

EUROBANK ERGASIAS AE

**Γνωμοδότηση για την αξία των μετοχών
του Νέου Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου**

Ιούλιος 2013

Περιεχόμενα

	Σελίδα
Εισαγωγή	3
Βασικά στοιχεία για το έργο.....	3
Αντικείμενο της εργασίας μας.....	4
Μέθοδοι και Αποτέλεσμα Αποτίμησης.....	4

25 Ιουλίου 2013

Eurobank Ergasias A.E.
Λεωφόρος Αμαλίας 20
105 57 Αθήνα

Αξιότιμοι Κύριοι / Αξιότιμες Κυρίες,

1.0 Εισαγωγή

Αναθέσατε στην εταιρία μας την εκπόνηση μελέτης γνωμοδότησης για την αξία των μετοχών του Νέου Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου ΑΕ («Τ.Τ.» ή «η Εταιρία») που θα εισφερθούν από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Eurobank Ergasias ΑΕ («η Τράπεζα») στα πλαίσια της δεσμευτικής συμφωνίας που υπέγραψε η Τράπεζα με το ΤΧΣ για την εξαγορά του 100% του μετοχικού κεφαλαίου του Τ.Τ.

Στα πλαίσια της εντολής που μας δόθηκε και σαν αποτέλεσμα της εργασίας που πραγματοποιήσαμε, σας παραθέτουμε παρακάτω τη σχετική γνωμοδότηση μας. Η γνωμοδότηση μας αυτή έχει συνταχθεί για τη Διοίκηση της Τράπεζας σας και το Ελληνικό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας. Σημειώνουμε ότι συναινούμε η γνωμοδότηση μας να διατεθεί στο επενδυτικό κοινό, σύμφωνα με τα όσα προβλέπονται στον Κανονισμό 809/2004, στο άρθρο 9 του ΚΝ. 2190/1920 και της παραγράφου 4.1.4.1.3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

2.0 Βασικά στοιχεία για το έργο

Στις 15 Ιουλίου 2013 η Eurobank Ergasias ΑΕ υπέγραψε δεσμευτική συμφωνία με το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας για την εξαγορά του 100% του μετοχικού κεφαλαίου του Νέου Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου.

Η δεσμευτική συμφωνία προήλθε από διαγωνιστική διαδικασία που υλοποίησε το ΤΧΣ αφού πρώτα συνεκτιμήθηκαν παράμετροι όπως οι όροι των προσφορών, η μακροχρόνια μεγιστοποίηση της ωφέλειας που προκύπτει για το συνολικό χαρτοφυλάκιο του ΤΧΣ, καθώς και η συστημική τραπεζική σταθερότητα.

2.0 Βασικά στοιχεία για το έργο (συνέχεια)

Η πώληση θα ολοκληρωθεί με εισφορά των μετοχών του Νέου Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου στην Τράπεζα και μετά τις απαραίτητες εγκρίσεις από την DG Comp, την Τράπεζα της Ελλάδος, την Ελληνική Αρχή Ανταγωνισμού και τη Γενική Συνέλευση των μετόχων της Τράπεζας.

Σύμφωνα με το άρθρο 9 του Κ.Ν.2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών» και τις παραγράφους 4.1.4.1.4 και 4.1.4.1.3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών για την εξακρίβωση της αξίας των εταιρικών εισφορών σε είδος απαιτείται έκθεση αποτίμησης. Επίσης, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 8 και 9 του Ν. 2190/1920, το μετοχικό κεφάλαιο απαρτίζεται μόνο από στοιχεία ενεργητικού που μπορούν να τύχουν χρηματικής αποτίμησης.

Τέλος, να σημειωθεί ότι η αποτίμηση της αξίας του Τ.Τ. έγινε με ημερομηνία αναφοράς/αποτίμησης την 31η Μαΐου 2013 και βασίσθηκε στο Επιχειρησιακό Σχέδιο του Τ.Τ. που παραλάβαμε από την Διοίκηση της Τράπεζας.

3.0 Αντικείμενο της Εργασίας μας

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει, σύμφωνα με τις διατάξεις του Άρθρου 9 του Κ.Ν.2190/1920 καθώς επίσης και με τις παραγράφους 4.1.4.1.4 και 4.1.4.1.3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών, για την κάλυψη της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου με εισφορά σε είδος πρέπει να προηγηθεί αποτίμηση της εταιρικής εισφοράς.

Αντικείμενο επομένως της εργασίας μας είναι η αποτίμηση της αξίας των μετοχών του Τ.Τ. που θα εισφερθούν από το ΤΧΣ σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας στα πλαίσια της δεσμευτικής συμφωνίας που υπέγραψε η Τράπεζα με το ΤΧΣ για την εξαγορά του 100% των μετοχών του Τ.Τ.

4.0 Μέθοδοι και Αποτέλεσμα Αποτίμησης

Για να προβούμε στην αποτίμηση της αξίας των μετοχών του Τ.Τ., εξετάσαμε τις παρακάτω μεθόδους αποτίμησης.

Αξίζει να αναφερθεί ότι για κάθε μία από τις μεθοδολογίες που αναφέρονται στη συνέχεια και σε συνδυασμό με τα διαθέσιμα δεδομένα και στοιχεία, εξετάσαμε και το βαθμό στον οποίο κρίνονται κατάλληλες για τον υπολογισμό της αξίας του Τ.Τ. και για το λόγο αυτό για τον υπολογισμό του τελικού τιμήματος θεωρήθηκε απαραίτητο να γίνει στάθμιση τους.

4.0 Μέθοδοι και Αποτέλεσμα Αποτίμησης

A. Μέθοδος Προεξόφλησης των Μελλοντικών Μερισμάτων (Discounted Dividends Method)

Αποτελεί μία μέθοδο αποτίμησης που στηρίζεται στις μελλοντικές πηγές εισοδήματος και λαμβάνει υπόψη τα μερίσματα που θα προκύψουν από τη λειτουργία της τράπεζας σε μία δεδομένη χρονική περίοδο, σύμφωνα με το επιχειρηματικό σχέδιο που έχει καταρτισθεί. Βάσει της μελλοντικής κερδοφορίας και των μερισμάτων που διαμορφώνονται, τα μερίσματα προεξοφλούνται κάνοντας χρήση του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου ώστε να υπολογισθεί η παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων. Για την εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου χρησιμοποιήθηκε το Επιχειρησιακό Σχέδιο του Τ.Τ. και έγινε επιπλέον χρήση των παρακάτω δεδομένων/ παραδοχών:

- Ποσοστό εποπτικών κεφαλαίων: 9%
- Ποσοστό μερισμάτων προς διανομή (μετά την εξασφάλιση της απαραίτητης κεφαλαιακής επάρκειας (payout ratio): 80%
- Κόστος κεφαλαίου: Σταδιακά μειούμενο: 18,2% - 14,8%

Στην αξία που προέκυψε προστέθηκε η υπολειμματική αξία των μερισμάτων κατά την ημερομηνία της αποτίμησης, θεωρώντας ρυθμό ανάπτυξης στο διηνεκές ίσο με 0,75%, ώστε να προκύψει η τελική αξίας του Τ.Τ. βάσει της συγκεκριμένης μεθοδολογίας.

Μεταβάλλοντας το κόστος κεφαλαίου $\pm 0,25\%$ και το εύρος του ρυθμού ανάπτυξης στο διηνεκές μεταξύ 0,5% και 1%, προέκυψε ένα εύρος τιμών μεταξύ € 564 εκατ. και € 607 εκατ.

Η μέθοδος αυτή είναι ιδιαίτερα αντιπροσωπευτική και χρησιμοποιείται συχνά για την αποτίμηση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Λαμβάνοντας υπόψη και τις άλλες μεθόδους αποτίμησης, στη μέθοδο αυτή δόθηκε συντελεστής βαρύτητας ίσος με 70%.

B. Μέθοδος Ανάλυσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς

Με τη μέθοδο αυτή γίνεται συγκριτική ανάλυση με τη χρήση πολλαπλασιαστών (warranted ή justified multiple) και αποσκοπεί στη διερεύνηση του εάν ένα περιουσιακό στοιχείο είναι δίκαια αποτιμημένο σε σχέση με μια αξία που αποτελεί το μέτρο σύγκρισης (benchmark). Η μεθοδολογία αυτή βασίζεται στο γεγονός ότι η πιθανή αξία μίας εταιρίας ή μετοχής μπορεί να εκτιμηθεί βάσει εμπειρικών δεικτών που προκύπτουν από αντίστοιχες, ομοειδείς και κατά προτίμηση συγκρίσιμες εταιρίες των οποίων κατά βάση οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο.

Για την υλοποίηση της συγκεκριμένης μεθόδου αποτίμησης χρησιμοποιήθηκε δείγμα πέντε Ελληνικών τραπεζών: οι τέσσερις συστημικές τράπεζες (Εθνική Τράπεζα, Πειραιώς, Alpha Bank, Eurobank) καθώς και η Τράπεζα Αττικής.

4.0 Μέθοδοι και Αποτέλεσμα Αποτίμησης (συνέχεια)

Αν και εξετάστηκαν διάφοροι δείκτες, ο μόνος εφαρμόσιμος ήταν ο δείκτης της χρηματιστηριακής αξίας προς τα ίδια κεφάλαια. Η εφαρμογή του δείκτη στα στοιχεία του Τ.Τ. οδήγησε σε μία αξία αποτίμησης ίσης με € 208 εκατ. Η αξία αυτή προσαυξήθηκε κατά 23,2% λόγω αποτίμησης πλειοψηφικού πακέτου μετοχών με δυνατότητα ελέγχου του 100% των κοινών μετοχών της Τράπεζας (control premium), σε αντίθεση με τις χρηματιστηριακές αξίες των εταιριών του δείγματος που αντικατοπτρίζουν τη συνολική αξία μεμονωμένων μετοχών, χωρίς τη δυνατότητα άσκησης ελέγχου και διοίκησης και έτσι προέκυψε αξία ίση με € 256 εκατ.

Στη μέθοδο αυτή δόθηκε συντελεστής βαρύτητας ίσος με 10%.

Γ. Μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης

Η μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης είναι μια έμμεση μέθοδος αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της υπό εξέταση εταιρίας είναι ίση με την Καθαρή Θέση της όπως εμφανίζεται στις Οικονομικές Καταστάσεις κατά την ημερομηνία αποτίμησης, αφού προηγουμένως γίνουν οι απαραίτητες μεταβολές ώστε στα στοιχεία του Ενεργητικού και Παθητικού να εμφανίζονται στις αγοραίες αξίες τους.

Η αποτίμηση του Τ.Τ. με την μέθοδο αυτή διενεργήθηκε με βάση τις ανέλεγκτες οικονομικές καταστάσεις της 31 Μαΐου 2013 καθώς και στοιχεία που έχουν ληφθεί από το Vendor due diligence report με ημερομηνία Ιούλιος 2013, το οποίο έχει διενεργηθεί για λογαριασμό της Τράπεζας από ανεξάρτητο Ορκωτό Ελεγκτή Λογιστή και το οποίο παρουσίασε ως Καθαρή Θέση του Τ.Τ. το ποσό των € 470,2 εκατ.

Στη μέθοδο αυτή δόθηκε συντελεστής βαρύτητας ίσος με 10%.

Δ. Μέθοδος των Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Με την μέθοδο των Συγκρίσιμων Συναλλαγών χρησιμοποιείται το κατάλληλο δείγμα εταιριών που δραστηριοποιούνται σε αντίστοιχο κλάδο με την υπό εξέταση εταιρία και αποτέλεσαν αντικείμενο αγοροπωλησίας το τελευταίο διάστημα. Στη συνέχεια, το τίμημα που καταβλήθηκε για την εξαγορά ποσοστού της κάθε εξαγοραζόμενης εταιρίας ανάγεται στο 100% του μετοχικού της κεφαλαίου, δηλαδή υπολογίζεται το υποθετικό τίμημα στην περίπτωση που η συναλλαγή αφορούσε το 100% της εταιρίας.

Με βάση την αναπροσαρμοσμένη αξία που προκύπτει και σε συνδυασμό με τα οικονομικά μεγέθη των εταιριών που εξαγοράστηκαν, υπολογίζονται οι κατάλληλοι δείκτες για την εξαγωγή της εκτιμώμενης αξίας.

4.0 Μέθοδοι και Αποτέλεσμα Αποτίμησης (συνέχεια)

Για την εφαρμογή της μεθοδολογίας αυτής θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν στοιχεία από τις πρόσφατες εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στη χώρα μας τους τελευταίους μήνες. Παρόλα αυτά θεωρήθηκε ότι το δείγμα αυτών των συναλλαγών δεν θα οδηγούσε σε ασφαλή συμπεράσματα καθώς οι αξίες των συναλλαγών αυτών έχουν υπολογισθεί κάτω από ένα ειδικό καθεστώς και ιδιαίτερες οικονομικές συνθήκες.

Ως εκ τούτου χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία που αφορούν κυρίως αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων που υλοποιήθηκαν από την Εθνική Τράπεζα, την Τράπεζα Πειραιώς, την Alpha Bank και την Attica Bank το τελευταίο διάστημα. Ως καταλληλότερος δείκτης για την αποτίμηση κρίθηκε ο δείκτης της Χρηματιστηριακής Αξίας προς τα Ίδια Κεφάλαια ο οποίος οδήγησε σε αξία ίση με € 129 εκατ.

Στο τμήμα αυτό προστέθηκε και control premium ίσο με 23,2% το οποίο τελικά οδήγησε σε αξία αποτίμησης ίση με € 160 εκατ. Στη μέθοδο αυτή δόθηκε συντελεστής βαρύτητας ίσος με 10%.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της αποτίμησης τα οποία προέκυψαν από κάθε μεθοδολογία ξεχωριστά και την ειδική βαρύτητα που δόθηκε στην κάθε μία, στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται η σταθμισμένη τιμή/εύρος της αξίας του Τ.Τ. χωρίς να έχουν ληφθεί υπόψη οι αναμενόμενες συνέργειες.

Αξία αποτίμησης (χωρίς συνέργειες)

Μέθοδοι Αποτίμησης	Εκπνύμενη αξία μεθόδου		Συντελεστής βαρύτητας μεθόδου (%)	Σταθμισμένη αξία μεθόδου	
	Κατώτερη πμή	Ανώτερη πμή		Κατώτερη πμή	Ανώτερη πμή
1. Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων	564	607	70%	395	425
2. Δείκτες Κεφαλαιαγοράς	256	256	10%	26	26
3. Συγκρίσιμες Συναλλαγές	160	160	10%	16	16
4. Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση	470	470	10%	47	47
Εκπνύμενη Αξία Τράπεζας 31.5.2013 (χωρίς συνέργειες)			100%	483	513

Ποσά σε € εκατ. (εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

Πηγή: Υπολογισμοί RSM Greece

Όπως παρατηρείται η αξία των μετοχών του Τ.Τ., χωρίς να έχουν ληφθεί υπόψη οι συνέργειες υπολογίζεται σε € 483 εκατ. έως € 513 εκατ.

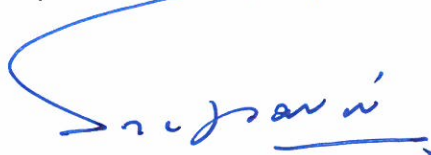
Να σημειώσουμε ότι μετά τη διαμόρφωση της σταθμισμένης αξίας, προστέθηκε και η αξία των συνεργειών που έχουμε υπολογίσει για την περίπτωση αυτής της εξαγοράς.

4.0 Μέθοδοι και Αποτέλεσμα Αποτίμησης (συνέχεια)

Η καθαρή παρούσα αξία των συνεργειών έχει υπολογισθεί στο ποσό των € 204 εκατ. Το ποσό αυτό αποτελείται από συνέργειες α) λειτουργικού κόστους ύψους € 100 εκατ. οι οποίες αναμένονται κυρίως από τον εξορθολογισμό του μισθοδοτικού κόστους, της λειτουργίας των καταστημάτων και των διοικητικών υπηρεσιών, β) συνέργειες εσόδων από σταυροειδείς πωλήσεις ύψους € 30 εκατ. και γ) συνέργειες που προέρχονται από τη μείωση του κόστους χρηματοδότησης ύψους € 74 εκατ.

Επομένως, μετά και την προσθήκη των συνεργειών στην αξία της αποτίμησης που υπολογίστηκε παραπάνω, η συνολική αξία των μετοχών του Τ.Τ. είναι € 687 εκατ. έως € 717 εκατ.

Με ιδιαίτερη εκτίμηση
Για την RSM Greece AE



Άθως Στυλιανού, FCCA
Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής