

Προς το  
Διοικητικό Συμβούλιο της  
ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ Α.Ε.  
Σοφοκλέους 11  
102 35 Αθήνα

20 Σεπτεμβρίου 2004

**Έκθεση 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 των:

- (α) ανώνυμη τραπεζική εταιρία “ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.” (εφεξής “ΕΤΕ” ή “Α΄ 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 επ. ν. 2515/1997 και 321 επ. του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ως ισχύουν, και
- (β) ανώνυμη εταιρία “ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.” (εφεξής “ΕΕ” ή “Β΄ 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 εξ' ολοκλήρου, ήτοι κατά ποσοστό 100%, θυγατρικών της “ΕΜΠΟΡΙΚΗ FACTORING Α.Ε. ΠΡΑΚΤΟΡΕΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ” και “ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε. ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ”.

## **1. Εισαγωγή**

Σε εκτέλεση της, από 24<sup>ης</sup> Ιουνίου 2004, εντολής του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΜΤΕ προς ημάς, προβήκαμε:

- α. στη διαπίστωση της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της Απορροφώσας,

- β. στον έλεγχο του από 15<sup>ης</sup> 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 Α' Απορροφώμενης και της Β' Απορροφώμενης (Fairness Opinion).

Αναφορικά με την υπό στοιχείο (γ) εργασία, διενεργήσαμε αποτίμηση των EMTE, ETE 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<sup>η</sup> 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 εισηγμένων, στο Χρηματιστήριο Αθηνών, Εταιριών, ήτοι της EMTE και ΕΕ, 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:

<u>Μέθοδος αποτίμησης</u>	<u>Εταιρία</u>
α) Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)	EMTE και EE
β) Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης	EE
γ) Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων	EMTE και ETE
δ) Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	EMTE, ETE και EE
ε) Συγκρίσιμων Συναλλαγών	EMTE και EE

Αναφορικά με τη συγχώνευση της ETE δια απορροφήσεως από την EMTE και τον προσδιορισμό της σχέσης αξιών μεταξύ των δύο εταιριών, παραλείφθηκαν: i) η υπό στοιχείο (α) μέθοδος της Χρηματιστηριακής Αξίας, καθότι οι μετοχές της ETE δεν αποτελούν αντικείμενο χρηματιστηριακής διαπραγματεύσεως, ii) η υπό στοιχείο (β) μέθοδος Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης, που δεν χρησιμοποιείται διεθνώς για την αποτίμηση χρηματοπιστωτικών οργανισμών, και iii) η υπό στοιχείο (ε) μέθοδος των Συγκρίσιμων Συναλλαγών, καθότι δεν εντοπίστηκαν πρόσφατες συγκρίσιμες συναλλαγές σχετικά με την ETE.

Αντιστοίχως, για τη συγχώνευση της EE δια απορροφήσεως από την EMTE, παραλείφθηκαν, κατά τη διεθνή πρακτική: i) η υπό στοιχείο (γ) μέθοδος της Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων για την αποτίμηση της EE, και ii) 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 Μερισμάτων της EMTE με την Αναμορφωμένη Καθαρή Θέση στις 31 Μαΐου 2004 της EE.

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

Κατά την αποτίμηση των Εταιριών δεν ελήφθησαν υπόψη οι πιθανές συνέργιες που ενδεχομένως θα προκύψουν από τις εν λόγω συγχωνεύσεις. Παράλληλως, οι Εταιρίες αποτιμήθηκαν με την παραδοχή ότι θα συνεχίσουν να λειτουργούν ανεξάρτητα και απρόσκοπτα στο μέλλον ως έχουν και ευρίσκονται (stand alone and on a 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, 51.888.924, και 36.035.000 κοινές ονομαστικές μετοχές για την EMTE, ETE και EE, αντιστοίχως.

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

## **2.1. Χρηματιστηριακή Αξία (Κεφαλαιοποίηση)**

Για τον προσδιορισμό εύρους αξιών για εκάστη εταιρία ξεχωριστά, αλλά και του εύρους σχέσεων αξιών ανάμεσα στην EMTE και την EE 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 μηνών έως τις 13 Μαΐου 2004, 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 αποτίμηση της EMTE βασίσθηκε στο Επιχειρηματικό Σχέδιο της Διοίκησης, για την περίοδο 2004-2013. Οι προβλέψεις της Διοίκησης εξετάστηκαν και αναμορφώθηκαν από την PricewaterhouseCoopers (“PwC”) στο βαθμό που κρίθηκε σκόπιμο, με σκοπό τον προσδιορισμό ενός βασικού σεναρίου αποτίμησης (το “Βασικό Σενάριο EMTE”).

Για το σκοπό 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 ετησίως να διανέμει στους μετόχους της. Το επίπεδο των δυνητικών αυτών μερισμάτων, υπολογίζεται, αφού ληφθούν υπόψη οι κανόνες περί κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων, ως αυτοί ορίζονται από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Στα πλαίσια της αποτίμησης και με σκοπό την εξέταση της λογικότητας των παραδοχών και των αποτελεσμάτων της εργασίας μας, διενεργήθηκε συγκριτική ανάλυση βασικών οικονομικών δεικτών (key performance indicators), ως αυτοί προκύπτουν από μοντέλο με αντίστοιχους δείκτες Ευρωπαϊκών κυρίως τραπεζών. Κρίθηκε ότι οι τελευταίες δύνανται να

χρησιμοποιηθούν ως κατάλληλα σημεία αναφοράς δεδομένης της δραστηριοποίησής τους σε ωριμότερες αγορές.

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

Τα έσοδα της EMTE από συμμετοχές της σε εταιρίες χρηματοοικονομικής και μη φύσης, ενοποιούμενες, είτε με τη μέθοδο της ολικής ενοποίησης είτε με αυτή της καθαρής θέσης, απομονώθηκαν από το μοντέλο. Αντιστοίχως, εκτιμήθηκε η αξία του συγκεκριμένου χαρτοφυλακίου κχωρισμένα και προσαύξησε την καθαρή παρούσα αξία της EMTE, ως αυτή προέκυψε από το μοντέλο αποτίμησης.

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 της 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 σε μεγάλο βαθμό συνδέεται 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 δύνανται να θεωρηθούν ως επαναλαμβανόμενα.
- Συγκρατημένη αύξηση των λειτουργικών εξόδων, η οποία, μεταξύ άλλων, απεικονίζει 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.

Αναφορικά με την αποτίμηση της ETE, αυτή βασίσθηκε στο Επιχειρηματικό Σχέδιο της Διοίκησης για την περίοδο 2004–2008, διάστημα το οποίο θεωρείται ως εύλογο για την αγορά

επενδυτικής τραπεζικής. Οι προβλέψεις και οι εκτιμήσεις της Διοίκησης της ΕΤΕ εξετάστηκαν και αναμορφώθηκαν από την PwC στο βαθμό που κρίθηκε σκόπιμο με σκοπό τον προσδιορισμό ενός βασικού σεναρίου αποτίμησης (“το Βασικό Σενάριο ΕΤΕ”).

Για το σκοπό αποτίμησης της ΕΤΕ, σχεδιάστηκε χρηματοοικονομικό μοντέλο 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 η ΕΤΕ θα μπορούσε ετησίως να διανέμει στους μετόχους της. Το επίπεδο των δυνητικών αυτών μερισμάτων, υπολογίζεται, αφού ληφθούν υπόψη οι κανόνες περί κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων, ως αυτοί ορίζονται από την Τράπεζα της Ελλάδας.

Επιπρόσθετα, αξιολογήθηκαν οι βασικότερες παράμετροι διαμόρφωσης της αξίας της ΕΤΕ και εφαρμόστηκε ανάλυση ευαισθησίας (sensitivity analysis) στο κόστος κεφαλαίου, στην καθαρή προμήθεια η ΕΤΕ εισπράττει από τη διαχείριση του ομολογιακού χαρτοφυλακίου της ΕΜΤΕ, και στο μερίδιο της ΕΤΕ στην αγορά χρηματιστηριακών εργασιών. Και στις τρεις περιπτώσεις οι λοιπές παραδοχές διατηρήθηκαν σταθερές σε σχέση με το Βασικό Σενάριο ΕΤΕ.

Στο Βασικό Σενάριο ΕΤΕ αποτίμησης, έχουν γίνει οι εξής κύριες παραδοχές:

- Διατήρηση του ομολογιακού χαρτοφυλακίου της ΕΜΤΕ που η ΕΤΕ, και του επενδυτικού του κίνδυνου σε σταθερά επίπεδα.
- Διατήρηση του μεγέθους του ομολογιακού χαρτοφυλακίου της ΕΤΕ στα επίπεδα του 2004.
- Σταθερό μερίδιο της ΕΤΕ στην αγορά χρηματιστηριακών εργασιών.
- Σταθερή μακροχρόνια ανάπτυξη της τάξεως του 3% από το 2008 στο διηνεκές.

### **2.3. Αναμορφωμένη Καθαρή Θέση**

Η μέθοδος αυτή είναι στατική, καθώς αντικατοπτρίζει και αποτυπώνει την χρηματοοικονομική διάρθρωση μιας εταιρίας σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Κατά συνέπεια, δεν λαμβάνει υπόψη και δεν συνεκτιμά την δυναμική ανάπτυξης και μελλοντικής κερδοφορίας ενός τραπεζικού οργανισμού. Για το λόγο αυτό, η μέθοδος αυτή δεν χρησιμοποιήθηκε για σκοπούς αποτίμησης της ΕΜΤΕ και της ΕΤΕ.

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 εν λόγω μεθόδου έχει ιδιαίτερη βαρύτητα στον προσδιορισμό του εύρους απόλυτων αξιών για την ΕΕ, αλλά δεν φέρει καμία βαρύτητα για τον προσδιορισμό των σχετικών αξιών ανάμεσα στην Απορροφώσα και στην Απορροφωμένη.

Η αναμορφωμένη καθαρή αξία της ΕΕ προσδιορίστηκε λαμβανομένου υπόψη του ισολογισμού μετασχηματισμού με ημερομηνία 31 Μαΐου 2004 και αφού ελήφθησαν υπόψη οι τρέχουσες αξίες του χαρτοφυλακίου της ΕΕ στις 31 Μαΐου 2004.

## 2.4. Δείκτες Κεφαλαιαγοράς

Όσον αφορά την ΕΜΤΕ, εξετάστηκαν οι χρηματιστηριακές αξίες (“ΧρΑ”) ενός δείγματος 15 Ευρωπαϊκών τραπεζών από 5 διαφορετικές χώρες και των 3 μεγαλύτερων Ελληνικών τραπεζών, για την περίοδο των 5 μηνών από 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2004 έως 31<sup>η</sup> Μαΐου 2004. Η επιλογή του δείγματος έγινε με βάση συνδυασμό κριτηρίων, όπως βαθμός ωρίμανσης και ανάπτυξης της ξένης κεφαλαιαγοράς και της αντιστοίχου εθνικής οικονομίας, επίπεδο ανάπτυξης και αποδοτικότητας λειτουργίας του τραπεζικού κλάδου στην οικεία αγορά, τα χαρακτηριστικά των τραπεζικών οργανισμών της αντίστοιχης κεφαλαιαγοράς αναφορικά με το μίγμα προϊόντων και υπηρεσιών που προσφέρουν, την ανταγωνιστική θέση που κατέχουν στον κλάδο εκείνο, το χρονικό διάστημα λειτουργίας τους, τις γεωγραφικές αγορές δραστηριοποίησης τους, κλπ.

Με βάση τις παραπάνω χρηματιστηριακές αξίες και τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της χρήσης που έληξε στις 31.12.2003 για τις αντίστοιχες εταιρίες, προσδιορίστηκαν οι παρακάτω δείκτες αξιών: α) ΧρΑ προς Καθαρή Θέση (ΧρΑ/ΚΘ), β) ΧρΑ προς Κέρδη προ Φόρων (ΧρΑ/ΚΠΦ), και γ) ΧρΑ προς Κέρδη μετά Φόρων (ΧρΑ/ΚΜΦ), ενώ για το δείγμα των ελληνικών τραπεζών συνυπολογίσθηκαν και οι δείκτες δ) ΧρΑ προς σύνολο καταθέσεων, ε) ΧρΑ προς σύνολο δανείων, και στ) ΧρΑ προς σύνολο ενεργητικού.

Ομοίως, για την αποτίμηση της ΕΤΕ εξετάστηκαν οι χρηματιστηριακές αξίες ενός δείγματος 6 Ευρωπαϊκών επενδυτικών τραπεζών από 3 διαφορετικές χώρες και 3 επενδυτικών τραπεζών των Η.Π.Α. για την περίοδο των 5 μηνών από 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2004 έως 31<sup>η</sup> Μαΐου 2004. Η επιλογή του δείγματος έγινε με βάση τα χαρακτηριστικά των τραπεζών αυτών αναφορικά με το μίγμα προϊόντων και υπηρεσιών που προσφέρουν, την ανταγωνιστική θέση που κατέχουν στον κλάδο, το χρονικό διάστημα λειτουργίας τους, κλπ.

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

Κατά την αποτίμηση της ΕΤΕ δυνάμει της ανωτέρω μεθοδολογίας, λήφθηκε υπόψη ότι οι μετοχές της ΕΤΕ δεν διαπραγματεύονται σε χρηματιστηριακή αγορά και, επομένως, οι δείκτες αυτοί αναπροσαρμόστηκαν καταλλήλως πριν εφαρμοσθούν για την αποτίμηση της ΕΤΕ.

Όσον αφορά την αποτίμηση της ΕΕ, εξετάστηκε ο δείκτης ΧρΑ προς Καθαρή Θέση (αξία χαρτοφυλακίου) με τον οποίο διαπραγματεύονταν 11 συγκρίσιμες, ως προς τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους, εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, κατά τη χρονική περίοδο από 9<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2004 έως 10<sup>η</sup> Μαΐου 2004.

Δεν κρίθηκε σκόπιμο να επεκταθεί το δείγμα συγκρίσιμων εταιριών σε εταιρίες επενδύσεων του εξωτερικού εξαιτίας των σημαντικών διαφορών τους προς τις ελληνικές εταιρίες επενδύσεων, που εστιάζονται κυρίως στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου, στις αγορές που

επενδύουν, στη ρευστότητα, στο φορολογικό περιβάλλον, στα 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 παρόμοιου είδους συναλλαγές στην Ελληνική τραπεζική αγορά. Η απορρόφηση της ETBA από την Τράπεζα Πειραιώς καθώς 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 δε χρησιμοποιήθηκαν για τους σκοπούς της παρούσας αποτίμησης, αφού η ETBA, η Τράπεζα Αττικής και η Γενική Τράπεζα εμφανίζουν σημαντικές διαφορές με την EMTE αναφορικά με τα 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 διαθέτουν κοινά λειτουργικά χαρακτηριστικά με την EMTE. Το τελικό δείγμα βάσει του οποίου υπολογίστηκαν οι δείκτες αξιών (value multiples) αφορούσε 9 συναλλαγές που έλαβαν χώρα κατά τα έτη 2002 και 2003.

Για τους σκοπούς της αποτίμησης της EMTE προσδιορίστηκαν οι παρακάτω δείκτες αξιών: α) Αξία συναλλαγής (“ΑΣ”) προς Καθαρή Θέση (ΑΣ/ΚΘ), και β) ΑΣ προς Κέρδη μετά Φόρων (ΑΣ/ΚΜΦ). Σε περιπτώσεις που οι εξαγορές αφορούσαν πλειοψηφικά πακέτα και, συνεπώς, μέρος του τιμήματος αφορούσε πριμ ελέγχου (control premium), οι προκύπτοντες δείκτες αξιών αναπροσαρμόστηκαν καταλλήλως. Σε συναλλαγές που οι μετοχές της εξαγοραζόμενης τράπεζας δεν διαπραγματεύοντο χρηματιστηριακά, οι προκύπτοντες δείκτες αναπροσαρμόστηκαν καταλλήλως πριν εφαρμοσθούν για την αποτίμηση της EMTE, οι μετοχές της οποίας είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Αναφορικά με την αποτίμηση της ΕΕ δια της μεθόδου των δεικτών συγκρίσιμων συναλλαγών, εξετάσαμε παρόμοιες συναλλαγές που έλαβαν χώρα μόνο στον Ελληνική αγορά, για τους λόγους που προαναφέρθηκαν, και ειδικότερα τα premia / discounts στις καθαρές θέσεις των εταιριών που εξαγοράσθηκαν.

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

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



### Απορρόφηση της ΕΤΕ από την ΕΜΤΕ

	Εύρος Σχέσης Αξιών	Εύρος Λόγων Ανταλλαγής Μετοχών
<b>Μέθοδος Αποτίμησης</b>	<b>Εμπορική Τράπεζα προς Εμπορική Τράπεζα Επενδύσεων</b>	<b>Μετοχές Εμπορικής Τράπεζας Επενδύσεων προς 1 μετοχή Εμπορικής Τράπεζας</b>
Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων	16,73 έως και 25,90 προς 1	10,10 έως και 15,64 προς 1
Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	14,69 έως και 23,83 προς 1	8,87 έως και 14,39 προς 1

Σταθμίζοντας την αποτίμηση της κάθε μίας Εταιρίας αναλόγως καταλληλότητας εκάστης μεθόδου και, συγκεκριμένα, δίνοντας ιδιαίτερη βαρύτητα στην υπό στοιχείο (γ) μέθοδο της Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων, προέκυψε ένα εύρος σχέσης αξιών μεταξύ της ΕΜΤΕ και της ΕΤΕ και, αντιστοίχως, ένα εύρος λόγων ανταλλαγής μετοχών της ΕΤΕ προς μετοχές της ΕΜΤΕ, ως ακολούθως:

- **16,52 έως 25,70 προς (/) 1 (ΕΜΤΕ προς ΕΤΕ)**
- **9,98 έως 15,52 προς (/) 1 (μετοχές ΕΤΕ προς 1 ΕΜΤΕ)**

### Απορρόφηση της ΕΕ από την ΕΜΤΕ

	Εύρος Σχέσης Αξιών	Εύρος Λόγων Ανταλλαγής Μετοχών
<b>Μέθοδος αποτίμησης</b>	<b>Εμπορική Τράπεζα προς Εμπορική Επενδυτική</b>	<b>Μετοχές Εμπορικής Επενδυτικής προς 1 Μετοχή Εμπορικής Τράπεζας</b>
Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)	15,98 έως και 22,65 προς 1	6,70 έως και 9,50 προς 1
Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων ΕΜΤΕ προς Αναμορφωμένη Καθαρή Θέση ΕΕ	16,74 έως και 21,60 προς 1	7,02 έως και 9,06 προς 1
Συγκρίσιμων Συναλλαγών	14,01 έως και 27,11 προς 1	5,87 έως και 11,37 προς 1
Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	16,40 έως και 26,60 προς 1	6,88 έως και 11,16 προς 1

Σταθμίζοντας την αποτίμηση εκάστης Εταιρίας αναλόγως της καταλληλότητας καθεμιάς 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 στις υπό στοιχεία (β) και (α) μεθόδους της Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης και Χρηματιστηριακής Αξίας αντιστοίχως (ως προς τη Β' 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:

- **16,20 έως 22,97 προς (/) 1 (ΕΜΤΕ προς ΕΕ)**
- **6,80 έως 9,63 προς (/) 1 (μετοχές ΕΕ προς 1 ΕΜΤΕ)**

#### **4. Συμπεράσματα**

Τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών, σύμφωνα με το, από 15<sup>ης</sup> Ιουλίου 2004, εγκριθέν και υπογραφέν Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης, προτείνουν την ακόλουθη, ανά Εταιρία, σχέση ανταλλαγής των μετοχών:

(α) Κάθε μέτοχος της Α' Απορροφώμενης (πλην της Απορροφώσας και της Απορροφώμενης) θα ανταλλάσσει 12,500 (δώδεκα και πενήντα εκατοστά) 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) Κάθε μέτοχος της Β' Απορροφώμενης (πλην της Απορροφώσας) θα ανταλλάσσει 7,807 (επτά και οκτακόσια επτά 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.

(γ) 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, οι προτεινόμενες από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών σχέσεις αξιών:

<b>Απορροφώσα (ΕΜΤΕ) προς Α' Απορροφώμενη (ΕΤΕ)</b>	<b>20,701 προς 1</b>
<b>Απορροφώσα (ΕΜΤΕ) προς Β' Απορροφώμενη (ΕΕ)</b>	<b>18,617 προς 1</b>

και οι αντιστοίχως προτεινόμενες σχέσεις ανταλλαγής μετοχών,

<b>Μετοχές Α' Απορροφώμενης (ΕΤΕ) προς 1 Μετοχή Απορροφώσας (ΕΜΤΕ)</b>	<b>12,500 προς 1</b>
<b>Μετοχές Β' Απορροφώμενης (ΕΕ) προς 1 μετοχή Απορροφώσας (ΕΜΤΕ)</b>	<b>7,807 προς 1</b>

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<sup>ης</sup> Μαΐου 2004 των συγχωνευόμενων 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 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.

---

Κυριάκος Ριής  
Ορκωτός Ελεγκτής-Λογιστής  
Α.Μ. ΣΟΕΛ: 12111  
PricewaterhouseCoopers Α.Ε.Ε.