



KPMG Kyriacou
Certified Auditors AE
3 Stratigou Tombra Street
Aghia Paraskevi
GR - 153 42 Athens Greece

Στρατηγού Τόμπρα 3
153 42 Αγία Παρασκευή
Ελλάς
APMAE43779/01AT/B/99/310

Telephone Τηλ: +30 210 60 62 100
Fax Φαξ: +30 210 60 62 111
Internet www.kpmg.gr
e-mail postmaster@kpmg.gr

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο
Εθνική Αξιοποίησης Ακινήτων &
Εκμεταλλεύσεως Γενικών Αποθηκών Α.Ε.
Γ. Γεννηματά 99
190 18 Μαγούλα Αττικής

Our ref αντ/MAT (960890)

17 Οκτωβρίου 2005

Κύριοι

Γνωμοδότηση επί της Συγχωνεύσεως δια απορροφήσεως της ανώνυμης εταιρείας με την επωνυμία “ΕΘΝΙΚΗ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΕΩΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΚΑΙ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ ΓΕΝΙΚΩΝ ΑΠΟΘΗΚΩΝ Α.Ε.” (εφεξής “Εθνική Ακινήτων” ή “η Απορροφώμενη”) από την ανώνυμη τραπεζική εταιρεία με την επωνυμία “ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.” (εφεξής “Εθνική Τράπεζα” ή “η Απορροφώσα”), σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 69-70 και 72-77 του Κ.Ν. 2190/1920, 1-5 του Ν. 2166/1993 σε συνδυασμό με το άρθρο 16 του Ν. 2515/1997.

1. Εισαγωγή

Σε εκτέλεση των αποφάσεων των Διοικητικών Συμβουλίων των εταιρειών Εθνική Ακινήτων και Εθνική Τράπεζα (εφεξής από κοινού οι «Εταιρείες») με ημερομηνία 29 Ιουλίου 2005, προβήκαμε στις παρακάτω εργασίες:

- α. **Διαπίστωση της λογιστικής αξίας** των περιουσιακών στοιχείων της Απορροφώμενης.
- β. **Έλεγχο** του από 13 Οκτωβρίου 2005 **Σχεδίου Συμβάσεως Συγχωνεύσεως** που καταρτίστηκε από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιρειών για τους σκοπούς της συγχώνευσης δια απορροφήσεως της Εθνικής Ακινήτων από την Εθνική Τράπεζα.
- γ. **Διατύπωση γνώμης (fairness opinion)** για το κατά πόσο η σχέση ανταλλαγής των μετοχών, που προτείνουν τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο Εταιρειών, είναι δίκαιη και λογική.

2. Διαπίστωση λογιστικής αξίας

Διαπιστώσαμε ότι η λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων της Απορροφώμενης προκύπτει από τους λογαριασμούς του Ισολογισμού Μετασχηματισμού της 31 Ιουλίου 2005 και συμφωνεί με τα τηρούμενα από την Εθνική Ακινήτων βιβλία.

3. Έλεγχος του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης

Ελέγξαμε το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης προκειμένου να διαπιστώσουμε κατά πόσο η σχέση ανταλλαγής μετοχών είναι δίκαιη και λογική και προκύπτει από την αποτίμηση των συγχωνευόμενων Εταιρειών.

4. Αποτίμηση

4.1 Εισαγωγή

Στο πλαίσιο της γνωμοδότησης για το δίκαιο και λογικό της προτεινόμενης από τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο Εταιρειών σχέσης ανταλλαγής μετοχών, εξετάσαμε μεταξύ άλλων:

- α. τις συνθήκες και τους όρους της προτεινόμενης συγχώνευσης με απορρόφηση,
- β. τις συνθήκες ανταγωνισμού και τις επιδράσεις του μακροοικονομικού περιβάλλοντος στους κλάδους στους οποίους οι Εταιρείες δραστηριοποιούνται,
- γ. τους κυριότερους παράγοντες και τις σχετικές τάσεις που επηρέασαν τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία και μεγέθη των Εταιρειών,
- δ. την οικονομική θέση των Εταιρειών, ως αυτή υφίστατο κατά την ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού, ήτοι κατά την 31 Ιουλίου 2005.
- ε. τη διάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων των δύο Εταιρειών,
- στ. τα στοιχεία από δημοσιευμένες ή μη πηγές, καθώς και πληροφορίες που οι Διοικήσεις των Εταιρειών μας χορήγησαν,
- ζ. τα στοιχεία που προέκυψαν από συζητήσεις που είχαμε με στελέχη των Εταιρειών σχετικά με τη θέση και τις προοπτικές τους στους κλάδους στους οποίους οι Εταιρείες δραστηριοποιούνται,
- η. τα αποτελέσματα από την εφαρμογή γενικά παραδεκτών μεθοδολογιών αποτίμησης που κρίθηκαν κατάλληλες για κάθε μία εταιρεία,
- θ. λοιπές πληροφορίες, μελέτες και αναλύσεις, καθώς και χρηματοοικονομικούς και χρηματιστηριακούς δείκτες που θεωρήσαμε σχετικούς και κατάλληλους για τους σκοπούς της γνωμοδότησής μας.

4.2 Μεθοδολογίες αποτίμησης

Για τον καθορισμό της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών προβήκαμε σε εκτίμηση της αξίας κάθε μίας από τις συγχωνευόμενες Εταιρείες, ήτοι της Απορροφώμενης και της Απορροφώσας. Στην εργασία μας λήφθηκε υπόψη και η επίδραση από τη συγχώνευση της Εθνικής Τράπεζας

με την Εθνική Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου Α.Ε. (εφεξής «Εθνική Χαρτοφυλακίου»), η οποία δεν έχει ολοκληρωθεί ακόμη αλλά χρονικά προηγείται της συγχώνευσης με την Εθνική Ακινήτων.

Η αποτίμηση της Εθνικής Ακινήτων και της Εθνικής Τράπεζας έγιναν σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές αρχές και μεθόδους που ακολουθούνται διεθνώς. Το τελικό αποτέλεσμα εξήχθηκε αφού λήφθηκε υπόψη ο βαθμός καταλληλότητας της κάθε μεθόδου.

Τόσο η καταλληλότητα των μεθόδων που υιοθετήθηκαν στη συγκεκριμένη περίπτωση όσο και η βαρύτητα που δόθηκε σε κάθε μία από αυτές είναι οι ενδεδειγμένες και λογικές για την προκείμενη περίπτωση.

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

Μεθοδολογία Αποτίμησης

Εταιρεία

α) Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση	Εθνική Ακινήτων
β) Χρηματιστηριακή Αξία (Κεφαλαιοποίηση)	Εθνική Ακινήτων και Εθνική Τράπεζα
γ) Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών	Εθνική Ακινήτων και Εθνική Τράπεζα
δ) Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών	Εθνική Τράπεζα
ε) Προεξόφληση Μερισμάτων	Εθνική Τράπεζα

Η μεθοδολογία της Προεξόφλησης Μερισμάτων παραλήφθηκε στην περίπτωση της Εθνικής Ακινήτων σύμφωνα με διεθνείς πρακτικές λόγω της υψηλής παγιοποίησης της εταιρείας και της υψηλής αξίας μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων της ίδιας και θυγατρικών της. Στην περίπτωση της μεθοδολογίας των Συγκρίσιμων Εταιρειών εκτιμήθηκε βάσει εταιρικών στοιχείων η αξία της δραστηριότητας των αποθηκών και στη συνέχεια προστέθηκε η αξία των μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων του ομίλου.

Η μεθοδολογία της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης δε χρησιμοποιείται για την αποτίμηση τραπεζικών ιδρυμάτων καθώς δε λαμβάνει υπόψη τη φύση της τραπεζικής δραστηριότητας και τη δυνατότητα αξιοποίησης επιπλέον κεφαλαίων για την μεγέθυνση των εργασιών και την αύξηση της κερδοφορίας. Στις υπόλοιπες μεθοδολογίες (πλην της Χρηματιστηριακής Αξίας) έγιναν αναπροσαρμογές ώστε να ληφθεί υπόψη η αξία που αντιστοιχεί στους μετόχους μειοψηφίας της Εθνικής Χαρτοφυλακίου.

Η διατύπωση γνώμης για το δίκαιο και λογικό της σχέσης ανταλλαγής μετοχών βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία, καθώς και σε άλλες πληροφορίες και στοιχεία που μας δόθηκαν από τις Διοικήσεις των υπό συγχώνευση Εταιρειών, οι οποίες μας διαβεβαίωσαν ότι είναι ακριβή

και πλήρη. Οι προβλέψεις και οι παραδοχές των Διοικήσεων της Εθνικής Ακινήτων και της Εθνικής Τράπεζας ελέγχθηκαν ως προς τη λογικότητά τους υπό το ισχύον λειτουργικό περιβάλλον. Δυσχέρειες ή δυσκολίες κατά την αποτίμηση των συγχωνευόμενων Εταιρειών και τον προσδιορισμό και εκτίμηση της σχέσεως ανταλλαγής δεν προέκυψαν.

5. Εύρος σχέσης αξιών & σχέσης ανταλλαγής μετοχών

Με βάση τις ανωτέρω αναφερόμενες μεθόδους, προέκυψαν οι ακόλουθες σχέσεις αξιών και ανταλλαγής μετοχών ανά μεθοδολογία:

Μεθοδολογία	<u>Σχέση αξιών</u>			<u>Σχέση ανταλλαγής μετοχών</u>		
	Εθνική Τράπεζα προς (1) Εθνική Ακινήτων			Μετοχές Εθνική Ακινήτων για 1 μετοχή Εθνικής Τράπεζας		
Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση	21,25	έως	26,58	6,20	έως	7,75
Προεξόφληση Μερισμάτων	22,59	έως	27,93	6,59	έως	8,15
Συγκρίσιμες Εταιρείες	20,39	έως	32,71	5,95	έως	9,54
Συγκρίσιμες Συναλλαγές	17,86	έως	26,79	5,21	έως	7,81
Χρηματιστηριακή Αξία	23,08	έως	26,77	6,73	έως	7,81

Στις περιπτώσεις μεθοδολογιών αποτίμησης οι οποίες δεν εφαρμόστηκαν και για τις δύο Εταιρείες, το εύρος της σχέσης αξιών προέκυψε με βάση τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης μεθοδολογίας για τη μία εταιρεία και το τελικό εύρος της εύλογης αγοραίας αξίας για την άλλη εταιρεία.

Τα αποτελέσματα της αποτίμησης κάθε εταιρείας σταθμίστηκαν ανάλογα με την καταλληλότητα κάθε μεθοδολογίας για τη συγκεκριμένη περίπτωση. Από εκεί προέκυψε το εύρος της εύλογης αγοραίας αξίας ανά εταιρεία. Ειδικότερα, στην περίπτωση της Εθνικής Ακινήτων δόθηκε κατά κύριο λόγο βαρύτητα στα αποτελέσματα βάσει της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης και στη συνέχεια στα αποτελέσματα της Χρηματιστηριακής Αξίας και των Συγκρίσιμων Εταιρειών. Στην περίπτωση της Εθνικής Τράπεζας δόθηκε κατά κύριο λόγο βαρύτητα στα αποτελέσματα της Χρηματιστηριακής Αξίας και στη συνέχεια στα αποτελέσματα της Προεξόφλησης Μερισμάτων και των Συγκρίσιμων Εταιρειών. Δε δόθηκε καθόλου βαρύτητα στα αποτελέσματα της μεθοδολογίας των Συγκρίσιμων Συναλλαγών.

Το εύρος σχέσης αξιών που προσδιορίστηκε μεταξύ της Εθνικής Τράπεζας και της Εθνικής Ακινήτων έχει ως εξής:

22,16 έως 27,48 προς 1 (Εθνική Τράπεζα προς Εθνική Ακινήτων)

Ενώ το εύρος της σχέσης ανταλλαγής μετοχών που προκύπτει έχει ως εξής:

6,46 έως 8,01 μετοχές της Εθνική Ακινήτων για κάθε 1 μετοχή Εθνικής Τράπεζας

Για την εκτίμηση της σχέσης ανταλλαγής μετοχών, λήφθηκαν υπόψη και οι λοιπές ενέργειες που καταγράφονται στο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης. Επισημαίνουμε ότι ο αριθμός των μετοχών που χρησιμοποιήσαμε για τον υπολογισμό της τιμής της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας είναι αυτός που θα προκύψει με τη συγχώνευση της Εθνικής Τράπεζας με την Εθνική Χαρτοφυλακίου (336 599 045 μετοχές) και την αύξηση της ονομαστικής αξίας των μετοχών της. Τα εν λόγω στοιχεία περιγράφονται στο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης.

6. Συμπεράσματα

Τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιρειών προτείνουν την ακόλουθη ανά Εταιρεία σχέση ανταλλαγής των μετοχών:

- α. Κάθε μία από τις Παλαιές Μετοχές των μετόχων της Απορροφώσας θα αντιστοιχεί σε μια (1) Νέα Μετοχή, δηλαδή οι παλαιοί μέτοχοι αυτής καθώς και αυτοί που θα προκύψουν μετά την απορρόφηση της Εθνικής Χαρτοφυλακίου θα κατέχουν συνολικά 336 599 045 νέες μετοχές ονομαστικής αξίας ΕΥΡΩ 5.
- β. Οι 78 144 245 μετοχές της Απορροφώμενης που ελέγχει η Απορροφώσα ακυρώνονται σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 75, παρ. 4 του Κ.Ν. 2190/1920. Κάθε δεκαπέντε (15) Παλαιές Μετοχές των μετόχων της Απορροφώμενης θα αντιστοιχούν σε δύο (2) Νέες Μετοχές, δηλαδή οι μέτοχοι της Απορροφώμενης θα κατέχουν συνολικά $(98\,172\,000 - 78\,144\,245) / 15 \times 2 = 2\,670\,367$ νέες μετοχές.

Σημείωση: Τυχόν προκύπτοντα κλασματικά υπόλοιπα δε δημιουργούν δικαίωμα στη λήψη κλάσματος μετοχής και θα τακτοποιηθούν με σχετική απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Απορροφώσας κατ' εξουσιοδότηση της Γενικής Συνέλευσης.

Η προτεινόμενη από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιρειών σχέση ανταλλαγής μετοχών,

Μετοχές Εθνικής Ακινήτων για 1 μετοχή της Εθνικής Τράπεζας	7,50 προς 1
---	--------------------

και η οποία υποδηλώνει την παρακάτω σχέση αξιών:

Εθνική Τράπεζα προς Εθνική Ακινήτων	25,71 προς 1
--	---------------------

κατά τη γνώμη μας εμπίπτει μέσα στο εύρος της αντίστοιχης σχέσης ανταλλαγής μετοχών που προέκυψε από την αποτίμηση των Εταιρειών και επομένως **η προτεινόμενη σχέση είναι**

δίκαιη και λογική σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 16 του Ν. 2515/1997 και του Κ.Ν. 2190/1920.

Τέλος, σημειώνουμε ότι η παρούσα γνωμοδότηση ισχύει εφόσον η συγχώνευση της Εθνικής Τράπεζας με την Εθνική Χαρτοφυλακίου ολοκληρωθεί σύμφωνα με τους όρους που αυτή τη στιγμή έχουν αποφασισθεί και ανακοινωθεί. Σε αντίθετη περίπτωση η παρούσα έκθεση θα πρέπει να αναδιαμορφωθεί .

Με εκτίμηση,

Νικόλαος Βουνισέας
Ορκωτός Ελεγκτής-Λογιστής
Α.Μ. ΣΟΕΛ: 18701