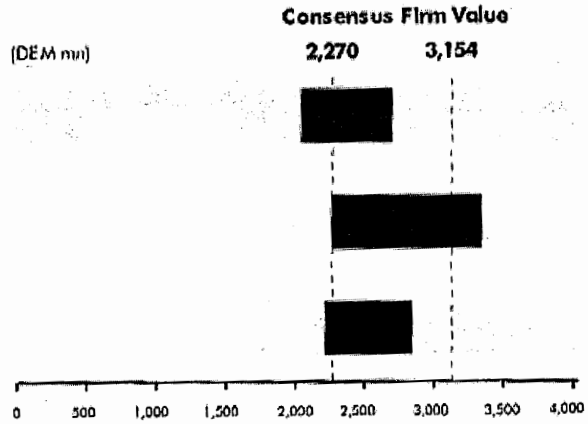
The Transaction Value reflects comparable transactions in the region adjusted to take into account different levels of GDP per capita and revenues per line from those prevailing in Serbia. The implied value derived from the transaction multiples includes both fixed and mobile operations as well as a strategic premium for (operating) control and for having to bid in a competitive situation. We believe the Matáv and the SPT Telecom transactions to be the most comparable to Telekom Srbija whereas Matáv II is less comparable as it was not a stand-alone transaction. In our opinion, the most appropriate valuation multiples are those based on value per access line and per unit of population attained in comparable transactions as they are less likely to be distorted by company specific factors such as multiples based on revenues, EBITDA and EBIT.

The Equity Market Value is based on the NPV of a hypothetical IPO in year 2005 and the dividends paid in the meantime. This valuation is primarily a sanity check for the previous methodologies since it relates to the price that financial (equity) investors are likely to pay for

the Target once floated. We would expect the Equity Market Value of Telekom Srbija to be at a discount to the one calculated applying transaction multiples.

UBS estimates the Firm Value for 100% of Telekom Srbija including a strategic premium for operating control to be in between DEM 2.3 and 3.2 billion (USD 678 - 942 per line, USD 142 - 198 per pop) for both the existing fixed telephony operations and a newly issued GSM license. The low end of the Consensus Value of Telekom Srbija stands at a 10% premium to the lower end of the DCF range and the high end of the Consensus Value stands at a 20% premium to the high end of the DCF range. Such a premium reflects the strategic value to an investor and it is mainly due to operating control of the Target.

Exhibit 5: Telekom Srbija Fixed and Mobile Telephony Valuation



Discounted Cash Flow Value
- DEM 2,064 - 2,629 million
- Value per line USD 671 - 855
- Value per pop USD 129 - 165

Implied Strategic Transaction Value
- DEM 2,240 - 3,350 million
- Value per line USD 729 - 1,090
- Value per pop USD 140 - 210

Discounted Future Equity Market Value
- DEM 2,188 - 2,776 million
- Value per line USD 712 - 903
- Value per pop USD 137 - 174

The UBS Consensus Valuation (Firm Value) compares with the most relevant strategic sales of telecommunications companies in the region as follows:

Exhibit 6: Telekom Srbija Valuation Relative to Other Strategic Transactions

Firm Value	Telekom Srbija		Matáv 1	SPT	Matáv 2
	1996	1997 E		Telecom	
Per line (USD)	810	719	2,118	1,802	1,728
Per pop (USD)	170	170	321	376	311
Sales multiple	4.4x	2.8x	3.9x	6.8x	2.9x
EBITDA multiple	7.1x	4.6x	n/a	12.9x	7.9x
EBIT multiple	10.6x	36.2x	20.8x	16.2x	13.6x

Note: - Telekom Srbija Valuation is at the mid point of the Consensus Range at DEM 2.7 bn
- In order to determine the Implied Transaction Value of Telekom Srbija these other strategic transaction multiples have been adjusted for economic, regulatory and transaction related issues
- The 1997 EBIT multiple is distorted due to the high depreciation charge of tangible assets in the opening balance sheet

Shareholder Value

UBS estimates the market value of existing Net Debt as per Transaction Date at DEM 64 million leading to a Consensus Shareholder Value of Telekom Srbija between DEM 2.2 and 3.1 billion.

We understand that Strategic Investor will be granted a Management Contract with a fee of 3% of revenues for 8 years (MF). This will create a net value gain for Strategic Investor as 100% of the MF is received as opposed to just 49% of the value reduction of the Target as demonstrated in Exhibit 7.

Exhibit 7: Management Fee and Consensus Shareholder Value to Strategic Investor

DEM, mn	Low	Mid-point	High
Consensus Value (Firm Value)	**2,270**	**2,712**	**3,154**
Less: Market value of net debt*	(64)	(64)	(64)
Shareholder Value (100%)	**2,206**	**2,648**	**3,090**
Less: MF impact (DCF calculation)	(169)	(176)	(183)
Shareholder Value w/MF	**2,037**	**2,472**	**2,907**
Shareholder Value (49%)	**998**	**1,211**	**1,425**
Add: NPV of Management Fee	191	191	191
Shareholder Value to the Strategic Investor	**1,181**	**1,402**	**1,616**

*net debt as of due diligence data room

On the basis of low and high shareholder values and including the effect of a Management Fee, the resulting implied IRR to the Strategic Investor is between 19 and 20 per cent.

Conclusion

Telekom Srbija offers an attractive investment opportunity for STET/Telecom Italia including features such as a fast growing market, a favourable regulatory framework, full operating control and solid financials. Furthermore, the management fee provides for a relatively secure income in addition to dividends. However, the Serbian local environment and the transaction process followed so far bear a certain level of risk. This risk level is adequately factored in the high discount rate employed in the valuation. In addition, the implied resulting transaction multiples are relatively low when compared to other telecommunications strategic sales in the region. Therefore, we would recommend STET/Telecom Italia to pitch its offer within the Consensus Shareholders Value range (including management fee) of DEM 2.0 to 2.9 billion.

3. BUSINESS PLAN PROJECTIONS

3.1 Business Plan Structure

The main features of the business plan and the underlying assumptions made by UBS for the valuation of Serbia Telecom and of a new GSM license are shown below.

Fixed Telephony	**Mobile Services**
Revenues	Revenues
- Line and Subscriber Growth	- Market Penetration
- Tariff Projections	- Market Share
- Implied Price Cap	- Subscribers
- Estimate of Current Minutes	- Revenue per Subscriber
- Usage of Incremental Subscribers	Operating Cost
- Minutes per line	Operating Results
- Traffic Revenues	Capital Expenditure
- Rental and Connection Fees	Free Cash Flow
- Others Revenues and International Net Settlements	
- Revenues as % of GDP	
Operating Costs	
- Labour Costs	
- Other Operating Costs	
- Depreciation	
Operating Profits	
Capital Expenditure	
Free Cash Flow	

Information was provided mainly by the limited due diligence conducted on 5-7 May 1997. In addition, information was delivered in draft form by PTT on January, 20th 1997 as well on February, 17th and on April, 4th 1997. UBS has not been in a position to verify the accuracy and consistency neither of the financial and operational data provided by PTT or for the pro-forma accounts (which are not audited). It should be noted that the principles of separation of the post and telecom operations have been agreed, but the transfer of assets and personnel in the newly created shell company has not yet taken place. Therefore, several key financial statistics for the Business Plan are estimates.

The Fixed Network Revenue model is based on DEM real figures, where as the DCF applies DEM nominal figures. Real figures are necessary to forecast revenues as the customers' price elasticity is based on real changes of tariffs only. DEM is chosen as the valuation currency in order to avoid uncertainties related to the assessment of the Serbian inflation.

For currency translations a YUD/DEM exchange rate of 3.9 is used throughout the forecasting period.

DOCUMENTO 5

SEGRETO
DECLASSIFICATO
SEDUTA 21/01/04

ROMA, 27/11/2002
PROT. N° 299 /TKS

Progetto PTT Serbia
- Note preliminari sulla Valutazione -

SEDUTA 07/04/04
RISERVATO
DECLASSIFICATO

DOC. N. 65/52

- **Premessa**

Dai recenti incontri tenuti in Belgrado con la controparte (PTT, Governo serbo e gli advisors NatWest, Price Waterhouse, Cesmecon) sono emersi ulteriori elementi che consentono un primo riesame del processo valutativo in corso.

Si premette che il rapporto UBS (con il relativo business Plan), che dovrebbe costituire la base di riferimento per un ultimo confronto con la controparte, è previsto per Giovedì 6 marzo p.v..

- **Principali ipotesi di scenario.**

Gli incontri di Belgrado hanno permesso una definizione di massima delle *key assumptions* sottostanti la valutazione che devono quindi riflettersi nel M.O.U. (in intesi):

- scissione dal PTT del ramo telefonico
- concessione di una licenza in esclusiva per la durata di 10 anni; [1]
- concessione di una licenza Mobile GSM (secondo operatore);
- *concession fee* pari al 2% dei ricavi netti;
- ente regolatore indipendente;
- ribilanciamento tariffario in un contesto regolatorio di price-cap RPI+x (almeno per un periodo idoneo a riallineare le tariffe verso gli standard internazionali);
- disponibilità dei soci a sottoscrivere pro-quota i futuri aumenti di capitale (pari al 40%/50% del fabbisogno netto);
- assenza di debiti e passività potenziali nella *Newco*;
- assenza di vincoli o tasse nel rimpatrio dei dividendi;
- *tax holiday* di 5 anni.
- poteri di indirizzo e controllo per il socio entrante

Le ulteriori informazioni sulla società ottenute, sono al momento in fase di revisione critica da parte del gruppo di lavoro TELECOM/STET ed UBS. Tali assunzioni, che sottendono la valutazione di NAT WEST, rilevano tuttavia alcune criticità (v. più avanti) in grado di modificare significativamente il processo di stima del valore. Con riferimento invece al quadro macroeconomico si è deciso di adottare la stima di crescita del PIL prodotta dalla controparte.

[1] Il modello di valutazione UBS limita prudenzialmente tale estensione a 8 anni.

- **Lo stato dell'arte e cronologia.**

Ad oggi sono state elaborate le seguenti ipotesi di valore (i dati qui sotto riportati escludono tuttavia la valorizzazione della licenza mobile):

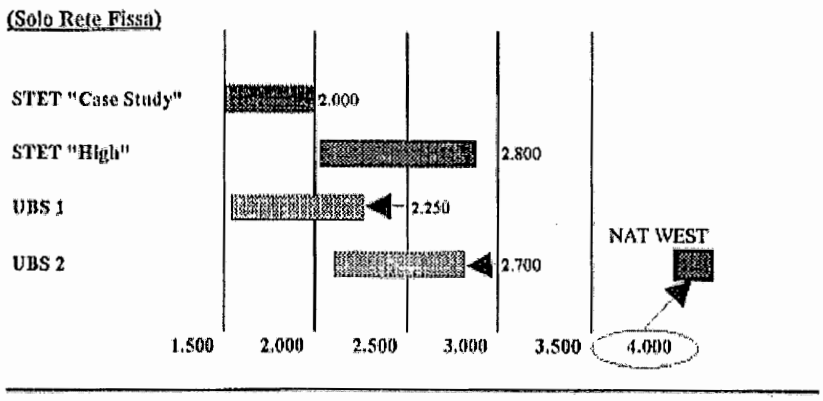
Stet "Case Study": ipotesi originale elaborata sulla scorta delle scarse informazioni possedute e quindi sostanzialmente ispirata ad un benchmarking internazionale (tale piano è in possesso della parte serba).

Stet "High Case": tale elaborazione adottava un approccio *bottom up* volto ad costituire nel tempo un operatore efficiente con riferimento agli standard internazionali ed anche uno sviluppo delle TLC verso in termini di tariffe e traffici quasi in linea con il prossimo futuro dell'europa continentale. Il risultato in termini di spesa telefonica risulta tuttavia insostenibile, qualora confrontato con le previsioni di sviluppo del paese (la spesa per TLC di lungo periodo risulterebbe pari al 6% del PIL contro un valore massimo di riferimento nell'intorno del 3/3.5% oggi riscontrabile p.es in USA, Australia e Singapore).

UBS 1: Ipotesi elaborata sulla scorta del piano STET è stata discussa a Belgrado con la consulenza NAT WEST.. Tale versione adotta un approccio *top down* al fine ultimo fine di mantenere la spesa per TLC nell'ordine del 3% del PIL. Ne deriva quindi un contributo marginale della nuova utenza al fatturato decisamente decrescente implicando uno sviluppo della domanda interna per servizi di TLC di profilo non elevato.

UBS 2: Tale versione accoglie alcune delle indicazioni acquisite a Belgrado (v. più avanti - Posizione STET).

NAT WEST: *(Controparte)* (v. più avanti - Ipotesi della controparte).



L'incidenza della valutazione del GSM appare contenuta trattandosi di una licenza piuttosto che di un gestore operativo. Per quest'ultima è stata concordata, in linea di massima anche con Nat West, una necessaria coerenza, in termini di *prezzo per pop*, con le transazioni recentemente avvenute in paesi confrontabili. *Tale valutazione dovrebbe dunque collocarsi in un range compreso tra i 40 e 100 milioni di DM.* Questa componente potrà, peraltro, concedere una maggiore elasticità alla nostra offerta finale complessiva.

- **Ipotesi della controparte.**

Il prezzo proposto dalla controparte (4.000 DM), sottende alcune ipotesi aggressive che di seguito vengono sinteticamente elencate :

1) azzeramento nei prossimi 2 anni di una sostanziale lista d'attesa (850.000 unità 45% del parco clienti in essere) teoricamente caratterizzata da un'elevata capacità di spesa per l'allacciamento (865 DM per i clienti residenziali pari al 35% del reddito pro-capite).
2) costo medio per linea assai contenuto, 900 Usd per le nuove installazioni e 230 Usd per le sostituzioni.
3) Apparentemente la parte serba (PTT) considera di mantenere un livello di costi notevolmente più basso rispetto agli standard internazionali.
4) piena valorizzazione sul fatturato del possibile futuro apprezzamento del *del dinaro* rispetto al marco.

Si presume peraltro che il prezzo proposto dalla controparte faccia altresì riferimento a precedenti transazioni di mercato ancorchè non rettificate per tenere conto della contenuta ricchezza del paese (v. più avanti - valutazioni alternative).

- **Posizione STET.**

1) *Lista d'attesa*: lo scenario proposto suggerisce consistenti perplessità, esso implica un incremento del giro d'affari nel 1997 ben superiore al 100% e dunque il raggiungere rapidamente le dimensioni di SPT o MATAV (che operano tuttavia in paesi caratterizzati da una ricchezza sostanzialmente maggiore). Si ritiene infatti la lista d'attesa storica un indicatore di scarsa significatività della domanda potenziale e della effettiva disponibilità a pagare specie, come nel caso in oggetto, se si prevede di raggiungere una utenza marginale caratterizzata da una ridotta propensione al consumo (il ricavo medio per linea di lungo periodo si mantiene inferiore a 250$ nonostante il piano UBS2 assuma un livello di spesa TLC sul PIL al 2006 pari al 4% circa).
Tale risultato evidenzia in ultima analisi come il target del 38% di penetrazione telefonica di lungo periodo richiesto dalla controparte serba possa essere considerato aggressivo e quindi di non facile realizzazione stante il contenuto livello di ricchezza del paese

Si prevede quindi di contenere l'effetto sul valore derivante dalla cancellazione della lista d'attesa almeno al 60%.

2) *Piano investitorio*: la spesa media per linea (Incr.+sost. pari a circa 750/850 Usd) suggerita dalla controparte è inaccettabile in un'ottica di ricostruzione ed ammodernamento del network. Qualora si decida di implementare un piano idoneo a ricostruire e modernizzare la stessa architettura rete ed i sistemi di gestione, la spesa media risulterà decisamente più elevata: in media almeno pari a 1.100$/linea (con riferimento ai i primi esercizi , si stima un valore nell'intorno di 1.800-1500 $/linea Incr.+sost.).

3) *Costi*: NAT WEST accoglie le istanze STET/UBS circa la necessità di allineare la costistica agli standards internazionali (l'attuale basso livello dei costi è in buona sostanza imputabile sia alla pochezza del portafoglio prodotti sia alla minima qualità offerta). Tuttavia, la dinamica assunta dalla controparte al fine del riequilibrio (8 anni) è eccessivamente lenta e dunque non coincide con l'ipotesi di ristrutturazione societaria assunta da STET.
Si rileva peraltro che, stante il basso profilo dei ricavi medi per linea di lungo periodo il livello complessivo dei costi permane anche nelle proiezioni UBS necessariamente contenuto (inferiore a 120$/linea) implicando quindi un grado di efficienza assai elevato.

3) *Rivalutazione monetaria*: stimare ed accogliere una rivalutazione di lungo periodo è assai arduo e rischioso. Peraltro si ritiene che almeno nel breve-medio termine un qualche recupero si possa verificare (effettivamente parte del calo di ricchezza del paese può essere ascrivibile a fenomeni monetari contingenti). In quest'ambito, in fase negoziale, si possono accogliere alcune delle istanze della controparte tuttavia con adeguamento parziale in termini di tempo e solo con riferimento ai fenomeni

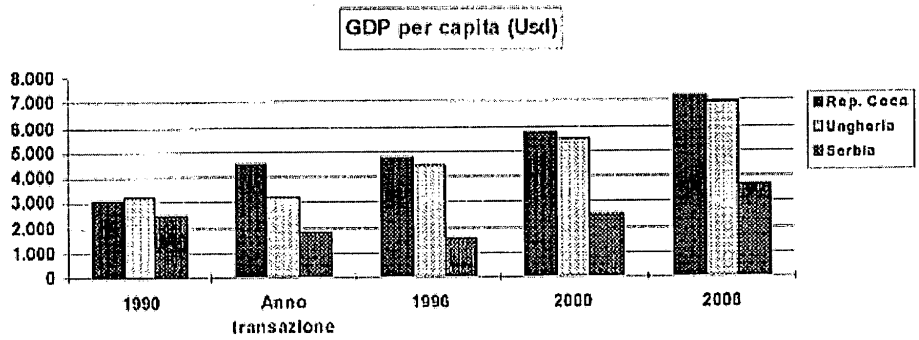
economici interessati dal cambio (quota importata degli investimenti) o conversione in valuta forte dei dividendi. In sintesi, il valore potenziale di tale fattore può essere al più valutato nell'intorno di 300 mil. DM.

- **Valutazioni alternative.**

Di fatto, il confronto con le transazioni paragonabili (*Private Market*) e con le attuali quotazioni di borsa delle società telefoniche (*Public Market*) è un indicatoree importante nella definizione del prezzo della transazione.

Risulta peraltro fondamentale analizzare le transazioni precedenti in maniera critica al fine di rendere il confronto omogeneeo. In altri termini il confronto (p.es. in termini di valore per linea) deve opportunamente considerare il livello di ricchezza del paese in oggetto di valutazione.
La nostra analisi tende quindi a correggere i dati del confronto sulla base del più contenuto PIL pro-capite del paese (sebbene aggiustato in funzione di una aspettativa di crescita superiore alla media) che, in ultima analisi, si riflette nella capacità di spesa aggregata della base clienti.

Nonostante il un notevole recupero (è qui incluso anche l'effetto monetario), l'economia serba permane infatti profondamente più povera rispetto al benchmark di riferimento.



La tabella seguente indica il prezzo derivante dall'analisi di transazioni precedenti opportunamente corrette. In ultima analisi ne deriva un prezzo medio per linea pari a circa 850/920 $/linea che implica una valorizzazione del business nell'intorno di 2.600/3.000 milioni DM (incluso il mobile, poichè tale area di business era parte integrante delle transazioni in oggetto di confronto). Il delta rispetto alla valutazione elaborata sul piano UBS è verosimilmente ascrivibile al contesto competitivo delle transazioni ceche ed ungheresi. Di fatto, i business plan relativi a tali gare erano assai più aggressivi implicando una spesa telefonica sul PIL ben superiore al 3,5%-4,0% proposto dalla consulenza.

Private Market

	Società	GDP pc	Valore/ linea	Valore/ linea *corretto* (2)	= Firm Value PTT Serbo
		usd	*usd*	*usd*	*(DM Mil.)*
Ungheria (1993) (1)	MATAV 1	3.200	2.100	992	3.015
Ungheria (1995)	MATAV 2	4.270	1.700	803	2.518
Rep. Ceca (1995)	SPT	4.500	1.800	825	2.587
Valori medi		3.990	1.867	873	2.738
Serbia *UBS 2 (BASE)*	PTT	1.770	822	822	2.500

(1) In Ungheria la transazione è stata completata in 2 tranches a due prezzi differenti.
La seconda tranche ha comportato altresì l'acquisto del controllo.
(Il valore non è depurato del Tax holiday concesso a Matav).
(2) La correzione è forward looking = tiene anche conto del superiore tasso di crescita del PIL serbo.

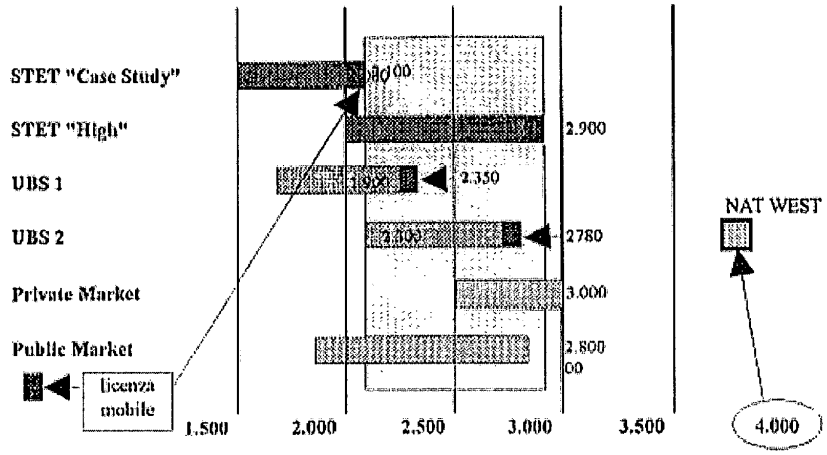
Di seguito si presentano invece i valori per linea derivanti dalle quotazioni borsistiche di operatori "non maturi" e quindi ritenuti più adatti per un confronto con la Newco in termini di prospettive di crescita. L'analisi suggerisce una valorizzazione ricompresa tra 1.800 e 2.800 milioni di DM

Public Market

(valori in Usd)	GDP/pc	densità	Valore/ linea	Valore/ linea Corretto	= Firm Value Corretto
	usd		usd	usd	*(DM mil.)*
SPT (Rep. Ceca)	4.476	21%	1.560	617	1.875
Matav	4.675	28%	1.620	613	1.865
Telefonica Argentina	8.201	21%	2.545	549	1.670
Telecom Argentina	6.971	18%	2.330	592	1.798
Telmex	4.202	11%	2.160	910	2.766
CANTV (Venezuela)	3.400	12%	1.650	859	2.611
Telebras	4.365	10%	2.500	1.014	3.082
CTC	4.768	15%	3.700	1.373	4.175
Telefonica Peru	2.436	6%	4.290	3.117	9.476
Media	4.833	16%	2.484	1.072	3.258
Media Escl. Perù	5.132	17%	2.258	816	2.480
Serbia PTT/ UBS 2 (3)	1.770	21%	822	822	2.500

Fonte dei Dati : Stat/DSS; JPM Equity; UBS

L'area di probabile consenso si posizionerebbe quindi nell'intorno di 2.000-2.800 milioni di DM per la rete fissa ovvero al più 2.100-2.900 milioni di DM incluso la licenza per il secondo operatore.



- **Struttura della transazione.**

Apparentemente, la società sembra mantenere una produzione di cassa di elevatissimo profilo che sembra escludere, la necessità di future capitalizzazioni della *Newco*.
Si premette che tale condizione è anomala nel contesto di un piano di ristrutturazione. In effetti, nonostante la riduzione dell'introito relativo al contributo impianto (-40% rispetto all'ipotesi NATWEST) il fatturato 1997 è previsto nell'intorno di 1.130 milioni DM implicando una crescita rispetto al 1996 (637 mil. DM) superiore al 75%.

La proiezione sul 1997 (che comunque accoglie molte delle ipotesi del PTT), è evidentemente critica al fine della determinazione del valore in quanto non vi è soluzione di continuità rispetto al passato sul lato ricavi nè si ha una effettiva confidenza circa il livello di costi della società scissa.

In quest'ambito sarebbe opportuno (anche nell'assunto di una scarsa disponibilità da parte del Governo serbo a partecipare alle eventuali future capitalizzazioni come previsto nell'annesso del M.o.U.), investigare circa la realizzabilità di scenari alternativi idonei a:

a) meglio tutelare il socio entrante in caso di acquisto a prezzi elevati (parte alta del range: 2.500-2.900) e quindi giustificabili da un 1997 di alto profilo;
b) garantire i fondi necessari allo sviluppo in caso di fabbisogni di cassa non previsti.

Il punto sub a) può essere soddisfatto negoziando un pagamento dilazionato dove sul prezzo unitario della seconda tranche della transazione viene scaricato il differenziale eventualmente ascrivibile ad una performance societaria, in termini di ricavi o MOL, inferiore alle attese insite nel business plan del compratore.

Il punto sub b) può trovare soluzione nell'intesa (qualora si verifichino fabbisogni di cassa non coperti da altre fonti di finaziamento) di finalizzare l'acquisto tramite la

corresponsione della seconda tranche in forma di aumento di capitale riservato nella società. Tale proposta trova fondamento nell'assunto dell'insufficienza (o dell'estrema onerosità) del mercato del debito per la Serbia.
In quest'ambito, si ricorda che STET diede originariamente la propria disponibilità a ricercare sui mercati internazionali i fondi, a titolo di debito, necessari al fine di finanziare lo sviluppo. Evidentemente qualora STET accettasse di garantire il debito contratto dalla società, tale garanzia, ai fini della valutazione, verrebbe in buona sostanza assimilata al capitale di rischio e quindi ad un incremento di prezzo.

In tale contesto , STET considera come tasso di soglia minimo per il ritorno sul capitale azionario un I.R.R. nell'intorno del 18%.

Si ricorda infine che per la definizione delle condizioni minime relative alla licenza ed alla regolamentazione tariffaria da inserire nell'annesso al M.O.U. è opportuno coinvolgere esperti legali nel campo regolatorio (la controparte si è predisposta allo scopo).