

20 Σεπτεμβρίου 2011

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της:
Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias A.E.
Όθωνος 8
105 57 Αθήνα

Κύριοι,

ΘΕΜΑ: Γνωμοδότηση κατ' Άρθρο 16 παρ. 5 Ν.2515/1997 και κατ' Άρθρο 4.1.4.1.3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών, Σχετικά με την Προτεινόμενη Συγχώνευση με Απορρόφηση της Τράπεζας EFG Eurobank Ergasias A.E. από την Alpha Bank A.E.

1.0 Εισαγωγή

1.1 Σε εκτέλεση της από 29.8.2011 εντολής που μας δόθηκε με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Τράπεζας EFG Eurobank Ergasias A.E. (κατωτέρω και «Eurobank» ή «η Απορροφώμενη»), στο πλαίσιο της προτεινόμενης συγχώνευσης με απορρόφησή της από την Alpha Bank A.E. (κατωτέρω και «Alpha Bank», ή «Alpha» ή «η Απορροφούσα»), εφεξής από κοινού αναφερόμενες και ως οι «Τράπεζες», σύμφωνα με τις διατάξεις:

- α) των άρθρων 68 §2 και 69-70 και 72-77α του κ.ν. 2190/1920 («Περί Ανωνύμων Εταιρειών»), όπως ισχύουν σήμερα,
- β) σε συνδυασμό με τα άρθρα 16 §1-2, 5-14 και 18 του ν. 2515/1997 («Συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων»), όπως ισχύουν σήμερα,

στους όρους και διατυπώσεις των οποίων υπάγεται η συγκεκριμένη συναλλαγή, προβήκαμε στις παρακάτω ενέργειες:

- α) **στην ετοιμασία Έκθεσης Διαπίστωσης της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της Eurobank** κατά την 31^η Δεκεμβρίου 2010, ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού,
- β) **στη διενέργεια Ανεξάρτητης Αποτίμησης των Τραπεζών**, με ημερομηνία αναφοράς αυτή των τελευταίων δημοσιευμένων και επισκοπημένων από ορκωτούς ελεγκτές οικονομικών καταστάσεων της 30^{ης} Ιουνίου 2011, λαμβάνοντας όμως υπόψη και ορισμένα νεότερα στοιχεία μέχρι και την ημερομηνία ανακοίνωσης της προτεινόμενης συγχώνευσης, ήτοι μέχρι και την 23^η Αυγούστου 2011,

- γ) **στον έλεγχο του από 20/9/2011 Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης** για την απορρόφηση της Eurobank από την Alpha Bank, και
- δ) **στην διατύπωση μέσω της παρούσας έκθεσης της γνώμης μας** για το εύλογο, δίκαιο και λογικό (Fairness Opinion) της προτεινόμενης από τα Διοικητικά Συμβούλια των Τραπεζών σχέσης αξιών και σχέσης ανταλλαγής των μετοχών τους, όπως αυτή περιγράφεται στο από 20/9/2011, Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης.

Οι ενότητες που ακολουθούν παρουσιάζουν περισσότερα στοιχεία, καθώς και τα συμπεράσματα των εργασιών που εκτελέσαμε.

- 1.2 Στο πλαίσιο του αντικείμενου της εργασίας μας όπως αυτό αναφέρθηκε παραπάνω, διενεργήσαμε συγκριτική αποτίμηση των δύο Τραπεζών, κατά την οποία εξετάσαμε τα συγκριτικά οικονομικά τους μεγέθη, ενώ αξιολογήσαμε και λάβαμε υπόψη μεταξύ άλλων και τα εξής:
- α. τις συνθήκες και τους όρους της προτεινόμενης συγχώνευσης, όπως προδιαγράφονται στο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης,
 - β. το ανταγωνιστικό περιβάλλον και τις μακροοικονομικές συνθήκες του τραπεζικού κλάδου στην Ελλάδα και γενικότερα στην ευρύτερη περιοχή που δραστηριοποιούνται οι δύο Τραπεζικοί Όμιλοι, στο βαθμό που αυτό μπορεί να εκτιμηθεί,
 - γ. τους κυριότερους παράγοντες και τις σχετικές τάσεις που επηρέασαν τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία και μεγέθη των Τραπεζών,
 - δ. την οικονομική θέση των Τραπεζών τόσο κατά την 30^η Ιουνίου 2011, ήτοι την ημερομηνία των πιο πρόσφατων δημοσιευμένων και επισκοπημένων, από τους τακτικούς ορκωτούς ελεγκτές τους, οικονομικών καταστάσεων τους, όσο και σημαντικά οικονομικά και επιχειρηματικά γεγονότα που έλαβαν χώρα και έχουν περιέλθει σε γνώση μας έως και την ημερομηνία έκδοσης της γνωμοδότησής μας,
 - ε. στοιχεία και πληροφορίες για την αγορά δραστηριοποίησης και τον ανταγωνισμό, από δημοσιευμένες και άλλες αξιόπιστες πιστεύουμε πηγές,
 - στ. ιστορικά στοιχεία και αναλύσεις καθώς και προβλέψεις μελλοντικών αποτελεσμάτων που μας δόθηκαν από τις διοικήσεις των Τραπεζών,
 - ζ. στοιχεία που προέκυψαν από συζητήσεις που είχαμε με στελέχη των διοικήσεων των Τραπεζών, σχετικά με τη θέση και τις προοπτικές των Τραπεζών και των δύο τραπεζικών ομίλων γενικότερα, συμπεριλαμβανομένων και των κυριότερων θυγατρικών και συμμετοχών τους,
 - η. άλλες πληροφορίες, μελέτες και αναλύσεις, καθώς και χρηματοοικονομικούς και χρηματιστηριακούς δείκτες συγκρίσιμων τραπεζών, που θεωρήσαμε συναφείς και κατάλληλους για τους σκοπούς της διαμόρφωσης της γνώμης μας,
 - θ. την χρηματιστηριακή πορεία και κεφαλαιοποίηση των Τραπεζών κατά τους τελευταίους 12 μήνες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της προτεινόμενης συγχώνευσης.

- 1.3 Επιπλέον, για σκοπούς εκπόνησης της συγκριτικής αποτίμησης των Τραπεζών, συνεκτιμήθηκε και λήφθηκε σημαντικά υπόψη ότι στη Σύνοδο Κορυφής της 21^{ης} Ιουλίου 2011 οι αρχηγοί των κρατών μελών της Ευρωζώνης συμφώνησαν σε ένα ολοκληρωμένο σχέδιο οικονομικής βοήθειας για την Ελλάδα το οποίο περιλαμβάνει και την εθελοντική συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα. Σε ότι αφορά τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα, παρέχεται η δυνατότητα εθελοντικής ανταλλαγής ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου με λήξη από τα μέσα του 2011 έως τα τέλη του 2020 με νέα ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου διάρκειας έως και 30 ετών, σε συνδυασμό με τη συμμετοχή στο πρόγραμμα επαναγοράς χρέους που θα υιοθετηθεί από την Ελληνική Κυβέρνηση. Λαμβάνοντας υπόψη ότι το ευρωπαϊκό πρόγραμμα στήριξης βελτιώνει τους όρους και τις συνθήκες της οικονομικής βοήθειας προς την Ελλάδα και ενισχύει τη στήριξη του ελληνικού χρέους, τόσο οι διοικήσεις των Τραπεζών, όσο και εμείς, εκτιμούμε ότι η Ελλάδα θα είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις δεσμεύσεις που έχει αναλάβει, και ως εκ τούτου δεν τίθεται υπό αμφισβήτηση η εισπραξιμότητα των μελλοντικών ταμειακών ροών (τόκων & κεφαλαίων) για τους τίτλους που έχει εκδώσει το Ελληνικό Δημόσιο (δηλ. λήξης πέραν του 2020) και οποίοι δεν υπάγονται στο πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων. Αντίστοιχα, ότι δεν θα υπάρξει πρόβλημα με τυχόν δάνεια που έχουν δοθεί προς άλλους φορείς του ευρύτερου δημοσίου τομέα, καθώς και λοιπά δάνεια τα οποία έχουν την εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου.

Για περισσότερα στοιχεία σχετικά με τις εκτιμήσεις των διοικήσεων των δύο Τραπεζών σχετικά με τα θέματα αυτά, παραπέμπουμε στη Σημείωση 10 των Συνοπτικών Ενοποιημένων Ενδιάμεσων Οικονομικών Καταστάσεων για το εξάμηνο που έληξε στις 30.6.2011 της Eurobank και στη Σημείωση 4 της Εξαμηνιαίας Οικονομικής Έκθεσης για το εξάμηνο που έληξε στις 30.6.2011 της Alpha Bank.

- 1.4 Επίσης:
- α) υποθέσαμε ότι δεν θα υπάρξει σημαντική αλλαγή στο ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον στην Ελλάδα και διεθνώς στο άμεσο μέλλον που θα μπορούσε να μεταβάλλει σημαντικά τα δεδομένα, στη βάση των οποίων στηρίχθηκαν οι διοικήσεις των Τραπεζών για την έκδοση των εξαμηνιαίων οικονομικών καταστάσεων της περιόδου 01.01. έως 30.06.2011, και
 - β) θεωρήσαμε, έπειτα και από διαβεβαιώσεις αμοτερών των διοικήσεων, ότι οι προβλέψεις για επισφαλείς χορηγήσεις είναι επαρκείς.
- 1.5 Σημειώνεται ότι οι εμπειρογνώμονες που διενήργησαν την αποτίμηση των δύο Τραπεζών και ο Ορκωτός Ελεγκτής που υπογράφει την παρούσα Γνωμοδότηση, δεν συνδέονται με οποιονδήποτε τρόπο με τις υπό συγχώνευση Τράπεζες για την τελευταία πριν τη συγχώνευση 5ετία.

2.0 Διαπίστωση Λογιστικής Αξίας

Διαπιστώθηκε, με βάση τη σχετική Έκθεση επί του Ισολογισμού Μετασχηματισμού της Eurobank που υπογράφει ο υποφαινόμενος Ορκωτός Ελεγκτής Μιχάλης Χατζηπαύλου (ΑΜ ΣΟΕΛ 12511), ότι η λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων της Απορροφώμενης, προκύπτει από τους λογαριασμούς του Ισολογισμού Μετασχηματισμού της 31^η Δεκεμβρίου 2010 σε ατομική βάση και συμφωνεί με τα κατά την ημερομηνία εκείνη τηρούμενα από τη Eurobank βιβλία και στοιχεία.

3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών

- 3.1 Για τον καθορισμό του εύρους αξιών και της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών των Τραπεζών, διενεργήσαμε αποτίμηση της αξίας των συγχωνευόμενων Τραπεζών, ήτοι της Απορροφούσας Alpha Bank και της Απορροφώμενης Eurobank.
- 3.2 Οι αποτιμήσεις αυτές έγιναν σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές αρχές και μεθόδους που ακολουθούνται διεθνώς και τα τελικά αποτελέσματα εξήχθηκαν, αφού λήφθηκε υπόψη ο βαθμός καταλληλότητας της κάθε μεθόδου. Κατά την άποψή μας, τόσο οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν, όσο και η βαρύτητα που αποδόθηκε σε κάθε μία από αυτές, είναι οι ενδεδειγμένες και κατάλληλες για την συγκεκριμένη αποτίμηση, λαμβάνοντας υπόψη, μεταξύ άλλων, την οικονομική και λειτουργική κατάσταση της κάθε Τράπεζας, το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον στην Ελλάδα και διεθνώς, τις εκτιμήσεις των διοικήσεων των Τραπεζών για την μελλοντική πορεία της αγοράς, το πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου που βρίσκεται σε εξέλιξη, καθώς και τις διαβεβαιώσεις των διοικήσεων σχετικά με την επάρκεια των προβλέψεων για πιστωτικό ή άλλο κίνδυνο.
- 3.3 Η έκθεση της γνώμης μας για το εύλογο, δίκαιο και λογικό της προτεινόμενης σχέσης αξιών, βασίσθηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία, καθώς και σε πληροφορίες και στοιχεία που μας δόθηκαν από τις διοικήσεις των υπό συγχώνευση Τραπεζών, οι οποίες μας διαβεβαίωσαν ότι είναι ακριβή και πλήρη.
- 3.4 Στη συγκεκριμένη εργασία αποτίμησης, εξετάσθηκε η δυνατότητα εφαρμογής των κάτωθι διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης:

Μέθοδος	Προσέγγιση
α. Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	Αγοράς
β. Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)	Αγοράς
γ. Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών	Αγοράς
δ. Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης	Κόστους
ε. Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (ή Μερισμάτων)	Εισοδήματος

Για την αποτίμηση των Τραπεζών χρησιμοποιήθηκαν όλες οι ως άνω μέθοδοι αποτίμησης, εκτός από τη μέθοδο των Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών (γ παραπάνω), η οποία δεν εφαρμόστηκε διότι δεν έχουν πραγματοποιηθεί σχετικά πρόσφατα συναλλαγές αντίστοιχου μεγέθους στο Ελληνικό τραπεζικό κλάδο, ενώ τυχόν διεθνείς ανάλογες συναλλαγές δεν μπορούν να θεωρηθούν συγκρίσιμες στην παρούσα συγκυρία. Για την εξαγωγή των τελικών αποτελεσμάτων αποτίμησης, δόθηκε βαρύτητα μέσω συντελεστών στάθμισης κατά την κρίση μας, στις πιο κατάλληλες για τη συγκεκριμένη αποτίμηση μεθόδους.

3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών

- 3.5 Στη συγκεκριμένη εργασία αποτίμησης, υιοθετήθηκε η παραδοχή ότι οι Τράπεζες θα συνεχίσουν να λειτουργούν στους τομείς που δραστηριοποιούνται και σήμερα, ανεξάρτητα η μια από την άλλη και απρόσκοπτα (“as is, stand-alone & going concern bases”). Οι παραδοχές αυτές θεωρούν μεταξύ άλλων, ότι οι Τράπεζες δεν θα συγχωνευτούν με άλλη εταιρία δεν θα δημιουργήσουν κοινές εταιρίες και δεν θα προβούν σε άλλες πιθανές ενέργειες (π.χ. αλλαγή ή διεύρυνση τομέα δραστηριότητας, επέκταση σε νέες αγορές, κλπ.), οι οποίες πιθανόν να δημιουργούσαν βελτιωμένα αποτελέσματα λόγω συνεργειών, ή θα μετέβαλλαν σε σημαντικό βαθμό το είδος της δραστηριότητάς τους, ή τον τρόπο λειτουργίας των Τραπεζών.

3.5.α. Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς

Εισαγωγή

Η μέθοδος αυτή προσδιορίζει την αξία μίας εταιρίας συγκρίνοντάς την με ομοειδείς εταιρίες, των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια και πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις και κριτήρια συγκρισιμότητας.

Παραδοχές για την Εφαρμογή της Μεθόδου

Όσον αφορά στη χρήση της μεθόδου αυτής, βασιστήκαμε σε στοιχεία εισηγμένων τραπεζών αντίστοιχου μεγέθους με τις υπό αποτίμηση Τράπεζες. Ειδικότερα το δείγμα που θεωρήθηκε πιο συγκρίσιμο περιλαμβάνει τις ακόλουθες 6 (έξι) τράπεζες με έδρα την Ελλάδα και την Κύπρο (και σημαντική ωστόσο παρουσία στην Ελλάδα): Εθνική, Alpha, Eurobank, Πειραιώς, Κύπρου και Marfin Popular Bank.

Κατά την αποτίμηση της Eurobank, για τον προσδιορισμό των συγκρίσιμων δεικτών εξαιρέθηκε από το δείγμα η Eurobank, ενώ αντίστοιχα, κατά την αποτίμηση της Alpha Bank, εξαιρέθηκε η τελευταία. Θεωρούμε ότι τα δείγματα που επιλέχθηκαν κατά περίπτωση, είναι τα πλέον κατάλληλα, με βάση τα σημερινά δεδομένα.

Με βάση τα στοιχεία αυτά, υπολογίσθηκαν χρηματιστηριακοί πολλαπλασιαστές (δείκτες) όπως, Χρηματιστηριακή Αξία προς Εμπράγματα Ίδια Κεφάλαια, Χρηματιστηριακή Αξία προς Ίδια Κεφάλαια, κ.α. Στη συνέχεια, οι πολλαπλασιαστές αυτοί εφαρμόστηκαν στα τελευταία διαθέσιμα ενοποιημένα οικονομικά μεγέθη της κάθε Τράπεζας.

3.5.β. Μέθοδος Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)

Εισαγωγή

Στην περίπτωση αποτίμησης εισηγμένων σε χρηματιστήρια αξιών εταιριών, λαμβάνεται υπόψη και σε σημαντικό βαθμό κατά την αποτίμησή τους και η χρηματιστηριακή τους αξία (κεφαλαιοποίηση). Λόγω του γεγονότος ότι η χρηματιστηριακή αξία μιας εταιρίας εισηγμένης στο χρηματιστήριο μπορεί να παρουσιάζει σημαντικές διακυμάνσεις, ακόμα και κατά τη διάρκεια σχετικά μικρών χρονικών διαστημάτων, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη εκτός από την χρηματιστηριακή αξία που έχει μια εταιρία κατά την ημερομηνία αποτίμησης και ο μέσος όρος της χρηματιστηριακής της αξίας σε μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα, πλησίον της ημερομηνίας αυτής, τα οποία μπορεί να είναι ένας, δύο ή και περισσότεροι μήνες.

3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών

Παραδοχές για την Εφαρμογή της Μεθόδου

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου αυτής συγκεντρώθηκαν στοιχεία για τη χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση των Τραπεζών με βάση τα ακόλουθα χρονικά διαστήματα:

- κατά την, καθώς και μία ημέρα πριν την, ημερομηνία ανακοίνωσης της προτεινόμενης συγχώνευσης (29.08.2011),
- το μέσο όρο των τιμών κλεισίματος των μετοχών των Τραπεζών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.) 1, 3, 6, και 12 μήνες πριν την συγκεκριμένη ημερομηνία.

Για τον υπολογισμό των αντίστοιχων χρηματιστηριακών αξιών (κεφαλαιοποιήσεων) των Τραπεζών, λήφθηκε υπόψη ο αριθμός των εκ κυκλοφορία μετοχών και οι αντίστοιχες τιμές κλεισίματος των μετοχών (ή μέσος όρος αυτών) στο Χ.Α.

Σημειώνουμε ότι στα πλαίσια εφαρμογής της μεθόδου αυτής, κρίθηκε σκόπιμο να συνεκτιμηθεί το γεγονός ότι η Alpha σχετικά πρόσφατα δέχθηκε άλλη πρόταση συγχώνευσης από την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.. Η πρόταση αυτή συμπεριλάμβανε προσαύξηση επί της μέσης χρηματιστηριακής τιμής της Alpha για τους τελευταίους 12 μήνες πριν τη 17.01.2011 (ημερομηνία έναρξης διαπραγματεύσεων) της τάξης του 23,7% περίπου. Έτσι, σε ότι αφορά την Alpha, λήφθηκε κατά την εφαρμογή αυτής της μεθόδου υπόψη και μια προσαρμοσμένη χρηματιστηριακή αξία στην οποία συμπεριλήφθηκε το ως άνω υπερτίμημα στις αξίες που προέκυψαν με βάση την ιστορική πορεία της μετοχής της Alpha.

Οι κυριότερες παραδοχές που ικανοποιούνται και άρα μας επιτρέπουν να κάνουμε χρήση της μεθόδου αυτής είναι ότι:

- α. υπάρχει επαρκής διασπορά των μετοχών των Τραπεζών (free float),
- β. οι μετοχές των Τραπεζών διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο για επαρκές χρονικό διάστημα,
- γ. κατά την υπό εξέταση περίοδο πραγματοποιήθηκε επαρκής όγκος συναλλαγών των μετοχών των Τραπεζών στο χρηματιστήριο (εμπορευσιμότητα),
- δ. οι επενδυτές έχουν ίση και επαρκή πληροφόρηση για τις Τράπεζες,
- ε. δεν υπάρχουν ενδείξεις χειραγώγησης των τιμών των μετοχών τους.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, κρίθηκε σκόπιμο ότι μπορούμε να εξαγάγουμε ικανοποιητικά και αξιόπιστα συμπεράσματα από την εφαρμογή της μεθόδου αυτής.

3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών

3.5.γ. Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης

Εισαγωγή

Η μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης αντικατοπτρίζει και αποτυπώνει τη χρηματοοικονομική θέση μίας εταιρίας σε μία συγκεκριμένη ημερομηνία. Η εφαρμογή της μεθόδου αυτής βασίζεται στους Ισολογισμούς των υπό αποτίμηση Τραπεζών κατά την ημερομηνία αποτίμησης ή πλησίον αυτής, σε συνδυασμό με ορισμένες αναπροσαρμογές που κρίνονται απαραίτητες (π.χ. αναπροσαρμογή αξίας λόγω ενδεικτικά ύπαρξης υπεραξίας προερχόμενη από εξαγορές), κατά περίπτωση, κατά την κρίση του αποτιμητή, βάσει τυχόν σημειώσεων των διοικήσεων των Τραπεζών, ή/και τυχόν παρατηρήσεων των ορκωτών ελεγκτών επί των αντίστοιχων οικονομικών καταστάσεων, ή/και τυχόν άλλων αναπροσαρμογών που κρίνονται εύλογες.

Παραδοχές για την Εφαρμογή της Μεθόδου

Για τον υπολογισμό της αξίας της κάθε τράπεζας βάσει της μεθόδου αυτής, λήφθηκαν υπόψη οι δημοσιευμένοι και επισκοπημένοι, από τους εκατέρωθεν τακτικούς τους ελεγκτές, Ισολογισμοί της 30^{ης} Ιουνίου 2011, σε ενοποιημένη βάση, με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (Δ.Π.Χ.Α.).

Για τον προσδιορισμό της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης κατά την 30.6.2011, δεν λήφθηκαν υπόψη, ως μέρος των ιδίων κεφαλαίων τα τυχόν δικαιώματα μειοψηφίας, οι προνομιούχες μετοχές που εκδόθηκαν τόσο από την Alpha Bank όσο και από τη Eurobank υπέρ του Ελληνικού Δημοσίου (στα πλαίσια του Ν.3723/2008), οι οποίες δύναται να εξαγοραστούν, υβριδικά κεφάλαια καθώς και οι ίδιες μετοχές που κατέχει η Eurobank.

Σημειώνουμε ότι, σε ότι αφορά τόσο την Alpha Bank όσο και τη Eurobank, στα ίδια κεφάλαια που εμφανίζονται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις με 30.6.2011, έγινε αναπροσαρμογή (απομείωση) κατά το ύψος της υπεραξίας που έχει προκύψει από εξαγορές. Μετά την αναπροσαρμογή αυτή τα ίδια κεφάλαια των δύο Τραπεζών ισοδυναμούν με το ύψος των Εμπράγματος Ιδίων Κεφαλαίων (Tangible Book Value).

3.5.δ. Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών

Εισαγωγή

Η μέθοδος αυτή βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας επιχείρησης προκύπτει από την προεξόφληση του συνόλου των μελλοντικών διαθέσιμων ταμειακών ροών (για τη συγκεκριμένη περίπτωση των μερισμάτων) προς τους κοινούς μετόχους της. Η μέθοδος αυτή προϋποθέτει, μεταξύ άλλων, τις εξής αναλύσεις: εσόδων, εξόδων, προβλέψεων για απομείωση δανείων, κεφαλαιουχικών επενδύσεων, κεφαλαιακής δομής, κεφαλαιακής επάρκειας και υπολειμματικής αξίας.

Με βάση τα αποτελέσματα των παραπάνω αναλύσεων, γίνεται πρόβλεψη του συνόλου των μελλοντικών διαθέσιμων ταμειακών ροών προς τους κοινούς μετόχους από τη λειτουργία των Τραπεζών για ένα συγκεκριμένο μελλοντικό χρονικό διάστημα. Οι μελλοντικές διαθέσιμες χρηματικές ροές (μερίσματα) προεξοφλούνται με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο και προσδιορίζεται η παρούσα αξία τους. Επίσης, υπολογίζεται η υπολειμματική αξία των Τραπεζών στο τέλος του παραπάνω χρονικού διαστήματος για το οποίο γίνονται προβλέψεις και προεξοφλείται και αυτή για να υπολογιστεί η παρούσα αξία της. Τέλος, η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών προστίθεται στην παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας, για να καταλήξουμε στην αξία των κοινών μετοχών.

3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών

Παραδοχές για την Εφαρμογή της Μεθόδου

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου, βασιστήκαμε σε προβλέψεις που λάβαμε από τις διοικήσεις των Τραπεζών. Επί των προβλέψεων αυτών πραγματοποιήσαμε περιορισμένες προσαρμογές, όπου κρίθηκε σκόπιμο. Οι προβλέψεις προέρχονται από τα επιχειρηματικά σχέδια που έχουν συντάξει οι διοικήσεις των Τραπεζών.

Αναπτύχθηκαν αναλυτικές προβλέψεις για περίοδο 5 περίπου ετών (2011 – 2015), βάσει των οποίων υπολογίστηκε το άθροισμα των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών (μερισμάτων) προς τους μετόχους. Στη συνέχεια, προσδιορίστηκε η υπολειμματική αξία κάθε τράπεζας (δηλαδή η αξία τους το 2015).

Κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο για τις Τράπεζες θεωρήθηκε το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (Cost of Equity). Το προεξοφλητικό επιτόκιο έχει σταθμιστεί προκειμένου να λάβει υπόψη τη συνεισφορά των Ελληνικών και διεθνών δραστηριοτήτων στον κάθε όμιλο. Επιπλέον, εξαιτίας της οικονομικής συγκυρίας και των έντονων διακυμάνσεων της αγοράς των Ελληνικών ομολόγων, κρίθηκε σκόπιμο, για σκοπούς διασφάλισης της αντικειμενικότητας του αποτελέσματος, ο υπολογισμός του να γίνει με δύο διαφορετικές προσεγγίσεις.

Πρόσθετα, πραγματοποιήσαμε αναλύσεις ευαισθησίας για να διαπιστωθεί η επίδραση διαφορετικών προεξοφλητικών επιτοκίων επί των αποτελεσμάτων αποτίμησης.

Σημειώνεται ότι για την εφαρμογή της μεθόδου αυτής βασιστήκαμε στην παραδοχή ότι οι Τράπεζες θα συνεχίσουν απρόσκοπτα τις δραστηριότητές τους.

- 3.6 Το εύρος της σχέσης αξιών Alpha Bank προς Eurobank που προκύπτει ανά μέθοδο, παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα.

Μέθοδος	Ενδεικτικό Εύρος Σχέσης Αξιών Alpha Bank προς Eurobank
α) Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	1,076 έως 1,329 προς 1
β1) Χρηματιστηριακής Αξίας	0,893 έως 1,312 προς 1
β2) Προσαρμοσμένης Χρηματιστηριακής Αξίας	1,105 έως 1,623 προς 1
γ) Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης	1,247 προς 1
δ) Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών	1,004 έως 1,253 προς 1

- 3.7 Δυσχέρειες ή δυσκολίες κατά την εκτίμηση της αξίας των συγχωνευόμενων Τραπεζών ή τον τρόπο προσδιορισμού του εύρους της σχέσης ανταλλαγής μετοχών δεν προέκυψαν.

3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών

- 3.8 Σταθμίζοντας τα αποτελέσματα αποτίμησης ανάλογα με την καταλληλότητα της κάθε μεθόδου και πιο συγκεκριμένα δίνοντας μεγαλύτερη βαρύτητα στις μεθόδους της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης και της Χρηματιστηριακής Αξίας, και μικρότερη βαρύτητα στη μέθοδο Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών και Δεικτών Κεφαλαιαγοράς, προέκυψε ένα τελικό εύρος σχέσης αξιών μεταξύ Alpha Bank και Eurobank.

1,053 έως 1,451 προς 1 (Alpha Bank προς Eurobank).

- 3.9 Για τον υπολογισμό του λόγου ανταλλαγής μετοχών, εκτός από τις αποτιμήσεις των Τραπεζών συνεκτιμήθηκαν επίσης και τα εξής:
- α. Τα προγράμματα διάθεσης δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών σε μέλη του προσωπικού και των διοικήσεων της Απορροφώμενης ή και συνδεδεμένων με αυτή εταιριών, τα οποία όμως δεν επηρεάζουν τα αποτελέσματα αποτίμησης στα πλαίσια του προσδιορισμού της σχέσης ανταλλαγής μετοχών, εξαιτίας του περιορισμένου μεγέθους των προγραμμάτων αυτών, σε σύγκριση με το συνολικό μετοχικό της κεφάλαιο, καθώς και της τιμής άσκησης τους.
 - β. Θεωρήθηκε ότι οι Προνομιούχες Μετοχές που έχουν εκδοθεί υπέρ του Ελληνικού Δημοσίου σύμφωνα με το Ν. 3723/2008 και οι οποίες είναι μετατρέψιμες σε κοινές μετοχές μετά την πάροδο πέντε ετών από την ημερομηνία έκδοσης τους, εφόσον δεν είναι δυνατή η εξαγορά τους, θα εξαγοραστούν καθώς οι Τράπεζες, με βάση τα προγράμματα ενίσχυσης της κεφαλαιακής τους θέσης εκτιμούν ότι μέχρι τη λήξη της πενταετίας θα διαθέτουν ιδιαίτερα υψηλούς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας και βασικών εποπτικών κεφαλαίων. Έτσι οι μετοχές αυτές δεν συνεκτιμήθηκαν στον υπολογισμό των ιδίων κεφαλαίων και της σχέσης ανταλλαγής μετοχών.
 - γ. Οι μετατρέψιμες ομολογίες συνολικού ονομαστικού ποσού συνολικού ύψους € 500 εκατ, το υπόλοιπο των οποίων ανέρχεται σήμερα στο ποσό των € 350 εκατ περίπου, και που δύναται να μετατραπούν σε κοινές μετοχές της Απορροφώμενης μετά την πάροδο πενταετίας από την έκδοσή τους. Η μετατροπή τους θεωρήθηκε γεγονός μεταγενέστερο της συγχώνευσης και δεν λήφθηκε υπόψη κατά τον υπολογισμό της σχέσης ανταλλαγής μετοχών.
 - δ. οι λοιπές πληροφορίες που καταγράφονται στο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης.

4.0 Έλεγχος του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης

Ελέγξαμε το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης, προκειμένου να διαπιστώσουμε κατά πόσο η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής των μετοχών είναι εύλογη, δίκαιη και λογική και ότι προκύπτει από την εκτίμηση της αξίας των συγχωνευόμενων Τραπεζών που διενεργήσαμε.

5.0 Συμπεράσματα

5.1 Τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο Τραπεζών προτείνουν σχέση ανταλλαγής μετοχών ως ακολούθως:

- α) Κάθε μέτοχος της Απορροφώμενης (πλην της Απορροφώσας) θα ανταλλάσσει 7,000 κοινές, μετά δικαιωμάτων ψήφου μετοχές ονομαστικής αξίας € 2,22 που κατέχει στην Απορροφώμενη, με 5,000 νέες κοινές ονομαστικές μετά δικαιώματος ψήφου μετοχές της Απορροφώσας (νέας ονομαστικής αξίας € 1,50 ανά μετοχή).
- β) Μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, οι μέτοχοι της Απορροφώσας (πλην της Απορροφώμενης) που κατέχουν κοινές μετοχές θα συνεχίσουν να κατέχουν τον ίδιο, όπως και πριν την συγχώνευση, αριθμό μετοχών της Απορροφώσας (νέας ονομαστικής αξίας € 1,50 ανά μετοχή).

Μετοχές έκδοσης της Απορροφώσας και κυριότητας της Απορροφώμενης θα μεταβιβαστούν συνέπεια της συγχωνεύσεως από την Απορροφώμενη στην Απορροφώσα.

Τυχόν προκύπτοντα κλασματικά υπόλοιπα θα τακτοποιηθούν δυνάμει σχετικής αποφάσεως της οικείας γενικής συνελεύσεως.

5.2 Κατά τη γνώμη μας, και λαμβάνοντας υπόψη τα όσα καταγράφονται στο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης, καθώς και την αποτίμηση των Τραπεζών που διενεργήσαμε, η προτεινόμενη από τα Διοικητικά Συμβούλια των Τραπεζών σχέση ανταλλαγής μετοχών,

Μετοχές Alpha Bank προς μετοχές Eurobank

5 μετοχές Alpha προς

7 μετοχές Eurobank

η οποία υποδηλώνει σχέση αξιών:

Alpha Bank προς Eurobank

1,353 προς 1

εμπίπτει εντός του εύρους της σχέσης αξιών που προέκυψε από τις αποτιμήσεις που διενεργήσαμε και επομένως η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής μετοχών είναι εύλογη, δίκαιη και λογική, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 16 Παρ. 5 του Ν. 2515/1997 όπως ισχύει και του Άρθρου 4.1.4.1.3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών.