



Eurobank Εργασίας Α.Ε.

Έκθεση Αποτίμησης του
Νέου Ταχυδρομικού
Ταμιευτηρίου Ελλάδος,
στο πλαίσιο
αύξησης μετοχικού κεφαλαίου
της Eurobank Ergasias
με εισφορά σε είδος

25 Ιουλίου 2013

Η παρούσα έκθεση περιλαμβάνει 8 σελίδες
ατμ/ΝΝΔ (1032794)

Περιεχόμενα

1	Σκοπός της Αποτίμησης	1
2	Σημαντικές σημειώσεις	2
3	Μεθοδολογίες Αποτίμησης	3
4	Συνοπτική περιγραφή μεθοδολογιών Αποτίμησης	4
4.1	Μεθοδολογία DDM	4
4.2	Μεθοδολογία Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών	4
4.3	Μεθοδολογία Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών	5
4.4	Αξία δυνητικών συνεργειών	5
4.5	Αποτελέσματα Αποτίμησης	6

1 Σκοπός της Αποτίμησης

Στο πλαίσιο της διαγωνιστικής διαδικασίας για την πώληση του Νέου Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου Α.Τ.Ε. («ΝΤΤΕ» ή «Τράπεζα») από το Ελληνικό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, η Eurobank Ergasias Α.Ε. («Eurobank») κατέθεσε δεσμευτική προσφορά, όπου το προσφερόμενο αντάλλαγμα συνίσταται σε κινητές αξίες (μετοχές Eurobank), που θα προκύψουν από την εισφορά των μετοχών του ΝΤΤΕ στο μετοχικό κεφάλαιο της Eurobank και την αντίστοιχη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της τελευταίας.

Σε συνέχεια της αξιολόγησης της προσφοράς της Eurobank ως της πλέον συμφέρουσας, και με την από 17 Ιουλίου 2013 σχετική εντολή σας, η KPMG ανέλαβε να γνωμοδοτήσει για την εύλογη αξία του 100% των μετοχών του ΝΤΤΕ που θα αποτελέσουν το αντικείμενο της εισφοράς σε είδος στην επικείμενη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Eurobank, στο πλαίσιο των διατάξεων του Άρθρου 9, Ν 2190/1920. Συγκεκριμένα, η KPMG προχώρησε στην εκτίμηση της εύλογης αξίας του 100% των μετοχών του ΝΤΤΕ («Αποτίμηση») με ημερομηνία αποτίμησης την 31 Μαΐου 2013 («Ημερομηνία Αποτίμησης») σύμφωνα με τα όσα προβλέπονται στο Άρθρο 9, Ν. 2190/1920 καθώς επίσης και τις παραγράφους 4.1.4.1.4 και 4.1.4.1.3 του κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών και συνέταξε σχετική έκθεση Αποτίμησης («Έκθεση Αποτίμησης»), για σκοπούς δημοσιοποίησης πληροφοριών σύμφωνα με τις παραγράφους 4.1.4.1.4 και 4.1.4.1.3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών και τον Κανονισμό 809/2004 της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων..

2 Σημαντικές σημειώσεις

- Η Έκθεση Αποτίμησης δεν αποτελεί γνωμοδότηση όσον αφορά την αξία του NTTE σε μια πραγματική ή προτεινόμενη συναλλαγή καθώς αυτή θα μπορούσε να αποκλίνει από την εύλογη αξία, ούτε αποτελεί επενδυτική πρόταση. Σκοπός της Έκθεσης Αποτίμησης είναι η διαπίστωση της εύλογης αγοραίας αξίας του 100% των μετοχών του NTTE οι οποίες θα αποτελέσουν το αντικείμενο της εισφοράς σε είδος στο πλαίσιο της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου της Eurobank.
- Η Έκθεση Αποτίμησης θα χρησιμοποιηθεί αποκλειστικά από την Eurobank για τους σκοπούς της επικείμενης Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου. Η KPMG δεν θα αποδεχθεί καμία ευθύνη προς κανένα τρίτο πρόσωπο στο οποίο η Έκθεση Αποτίμησης μπορεί να παρουσιαστεί ή το οποίο μπορεί να αποκτήσει αντίγραφο της έκθεσης αυτής χωρίς την έγγραφη άδεια της KPMG και το οποίο δεν έχει αποδεχθεί τους όρους της σχετικής σύμβασης ανάθεσης του έργου από την Eurobank.
- Πραγματοποιήσαμε την εργασία μας με την υπόθεση ότι το επιχειρηματικό σχέδιο του NTTE («Επιχειρηματικό Σχέδιο») που μας χορηγήθηκε από την Eurobank καθώς και οι λοιπές πληροφορίες που μας παραδόθηκαν για τους σκοπούς του Έργου είναι ακριβείς, πλήρεις και αντανακλούν κάθε δυνατή προσπάθεια της διοίκησης του NTTE να περιγράψει αντικειμενικά την τρέχουσα κατάσταση της Τράπεζας καθώς και τις προοπτικές της από λειτουργική και οικονομική άποψη. Η KPMG δεν έχει διενεργήσει κανένα είδος ελέγχου σχετικά με ορθότητα των στοιχείων που περιέχονται στο Επιχειρηματικό Σχέδιο, το οποίο έχει ετοιμασθεί από την Τράπεζα και περιλαμβάνεται στο πληροφοριακό υλικό που δόθηκε από το Ελληνικό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας σε υποψήφιους επενδυτές, στο πλαίσιο της διαγωνιστικής διαδικασίας για την πώληση της Τράπεζας. Για τον παραπάνω λόγο καθώς και λόγω της φύσης του έργου, η KPMG δεν έχει ζητήσει τη γραπτή διαβεβαίωση της διοίκησης του NTTE, όπως επιβάλουν οι εσωτερικοί της κανόνες, ότι οι πληροφορίες που εμπεριέχονται στο Επιχειρηματικό Σχέδιο είναι ακριβείς και πλήρεις και επομένως αποτελούν μια αξιόπιστη βάση δεδομένων για τη διενέργεια της Αποτίμησης και τη σύνταξη της σχετικής Έκθεσης Αποτίμησης. Η παράδοση της Έκθεσης Αποτίμησης σε τελική μορφή γίνεται υπό την προϋπόθεση ότι στο Επιχειρηματικό Σχέδιο του NTTE περιλαμβάνεται οποιοδήποτε στοιχείο για το οποίο η διοίκηση της Τράπεζας έχει γνώση και που θα μπορούσε να έχει ουσιώδη επίπτωση στα αποτελέσματα της Αποτίμησης.
- Η Αποτίμηση έχει βασισθεί σε στοιχεία που ήταν διαθέσιμα έως την Ημερομηνία Αποτίμησης. Είναι πιθανό, μεταγενέστερα γεγονότα από την Ημερομηνία Αποτίμησης να διαφοροποιήσουν ουσιωδώς τα αποτελέσματα της Αποτίμησης.

3 Μεθοδολογίες Αποτίμησης

Στο πλαίσιο αυτό η KPMG διενέργησε την Αποτίμηση της Τράπεζας εφαρμόζοντας τις εξής διεθνώς αποδεκτές μεθοδολογίες οι οποίες κρίθηκαν κατάλληλες για τη συγκεκριμένη Αποτίμηση:

- Προεξόφληση των (δυνητικών) Μελλοντικών Μερισμάτων, (Dividend Discount Model - DDM),
- Δείκτες Συγκρίσιμων Εταιρειών (Comparable Companies Multiples),
- Δείκτες Συγκρίσιμων Συναλλαγών (Comparable Transactions Multiples),

Η εφαρμογή των παραπάνω μεθοδολογιών δεν αποσκοπεί στον προσδιορισμό της αξίας της Τράπεζας σε μια πραγματική ή προτεινόμενη συναλλαγή αλλά στον προσδιορισμό της εύλογης αξίας του 100% των μετοχών του ΝΤΤΕ στο πλαίσιο αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με εισφορά σε είδος.

Επιπρόσθετα, στο αποτέλεσμα κάθε μεθοδολογίας προστέθηκε μια ενδεικτική εύλογη αξία των θυγατρικών και συμμετοχών του ΝΤΤΕ, καθώς και η αξία των συνεργιών που θα μπορούσε να επιτύχει ένας αντιπροσωπευτικός αγοραστής λειτουργώντας ως στρατηγικός επενδυτής, ο οποίος θα ήταν σε θέση να επιτύχει συνέργειες κόστους και συνεπώς να μεγιστοποιήσει την αξία του ΝΤΤΕ. Δεδομένου ότι ορισμένες από τις συνέργειες έχουν ήδη συμπεριληφθεί στο επιχειρηματικό σχέδιο του ΝΤΤΕ, εξετάστηκαν αυτές οι οποίες δεν έχουν ποσοτικοποιηθεί αλλά θα μπορούσαν να επιτευχθούν από έναν αντιπροσωπευτικό μέσο αγοραστή.

Για τη διαμόρφωση της τελικής εύλογης αξίας υπολογίστηκε ο μέσος όρος των αποτελεσμάτων κάθε μεθοδολογίας, δίνοντας ουσιαστικά τον ίδιο συντελεστή στάθμισης σε κάθε μεθοδολογία.

Στη συνέχεια ακολουθεί περιγραφή των μεθοδολογιών που εφαρμόστηκαν.

4 Συνοπτική περιγραφή μεθοδολογιών Αποτίμησης

4.1 Μεθοδολογία DDM

Η εφαρμογή της μεθοδολογίας αυτής περιλαμβάνει αρχικά μια πρόβλεψη των μερισμάτων που προκύπτουν από τη λειτουργία της Τράπεζας για ένα συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα πρόβλεψης. Τα μερίσματα προεξοφλούνται στο παρόν δίνοντας έτσι την παρούσα αξία των εκτιμώμενων μερισμάτων. Επιπρόσθετα, υπολογίστηκε με τη μεθοδολογία Gordon Growth Model η παρούσα αξία των μερισμάτων που ακολουθούν μετά από το πέρας του χρονικού διαστήματος (τερματική αξία), όπου γίνεται η υπόθεση ότι η Τράπεζα μπορεί να διανέμει στο διηνεκές ένα σταθερό μέρισμα, το οποίο θα αυξάνεται με ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης (g). Η τελική αξία της Τράπεζας προκύπτει από το άθροισμα των προεξοφλημένων μερισμάτων της περιόδου πρόβλεψης και της τερματικής αξίας.

Για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας ο υπολογισμός των μερισμάτων βασίστηκε στο Επιχειρηματικό Σχέδιο της Τράπεζας, ενώ έγινε η υπόθεση ότι η Τράπεζα θα είναι σε θέση να διανείμει το μέγιστο δυνατό μέρισμα, μεταξύ:

- α) των μερισμάτων που προκύπτουν βάσει ενός θεωρητικού ποσοστού διανομής των κερδών κάθε χρήσης, εξετάζοντας παράλληλα τα συσσωρευμένα κέρδη προηγούμενων χρήσεων,
- β) των μερισμάτων που μπορεί να διανέμει ικανοποιώντας το ελάχιστο όριο του δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας (9%), μετά τη διανομή μερισμάτων.

Ως προεξοφλητικό επιτόκιο χρησιμοποιήθηκε το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων της Τράπεζας.

4.2 Μεθοδολογία Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών

Για την Αποτίμηση της Τράπεζας με τη Μεθοδολογία των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών υπολογίστηκαν δείκτες αποτίμησης χρησιμοποιώντας δείγμα τραπεζών οι οποίες έχουν παρουσία στην ευρύτερη περιοχή της Ευρώπης («Συγκρίσιμες Τράπεζες»). Όλες οι Συγκρίσιμες Τράπεζες που χρησιμοποιήθηκαν είναι εισηγμένες σε διεθνή χρηματιστήρια.

Το δείγμα των Συγκρίσιμων Τραπεζών περιλαμβάνει συνολικά (112) συγκρίσιμες τράπεζες με ισχυρή καταθετική βάση.

Οι βασικοί δείκτες που εξετάστηκαν είναι οι ακόλουθοι:

- Κεφαλαιοποίηση / Απτή λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων (Market Cap / Tangible Book Value).
- Κεφαλαιοποίηση / Έσοδα από τόκους (Market Cap / Gross interest income)
- Κεφαλαιοποίηση / Καθαρά έσοδα από τόκους (Market Cap / Net interest income)
- Κεφαλαιοποίηση / Καθαρά κέρδη (Market Cap / Earnings (P/E)).

Η διάμεσος των δεικτών του δείγματος πολλαπλασιάστηκε με τα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της Τράπεζας, και τα γινόμενα που προκύπτουν οδήγησαν σε μια αρχική εκτίμηση της αξίας της Τράπεζας, όπως προκύπτει σε σχέση με το κάθε θεμελιώδες μέγεθος.

4.3 Μεθοδολογία Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Για την Αποτίμηση της Τράπεζας με τη Μεθοδολογία των Συγκρίσιμων Συναλλαγών υπολογίστηκαν δείκτες χρησιμοποιώντας δείγμα (38) συναλλαγών με στόχους τράπεζες οι οποίες έχουν παρουσία στην ευρύτερη περιοχή της Ευρώπης («Συγκρίσιμες Συναλλαγές»). Τα κριτήρια που χρησιμοποιήθηκαν στην επιλογή του δείγματος των Συγκρίσιμων Συναλλαγών είναι οι δραστηριότητές τους να περιλαμβάνουν ένα μίγμα τραπεζικών εργασιών συγκρίσιμο με αυτό της υπό εξέταση Τράπεζας. Σημειώνεται ότι τα τελικά δείγματα περιλαμβάνουν τόσο μικρότερες όσο και μεγαλύτερες τράπεζες σε σχέση με την υπό Αποτίμηση Τράπεζα, ώστε να αποφευχθούν τυχόν διαστρεβλώσεις λόγω μεγέθους.

Οι δείκτες που εξετάστηκαν είναι οι ακόλουθοι:

- Αξία Συναλλαγής / Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων (Deal Value / Book Value)
- Αξία Συναλλαγής / Καθαρά κέρδη (Deal Value / Earnings (DV/E))

Στη συνέχεια, οι παραπάνω δείκτες, στην περίπτωση που αφορούσαν συναλλαγές όπου το ποσοστό που εξαγοράστηκε οδηγούσε σε πλειοψηφικό ποσοστό και άρα τεκμαίρεται ότι περιείχε ένα πριμ για απόκτηση ελέγχου και υπερτίμημα για πιθανές συνέργειες, προσαρμόστηκαν εφαρμόζοντας μία έκπτωση ίση με 20% ώστε να εκτιμηθεί ο κάθε δείκτης ως να μην περιλαμβάνει πριμ ελέγχου και κατά συνέπεια να είναι δόκιμη στη συνέχεια η πρόσθεση της αξίας των συνεργειών που εκτιμήθηκαν. Το συγκεκριμένο ποσοστό εκτιμήθηκε βάσει διεθνούς πρακτικής αποτιμήσεων και ακαδημαϊκών μελετών για τα υπερτιμήματα που δίνονται σε περίπτωση απόκτησης ελέγχου.

Η διάμεσος των δεικτών του δείγματος πολλαπλασιάστηκε με τα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της Τράπεζας και τα γινόμενα που προκύπτουν οδηγούν σε μια αρχική εκτίμηση της αξίας της Τράπεζας, όπως προκύπτει σε σχέση με το κάθε θεμελιώδες μέγεθος.

4.4 Αξία δυνητικών συνεργειών

Η εκτίμηση της αξίας των συνεργειών, περιλαμβάνει αρχικά τον προσδιορισμό των συνεργειών που θα μπορούσε να επιτύχει ένας αντιπροσωπευτικός αγοραστής, λαμβάνοντας υπ' όψιν ότι θα ήταν σε θέση εντός ενός εύλογου χρονικού διαστήματος να βελτιώσει τη λειτουργία της Τράπεζας. Οι συνέργειες που εξετάστηκαν και οι οποίες δεν λήφθηκαν υπ' όψιν στο επιχειρηματικό σχέδιο της Τράπεζας εντοπίζονται στις ακόλουθες περιοχές, ενώ η συνολική καθαρή παρούσα αξία τους εκτιμάται σε περίπου ΕΥΡΩ 175 εκατομμύρια:

Βελτίωση κόστους άντλησης κεφαλαίων

- Εκτιμώμενη αξία από μείωση κόστους χρηματοδότησης στη διατραπεζική αγοράς
- Εκτιμώμενη αξία από χρήση στοιχείων ενεργητικού για ενεχυρίαση στην ΕΚΤ και αντικατάσταση χρηματοδότησης ΕΛΑ

Βελτίωση λειτουργικού κόστους

- - Εκτιμώμενη αξία από μείωση λειτουργικού κόστους
- - Εκτιμώμενο κόστος για την επίτευξη μείωσης του λειτουργικού κόστους

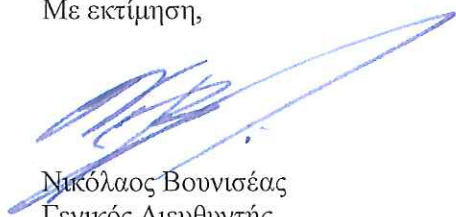
4.5 Αποτελέσματα Αποτίμησης

Αποδίδοντας τον ίδιο συντελεστή στάθμισης στις τρεις μεθοδολογίες που εφαρμόστηκαν, τα αποτελέσματα της Αποτίμησης διαμορφώνονται όπως παρακάτω:

Αποτελέσματα αποτίμησης	
Ποσά σε ΕΥΡΩ εκατομμύρια	
Μεθοδολογία	Εύλογη Αξία βάσει μεθοδολογίας
Προεξόφληση μελλοντικών μερισμάτων	694.5
Δείκτες συγκρίσιμων εταιρειών	661.4
Δείκτες συγκρίσιμων συναλλαγών	687.2
Μέσος όρος	681.0

Συμπερασματικά, λαμβάνοντας υπόψη τις τρεις διαφορετικές μεθοδολογίες αποτίμησης, η εύλογη αξία του 100% των μετοχών του ΝΤΤΕ εκτιμήθηκε σε **ΕΥΡΩ 681 εκατομμύρια**.

Με εκτίμηση,



Νικόλαος Βουνισίας
 Γενικός Διευθυντής
 Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής
 ΑΜ ΣΟΕΑ 18701