

Προς
το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.

20 Σεπτεμβρίου 2004

**Εκθεση Ορκωτού Ελεγκτή για τους Σκοπούς των Άρθρων 321 και 327 του
Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Απόφαση Ε.Κ. 1/304/10.06.2004,
ΦΕΚ Β' 900/16.06.2004)**

Ακολουθεί συνοπτική παράθεση της έκθεσης ορκωτού ελεγκτή-λογιστή σχετικά με την
προτεινόμενη συγχώνευση δια απορροφήσεως της:

Ανώνυμης εταιρίας “ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.” (εφεξής “ΕΕ” ή “η
Απορροφώμενη”) σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 68 παρ. 2, 69-70 και 72-77 Κ.Ν.
2190/1920 σε συνδυασμό με το άρθρο 16 παρ. 5 & παρ. 18 ν. 2515/1997, 1-5 ν. 2166/1993 και
327 επ. του Κανονισμού Χρηματιστηρίου Αθηνών, ως ισχύουν,

δια απορροφήσεως από την ανώνυμη τραπεζική εταιρία “ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ
ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.” (εφεξής “ΕΜΤΕ” ή “Απορροφώσα”),

στα πλαίσια της από κοινού, δια ενιαίας πράξεως και εκ παραλλήλου προς τα ανωτέρω,
συγχωνεύσεως της ΕΜΤΕ δια απορροφήσεως των θυγατρικών της: “ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.”, “ΕΜΠΟΡΙΚΗ FACTORING Α.Ε. ΠΡΑΚΤΟΡΕΙΑΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ” και “ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ
ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε. ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ”

1. Εισαγωγή

Σε εκτέλεση της, από 24ης Ιουνίου 2004, εντολής του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΕ προς ημάς, προβήκαμε:

- α. στη διαπίστωση της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της Απορροφώμενης,
- β. τον έλεγχο του από 15ης Ιουλίου 2004 Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης, και
- γ. στη διατύπωση της κατ' άρθρο 16 παρ. 5 ν. 2515/1997 γνώμης ως προς το εύλογο και δίκαιο της προτεινόμενης από το Διοικητικό Συμβούλιο της Απορροφώσας σχέσης ανταλλαγής μετοχών της ίδιας προς μετοχές της Απορροφώμενης (Fairness Opinion).

Αναφορικά με την υπό στοιχείο (γ) εργασία, διενεργήσαμε αποτίμηση των EMTE και ΕΕ (εφεξής, από κοινού οι “Εταιρίες”), με σκοπό τον προσδιορισμό ενός εύρους λογικών και δικαίων σχέσεων αξιών και κατ' ακολουθία λόγων ανταλλαγής μετοχών, τα συμπεράσματα της οποίας εκτίθενται ακολούθως.

Ειδικότερα:

Στα πλαίσια της εργασίας αποτίμησης, εξετάσαμε τα συγκριτικά οικονομικά μεγέθη των Εταιριών και, μεταξύ άλλων:

- α. τις συνθήκες και τους όρους της προτεινόμενης συγχώνευσης με απορρόφηση,
- β. τις ανταγωνιστικές και μακροοικονομικές συνθήκες των κλάδων στους οποίους οι Εταιρίες δραστηριοποιούνται,
- γ. τους κυριότερους παράγοντες και τις σχετικές τάσεις που επηρέασαν τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία και μεγέθη των Εταιριών,
- δ. την οικονομική θέση των Εταιριών κατά την ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού, ήτοι κατά την 31^η Μαΐου 2004,
- ε. στοιχεία από δημοσιευμένες ή μη πηγές, καθώς και πληροφορίες που οι Διοικήσεις των Εταιριών μας χορήγησαν,
- στ. στοιχεία που προέκυψαν από συζητήσεις που είχαμε με στελέχη των Εταιριών σχετικά με τη θέση και τις προοπτικές τους στους κλάδους στους οποίους οι Εταιρίες δραστηριοποιούνται,

- ζ. τους οικονομικούς όρους αναλόγων πρόσφατων εξαγορών και συγχωνεύσεων εταιριών που δραστηριοποιούνται στους αυτούς κλάδους με τις Εταιρίες,
- η. τη χρηματιστηριακή πορεία και κεφαλαιοποίηση των Εταιριών στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά τους 12 τελευταίους μήνες,
- θ. λοιπές πληροφορίες, μελέτες και αναλύσεις, καθώς και χρηματοοικονομικούς και χρηματιστηριακούς δείκτες που θεωρήσαμε σχετικούς και κατάλληλους για τους σκοπούς της γνωμοδότησής μας.

2. Μέθοδοι αποτίμησης

Οι αποτιμήσεις διενεργήθηκαν σύμφωνα με τις γενικώς παραδεκτές αρχές και μεθόδους που ακολουθούνται διεθνώς και το τελικό αποτέλεσμα εξήχθηκε, αφού λήφθηκε υπόψη ο βαθμός καταλληλότητας της κάθε μεθόδου. Τόσο η καταλληλότητα των μεθόδων που υιοθετήθηκαν για την συγκεκριμένη περίπτωση όσο και η βαρύτητα που αποδόθηκε σε κάθε μία από αυτές είναι οι ενδεδειγμένες και λογικές για την προκειμένη περίπτωση.

Η έκθεση γνώμης για το λογικό και δίκαιο των σχέσεων αξιών βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία, καθώς και σε λοιπές πληροφορίες και στοιχεία που οι Διοικήσεις των Εταιριών έθεσαν υπόψη μας και βεβαίωσαν περί της ακριβείας και πληρότητάς τους.

Ειδικότερα, εφαρμόστηκαν, κατά περίπτωση, οι κατωτέρω διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης:

α) Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)	EMTE και EE
β) Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης	EE
γ) Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων	EMTE
δ) Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	EMTE και EE
ε) Συγκρίσιμων Συναλλαγών	EMTE και EE

Αναφορικά με την συγχώνευση της EE δια απορροφήσεως από την EMTE, παραλείφθηκε, κατά τη διεθνή πρακτική, η υπό στοιχείο (γ) μέθοδος της Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων για την αποτίμηση της EE, και η υπό στοιχείο (β) μέθοδος της Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης για την αποτίμηση της EMTE. Όσον αφορά τον προσδιορισμό, κατά μέθοδο, των σχετικών αξιών ανάμεσα στις δύο Εταιρίες, συγκρίθηκαν τα αποτελέσματα της μεθόδου Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών της EMTE με την Αναμορφωμένη Καθαρή Θέση της EE, τα αποτελέσματα της μεθόδου Χρηματιστηριακής Αξίας της EMTE με τα αποτελέσματα της μεθόδου Χρηματιστηριακής Αξίας της EE, τα αποτελέσματα της μεθόδου Δεικτών Κεφαλαιαγοράς της EMTE με τα αποτελέσματα της μεθόδου Δεικτών Κεφαλαιαγοράς της EE και τα αποτελέσματα της μεθόδου Συγκρίσιμων

Συναλλαγών της EMTE με τα αποτελέσματα της μεθόδου Συγκρίσιμων Συναλλαγών της ΕΕ

Δυσχέρειες ή δυσκολίες κατά την εκτίμηση της αξίας των συγχωνευομένων Εταιριών με τις ανωτέρω αναφερόμενες μεθόδους δεν προέκυψαν.

Κατά την αποτίμηση των εταιριών δεν ελήφθησαν υπόψη οι πιθανές συνέργιες που ενδεχομένως θα προκύψουν από τη συγχώνευση. Οι δύο εταιρίες αποτιμήθηκαν με την παραδοχή ότι θα συνεχίσουν να λειτουργούν ανεξάρτητα και απρόσκοπτα στο μέλλον ως έχουν και ευρίσκονται (stand alone and going concern basis).

Η αποτίμηση των προς συγχώνευση Εταιριών αφορά στο σύνολο του εκδοθέντος, στις 31 Μαΐου 2004, μετοχικού τους κεφαλαίου, που ανήρχετο σε 85.931.676 και 36.035.000 κοινές ονομαστικές μετοχές, για την EMTE και την ΕΕ, αντίστοιχα.

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

2.1. Χρηματιστηριακή Αξία (Κεφαλαιοποίηση)

Για τον προσδιορισμό εύρους αξιών για την εκάστη εταιρία ξεχωριστά, αλλά και του εύρους σχέσεων αξιών ανάμεσα στην EMTE και την ΕΕ, εξετάστηκαν παράλληλα οι χρηματιστηριακές αξίες των εν λόγω εταιριών για διάφορα χρονικά διαστήματα εντός των τελευταίων 12 μηνών και συγκεκριμένα για αυτά των 12, 9, 6, 3 και 1 μήνα έως τις 13 Μαΐου 2003, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση της πρόθεσης συγχώνευσης. Οι χρηματιστηριακές αξίες των εταιριών και οι αντιστοίχως προκύπτουσες σχέσεις αξιών κατά το χρονικό διάστημα μετά την ανωτέρω ημερομηνία δεν ελήφθησαν υπόψη στην έκθεση μας αφού αυτές είναι λογικό να έχουν επηρεαστεί από την πρόσφατη ανακοίνωση.

2.2. Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών / Μερισμάτων

Η αποτίμησή της EMTE βασίσθηκε στο Επιχειρηματικό Σχέδιο της Διοίκησης, για την περίοδο 2004 έως 2007. Οι προβλέψεις της Διοίκησης εξετάστηκαν, αναμορφώθηκαν και επεκτάθηκαν, ως την περίοδο 2013, από την Grant Thornton A.E. («GT») στο βαθμό που κρίθηκε σκόπιμο, με σκοπό τον προσδιορισμό ενός βασικού σεναρίου αποτίμησης («το Βασικό Σενάριο EMTE»).

Για το σκοπό της αποτίμησης της EMTE σχεδιάστηκε χρηματοοικονομικό μοντέλο προβλέψεων στο οποίο εισήχθησαν οι παραπάνω προβλέψεις και οι σχετικές παραδοχές. Το μοντέλο αυτό υπολογίζει την αξία της εταιρίας ως την παρούσα αξία των μέγιστων μερισμάτων που αυτή θα μπορούσε να διανέμει ετησίως στους μετόχους του.

Το επίπεδο των δυνητικών αυτών μερισμάτων, υπολογίζεται αφού ληφθούν υπόψη οι κανόνες περί κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως αυτοί ορίζονται από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Λήφθηκε επίσης υπόψη η υφιστάμενη στρατηγική θέση της EMTE στην ελληνική αγορά καθώς και οι επικρατούσες συνθήκες και προοπτικές ανάπτυξης του ελληνικού τραπεζικού κλάδου.

Επιπροσθέτως, αξιολογήθηκαν οι βασικές παράμετροι διαμόρφωσης της αξίας της EMTE και εφαρμόστηκε ανάλυση ευαισθησίας (sensitivity analysis) επί του κόστους κεφαλαίου και του επιτοκιακού περιθωρίου για να προσδιορισθεί η επίδραση απόκλισής τους από το Βασικό Σενάριο EMTE επί του αποτελέσματος της αναλύσεως μας. Και στις δύο περιπτώσεις, οι λοιπές παραδοχές διατηρήθηκαν σταθερές σε σχέση με το Βασικό Σενάριο EMTE.

Το Βασικό Σενάριο EMTE αποτίμησης διέπεται από τις παρακάτω κυριότερες παραδοχές:

- Σταδιακή σύγκλιση του συνολικού ύψους της πιστοδοτικής επέκτασης της ελληνικής αγοράς ως ποσοστό του ΑΕΠ, προς το μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης ως το 2013.
- Προοδευτική μεταβολή των μεριδίων αγοράς της EMTE σε συγκεκριμένες κατηγορίες χορηγήσεων κατά την περίοδο 2004-2013.
- Αποκλιμάκωση του μέσου επιτοκιακού περιθωρίου (net interest margin) έως το 2013, σύμφωνα με τα ισχύοντα αντίστοιχα Ευρωπαϊκά περιθώρια.
- Αύξηση των προμηθειών της EMTE κατά τον χρονικό ορίζοντα των προβλέψεων, η οποία συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με τους προβλεπόμενους ρυθμούς αύξησης των χορηγήσεων.
- Διατήρηση των εσόδων από χρηματοοικονομικές πράξεις σε χαμηλά επίπεδα καθ' όλη την περίοδο των προβλέψεων, και στο βαθμό που αυτά μπορεί να θεωρηθούν ως επαναλαμβανόμενα.
- Συγκρατημένη αύξηση των λειτουργικών εξόδων, η οποία απεικονίζει μεταξύ άλλων και τις ενέργειες της Διοίκησης αναφορικά με τον λειτουργικό και τεχνολογικό εκσυγχρονισμό της EMTE.
- Σταθερή μακροχρόνια ανάπτυξη της τάξεως του 3% από το 2013 στο διηνεκές.
- Πραγματοποίηση διάφορων αναπροσαρμογών αναφορικά με την επικείμενη εφαρμογή των ΔΛΠ.
- Περαιτέρω άντληση κεφαλαίων από την EMTE μέσω δανεισμού μειωμένης εξασφάλισης και υβριδικών κεφαλαίων.

2.3. Αναμορφωμένη Καθαρή Θέση

Η μέθοδος αυτή είναι στατική, καθώς αντικατοπτρίζει και αποτυπώνει την χρηματοοικονομική διάρθρωση μιας εταιρίας σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Κατά συνέπεια, δεν λαμβάνει υπόψη και δεν συνεκτιμά την δυναμική ανάπτυξης και μελλοντικής κερδοφορίας ενός τραπεζικού οργανισμού. Για το λόγο αυτό δεν χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος αυτή όσον αφορά στην αποτίμηση της EMTE.

Σε αντίθεση με την αποτίμηση ενός τραπεζικού οργανισμού, η μέθοδος της αναμορφωμένης καθαρής θέσης ενδείκνυται για την αποτίμηση εταιριών επενδύσεων

χαρτοφυλακίου. Συνεπώς, το αποτέλεσμα της μεθόδου έχει ιδιαίτερη βαρύτητα στον προσδιορισμό του εύρους απόλυτων αξιών για την ΕΕ, αλλά δεν μπορεί να φέρει καμία βαρύτητα όσον αφορά στον προσδιορισμό των σχετικών αξιών ανάμεσα στην Απορροφώσα και στην Απορροφώμενη.

Στην εφαρμογή της μεθόδου αυτής, λήφθηκαν υπόψη οι τρέχουσες αξίες του χαρτοφυλακίου της ΕΕ κατά την 31/5/04 και την 10/5/04.

2.4. Δείκτες Κεφαλαιαγοράς

Όσον αφορά στην ΕΜΤΕ, εξετάστηκαν οι χρηματιστηριακές αξίες ("ΧΑ") ενός δείγματος 15 Ευρωπαϊκών τραπεζών από 5 διαφορετικές χώρες και 8 Ελληνικών. Η επιλογή του δείγματος έγινε με βάση συνδυασμό κριτηρίων, όπως βαθμός ωρίμανσης και ανάπτυξης της ξένης κεφαλαιαγοράς και οικονομίας, επίπεδο ανάπτυξης και αποδοτικότητας λειτουργίας του τραπεζικού κλάδου στην εκάστοτε αγορά, τα χαρακτηριστικά των τραπεζικών οργανισμών της εκάστοτε κεφαλαιαγοράς όσον αφορά στο μίγμα προϊόντων και υπηρεσιών που προσφέρουν, την ανταγωνιστική θέση που κατέχουν στον κλάδο, το χρονικό διάστημα λειτουργίας τους, τις γεωγραφικές αγορές δραστηριοποίησης τους κλπ.

Με βάση τις παραπάνω χρηματιστηριακές αξίες και δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της χρήσης που έληξε στις 31.12.2003 για τις αντίστοιχες εταιρίες, προσδιορίστηκαν οι παρακάτω δείκτες αξιών: α) ΧΑ προς Καθαρή Θέση (ΧΑ/ΚΘ) και β) ΧΑ προς Κέρδη προ Φόρων (ΧΑ/ΚΠΦ).

Όσον αφορά στην αποτίμηση της ΕΕ, εξετάσθηκαν ο μέσος όρος και ο σταθμισμένος μέσος όρος του δείκτη ΧΑ προς Καθαρή Θέση (αξία χαρτοφυλακίου) 11 Ελληνικών συγκρίσιμων (ως προς τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους), εταιριών επενδύσεων όπως αυτοί διαμορφώθηκαν σε διάφορες ημερομηνίες. Στη συνέχεια, οι δείκτες αυτοί προσαρμόστηκαν στην δημοσιευμένη καθαρή θέση της ΕΕ κατά τις 10/5/2004, 28/5/2004 και 31/5/2004.

Δεν κρίθηκε σκόπιμο να επεκταθεί το δείγμα συγκρίσιμων εταιριών σε εταιρίες επενδύσεων του εξωτερικού εξαιτίας των σημαντικών διαφορών τους με τις ελληνικές εταιρίες επενδύσεων, που εστιάζονται κυρίως: στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου, τις αγορές στις οποίες επενδύουν, τη ρευστότητα, το φορολογικό περιβάλλον, τα επίπεδα των αμοιβών διαχείρισης (management fees), κλπ.

2.5. Συγκρίσιμες Συναλλαγές

Στο πλαίσιο της αποτίμησης της EMTE με τη συγκεκριμένη μέθοδο, εξετάστηκαν πρόσφατες συναλλαγές, δηλαδή αγοραπωλησίες μεγάλων πακέτων μετοχών τραπεζικών οργανισμών (εξαγορές ή συγχωνεύσεις ομίλων και αγοραπωλησίες μειοψηφικών «πακέτων») στο βαθμό που αυτοί μπορούν να θεωρηθούν συγκρίσιμοι με την αποτιμώμενη.

Κατά τη διάρκεια των δύο τελευταίων ετών δεν πραγματοποιήθηκαν τέτοιου είδους συναλλαγές στην Ελληνική τραπεζική αγορά. Η απορρόφηση της ETBA από την Τράπεζα Πειραιώς και οι εξαγορές του μειοψηφικού πακέτου της Τράπεζας Αττικής από το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο και του πλειοψηφικού πακέτου της Γενικής Τράπεζας από τη Γαλλική Société Generale δεν χρησιμοποιήθηκαν για τους σκοπούς της αποτίμησης αφού και η ETBA, η Τράπεζα Αττικής και η Γενική Τράπεζα παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές με την EMTE όσον αφορά στα παρεχόμενα προϊόντα και υπηρεσίες, στον τρόπο λειτουργίας αλλά και στο μέγεθος.

Συνεπώς, η εργασία μας βασίστηκε σε πρόσφατες εξαγορές Ευρωπαϊκών τραπεζών οι οποίες δραστηριοποιούνται σε ανάλογους τομείς, παρέχουν παραπλήσια προϊόντα και υπηρεσίες και έχουν κοινά λειτουργικά χαρακτηριστικά με την EMTE. Το τελικό δείγμα βάσει του οποίου υπολογίστηκαν οι δείκτες αξιών (value multiples) αφορούσε 12 συναλλαγές που έλαβαν χώρα στο διάστημα μεταξύ 2002 και 2003.

Για τους σκοπούς της αποτίμησης της EMTE προσδιορίστηκαν οι παρακάτω δείκτες αξιών: α) Αξία συναλλαγής («ΑΣ») προς Καθαρή Θέση (P/BV) και β) ΑΣ προς Κέρδη μετά Φόρων (P/EAT). Οι προκύπτοντες δείκτες μειώθηκαν, όπου κρίθηκε σκόπιμο, κατά το ποσοστό υπεραξίας εξαγοράς (control premium), όπως αυτό δημοσιεύθηκε ή σε περίπτωση έλλειψης στοιχείων βάσει ενός ποσοστού της τάξεως του 25%, που θεωρείται γενικώς αποδεκτό.

Όσον αφορά στην αποτίμηση της ΕΕ δια της μεθόδου των δεικτών συγκρίσιμων συναλλαγών, εξετάσαμε παρόμοιες συναλλαγές που έλαβαν χώρα μόνο στον Ελληνική αγορά, για λόγους που προαναφέρθηκαν, και ειδικότερα τα premia / discounts στις καθαρές θέσεις των εταιριών που εξαγοράστηκαν.

3. Εύρη λογικών και δίκαιων σχέσεων αξιών και λόγων ανταλλαγής μετοχών

Βάσει των ανωτέρω μεθόδων, προέκυψαν τα ακόλουθα πεδία σχέσης αξιών:

	Ενδεικτικό Εύρος Σχέσης Αξιών	Ενδεικτικό Εύρος Λόγων Ανταλλαγής Μετοχών
Μέθοδος Αποτίμησης	Εμπορική Τράπεζα προς Εμπορική Επενδυτική	Μετοχές Εμπορικής Επενδυτικής προς 1 μετοχή Εμπορικής Τράπεζας
A) Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)	16,28 έως και 24,19 προς 1	6,83 έως και 10,14 προς 1
B) Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων Εμπορικής Τράπεζας προς Αναμορφωμένη Καθαρή Θέση Εμπορικής Επενδύσεων	18,15 έως και 23,09 προς 1	7,61 έως και 9,68 προς 1
Γ) Συγκρίσιμων Συναλλαγών	11,94 έως και 34,53 προς 1	5,01 έως και 14,48 προς 1
Δ) Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	11,59 έως και 25,52 προς 1	4,86 έως και 10,70 προς 1

Σταθμίζοντας την αποτίμηση εκάστης Εταιρίας αναλόγως της καταλληλότητας εκάστης μεθόδου και, συγκεκριμένα, δίνοντας ιδιαίτερη βαρύτητα στις υπό στοιχεία (γ) και (α) μεθόδους της Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων και Χρηματιστηριακής Αξίας (ως προς την Απορροφώσα), και τις υπό στοιχεία (β) και (α) μεθόδους της Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης και Χρηματιστηριακής Αξίας αντιστοίχως (ως προς την Απορροφώμενη), προέκυψε ένα εύρος σχέσης αξιών μεταξύ της ΕΜΤΕ και της ΕΕ και, αντιστοίχως, ένα εύρος λόγων ανταλλαγής μετοχών της ΕΕ προς μετοχές της ΕΜΤΕ, ως ακολούθως:

- 16,76 έως 23,03 προς 1 (ΕΜΠΟΡΙΚΗ Τράπεζα προς ΕΜΠΟΡΙΚΗ Επενδυτική)
- 7,03 έως 9,66 προς 1 (μετοχές ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ Επενδυτικής προς 1 μετοχή ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ Τράπεζας)

4. Συμπεράσματα

Τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών, σύμφωνα με το, από 15^{ης} Ιουλίου 2004, εγκριθέν και υπογραφέν Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης, προτείνουν την ακόλουθη σχέση ανταλλαγής των μετοχών:

- α) Κάθε μέτοχος της Απορροφώμενης (πλην της Απορροφώσας) θα ανταλλάσσει 7,807 (εφτά και οχτακόσια εφτά χιλιοστά) κοινές ονομαστικές μετά ψήφου μετοχές ονομαστικής αξίας € 2,94 που κατέχει στην Απορροφώμενη, με 1 (μία) κοινή ονομαστική μετά ψήφου μετοχή της Απορροφώσας νέας ονομαστικής αξίας € 5,50 εκάστη.
- β) Μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, οι μέτοχοι της Απορροφώσας θα συνεχίσουν να κατέχουν τον αυτό, όπως και προ της συγχωνεύσεως, αριθμό μετοχών της Απορροφώσας, νέας ονομαστικής αξίας € 5,50 εκάστη.

Τυχόν προκύπτοντα κλασματικά υπόλοιπα θα τακτοποιηθούν δυνάμει σχετικής απόφασης κατ' εξουσιοδότηση της Γενικής Συνέλευσης.

Κατά τη γνώμη μας, η προτεινόμενη από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών σχέση αξιών:

Απορροφώσα (EMTE) προς Απορροφώμενη (ΕΕ)	18,617 προς 1
---	----------------------

και η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής μετοχών,

Μετοχές Απορροφώμενης (ΕΕ) προς 1 Μετοχή Απορροφώσας (EMTE)	7,807 προς 1
--	---------------------

εμπίπτουν στα αντίστοιχα εύρη σχέσεων αξιών και σχέσεων ανταλλαγής μετοχών που προέκυψαν από την αποτίμηση των Εταιριών και, επομένως, **οι προτεινόμενες, από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών, σχέσεις είναι δίκαιες και λογικές** σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 16 παρ. 5. 2515/1997 και του κ.ν. 2190/1920, λαμβανομένων επίσης υπόψη των οικείων διατάξεων του Κανονισμού Χρηματιστηρίου Αθηνών, ως ισχύουν.

5. Επίπτωση της Συγχώνευσης στην περιουσιακή και οικονομική διάρθρωση της Απορροφώσας

Βάσει των PRO-FORMA ενιαίων οικονομικών καταστάσεων (συνενωμένων των Απορροφώμενων και της Απορροφώσας) δυνάμει των ισολογισμών μετασχηματισμού της 31^{ης} Μαΐου 2004 των συγχωνευομένων εταιριών, οι οποίες, συνενωμένες οικονομικές καταστάσεις, ελέγχθηκαν από άλλους ορκωτούς ελεγκτές, οι οποίοι και συνέταξαν σχετική Έκθεση Ελέγχου με ημερομηνία 17/09/2004, προκύπτει ότι μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης:

- τα Ίδια Κεφάλαια της Απορροφώσας θα αυξηθούν κατά 2,92% περίπου, των αντιστοίχων προ της συγχωνεύσεως,
- το Σύνολο του Ενεργητικού της Απορροφώσας θα αυξηθεί κατά 0,45% περίπου, του αντιστοίχου προ της συγχωνεύσεως, και
- τα Αποτελέσματα προ Φόρων, για την περίοδο από 1 Ιανουαρίου έως 31 Μαΐου 2004, της Απορροφώσας θα αυξηθούν κατά 6,59% περίπου, του αντιστοίχου προ της συγχωνεύσεως

Σημειώνεται ότι, στα ανωτέρω εξετάζεται η επίπτωση της συγχωνεύσεως στην Απορροφώσα αποκλειστικά με βάση τις μεταβολές που θα επέλθουν στην περιουσιακή και οικονομική της διάρθρωση, κατά την ημερομηνία του ισολογισμού μετασχηματισμού. Δεν εξετάζονται οι επιπτώσεις στα μελλοντικά αποτελέσματα, από τυχόν θετικές ή αρνητικές επιδράσεις της συγχώνευσης, όπως ενδεικτικά, η ενίσχυση της πιστοδοτικής δυνατότητας της τράπεζας λόγω βελτίωσης της κεφαλαιακής της επάρκειας, οι δυνατότητες για οικονομίες κλίμακας, λοιπές συνέργιες, έξοδα υλοποίησης της συγχώνευσης, κλπ.

Αθήνα, 20 Σεπτεμβρίου 2004

Ο Ορκωτός Ελεγκτής



**Δημήτρης Σ. Ντζανάτος
Α.Μ. Σ.Ο.Ε. Α 11521
GRANT THORNTON Α.Ε.**