

Έκθεση Γνωμοδότησης

Έκθεση Γνωμοδότησης για τους σκοπούς του Άρθρου 16 παρ. 5 του Ν.2515/1997 και του Άρθρου 4.1.4.1.3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών, επί του εύλογου και δίκαιου της σχέσης ανταλλαγής μετοχών στο πλαίσιο της συγχώνευσης με απορρόφηση της Τράπεζας EFG Eurobank Εργασίας Α.Ε. από την Alpha Τράπεζα Α.Ε.



Σεπτέμβριος 2011

Πίνακας Περιεχομένων

Πίνακας Περιεχομένων	1
1. Εισαγωγή	2
2. Πηγές Πληροφόρησης και Περιορισμοί	3
3. Έλεγχος του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης	5
4. Εργασία Αποτίμησης	5
4.1 Μεθοδολογία αποτίμησης	5
4.2 Προσέγγιση με βάση την Αγορά (Market Approach)	6
4.3 Προσέγγιση με βάση το Εισόδημα (Income Approach)	7
4.4 Προσέγγιση με βάση τα Ίδια Κεφάλαια (Asset Based Approach)	9
4.5 Εύλογο και δίκαιο εύρος αξιών	10
5. Διαπίστωση Λογιστικής Αξίας	11
6. Γνωμοδότηση επί της σχέσης αξιών και της ανταλλαγής μετοχών	11

Alpha Τράπεζα Α.Ε.

Σταδίου 40,

105 62, Αθήνα

20 Σεπτεμβρίου 2011

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της Alpha Τράπεζας Α.Ε.

Υπόψη: κ. Βασίλειου Ψάλλη, Οικονομικού Διευθυντή

κ. Λάζαρου Παπαγαρυφάλλου, Διευθυντή Στρατηγικού Σχεδιασμού

Θέμα: «Γνωμοδότηση επί του Εύλογου και Δίκαιου της σχέσης ανταλλαγής μετοχών, όπως αυτή καθορίστηκε από τα Διοικητικά Συμβούλια, στα πλαίσια της συγχώνευσης με απορρόφηση της τράπεζας EFG Eurobank Ergasias Α.Ε. από την Alpha Τράπεζα Α.Ε. και σύμφωνα με τα όσα ορίζουν το Άρθρο 16 παρ. 5 του Ν.2515/1997 και το Άρθρο 4.1.4.1.3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών».

Αξιότιμοι Κύριοι,

1. Εισαγωγή

Τα Διοικητικά Συμβούλια των ALPHA Τράπεζα Ανώνυμος Εταιρεία (εφεξής «Alpha Bank» ή «Απορροφούσα») και Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias Ανώνυμος Εταιρεία (εφεξής «EFG Eurobank» ή «Απορροφούμενη») αποφάσισαν τη συγχώνευση με απορρόφηση της EFG Eurobank από την Alpha Bank (εφεξής από κοινού τα «Πιστωτικά Ιδρύματα» ή οι «Τράπεζες» ή «Συγχωνευόμενες»). Στα πλαίσια αυτά οι Διοικήσεις των Τραπεζών κατήρτισαν και υπέγραψαν το από 20/09/2011 Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης, στο οποίο προτείνουν τη συγχώνευση με απορρόφηση της EFG Eurobank από την Alpha Bank, δυνάμει των από 31^{ης} Δεκεμβρίου 2010 ισολογισμών συγχωνεύσεως των Συγχωνευομένων, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 68 παρ. 2, 69-70 και 72-77α κ.ν. 2190/1920, σε συνδυασμό με το άρθρο 16 παρ. 1-2, 5-14 και 18 ν. 2515/1997, ως άπαντα εκάστοτε ισχύουν, και στους όρους, διατυπώσεις και προϋποθέσεις των οποίων οι Συγχωνευόμενες υποβάλλονται.

Σε συνέχεια της από 29/08/2011 εντολής ανάθεσης (εφεξής «Ανάθεση») από το Διοικητικό Συμβούλιο της Alpha Bank, η Ernst & Young (Ελλάς) Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές Α.Ε. (εφεξής «ΕΥ» ή «εμείς») ανέλαβε:

- την εκπόνηση μελέτης συγκριτικής αποτίμησης της Alpha Bank και της EFG Eurobank, με ημερομηνία 30/06/2011 (εφεξής «Ημερομηνία Αποτίμησης»), με σκοπό τη γνωμοδότηση επί του εύλογου και δίκαιου της σχέσης ανταλλαγής μετοχών της Απορροφώσας με μετοχές της Απορροφούμενης και

- τη διαπίστωση ότι ο ισολογισμός μετασχηματισμού της 31/12/2010 απεικονίζει τη λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων της Απορροφώσας.

Η παρούσα έκθεση (εφεξής «Έκθεση Γνωμοδότησης») αφορά στη γνωμοδότηση της ΕΥ επί του εύλογου και δίκαιου της σχέσης ανταλλαγής μετοχών των δύο Πιστωτικών Ιδρυμάτων, όπως αυτή προτάθηκε από τα Διοικητικά Συμβούλια των Τραπεζών και αναφέρεται στο από 20/09/2011 Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσής τους.

Προκειμένου η ΕΥ να καταλήξει στην παρούσα Γνωμοδότηση πραγματοποίησε τα ακόλουθα:

1. Έλεγχο του από 20/09/2011 Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης των Τραπεζών.
2. Ανεξάρτητη συγκριτική αποτίμηση των δύο Τραπεζών κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης, λαμβάνοντας υπόψη και μεταγενέστερα γεγονότα έως και την ημερομηνία δημοσίευσης των οικονομικών καταστάσεων των Τραπεζών για την εξάμηνη περίοδο που έληξε στις 30/06/2011.
3. Διαπίστωση της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της Απορροφώσας κατά την 31/12/2010, η οποία ορίστηκε ως ημερομηνία «Ισολογισμού Μετασχηματισμού».

Η παρούσα Έκθεση Γνωμοδότησης περιλαμβάνει τις πληροφορίες και τα στοιχεία στα οποία βασίστηκε η εργασία μας, τους περιορισμούς της εργασίας μας, τα αποτελέσματα των παραπάνω εργασιών καθώς και τη διατύπωση της γνώμης μας επί του εύλογου και δίκαιου της σχέσης ανταλλαγής μετοχών των δύο Πιστωτικών Ιδρυμάτων.

Σημειώνεται ότι οι εμπειρογνώμονες και η Ορκωτή Ελέγκτρια που διενέργησαν την αποτίμηση των δύο Τραπεζών και υπογράφουν την παρούσα Γνωμοδότηση δεν συνδέονται με οποιονδήποτε τρόπο με τις υπό συγχώνευση Τράπεζες για την τελευταία πριν τη συγχώνευση πενταετία.

2. Πηγές Πληροφόρησης και Περιορισμοί

Στα πλαίσια της εργασίας μας και της αποτίμησης των δύο Τραπεζών εξετάσαμε τα συγκριτικά οικονομικά τους μεγέθη και αξιολογήσαμε μεταξύ άλλων και τα εξής:

- Τις συνθήκες και τους όρους της προτεινόμενης συγχώνευσης, όπως αυτοί περιγράφονται στο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης των Τραπεζών.
- Το ανταγωνιστικό περιβάλλον και τις μακροοικονομικές συνθήκες του χρηματοοικονομικού κλάδου στον οποίο δραστηριοποιούνται οι Συγχωνευόμενες.
- Την οικονομική θέση των δύο Τραπεζών κατά την Ημερομηνία Ισολογισμού Μετασχηματισμού (31/12/2010), κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης (30/06/2011) καθώς και σημαντικά οικονομικά και επιχειρηματικά γεγονότα που έλαβαν χώρα μεταγενέστερα της ημερομηνίας συντάξεως των οικονομικών καταστάσεων της 30/06/2011 και έως και την ημερομηνία δημοσίευσης των ανωτέρω οικονομικών καταστάσεων των Τραπεζών.
- Στοιχεία και πληροφορίες σχετικά με τις δραστηριότητες της κάθε Τράπεζας, τις αγορές που λειτουργούν και άλλα σχετικά στοιχεία που αφορούν στις Τράπεζες που συλλέξαμε από δημόσια διαθέσιμες ή άλλες πηγές ή που μας δόθηκαν από τις Διοικήσεις των Τραπεζών.
- Οικονομικά στοιχεία για κάθε Τράπεζα σε ενοποιημένο επίπεδο, το οποίο μας παρασχέθηκαν από τις Διοικήσεις των Τραπεζών και αφορούν στην εξέλιξη βασικών μεγεθών κάθε Τράπεζας για τα

έτη 2011-2015, σύμφωνα με τις παραδοχές και εκτιμήσεις επιχειρησιακού σχεδιασμού των Διοικήσεων για την εξέλιξη των εργασιών της κάθε Τράπεζας αυτοτελώς.

- Στοιχεία αναφορικά με τη χρηματιστηριακή πορεία και κεφαλαιοποίηση των Τραπεζών κατά τους τελευταίους 3 μήνες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της προτεινόμενης συγχώνευσης.
- Στοιχεία που προέκυψαν από τις συζητήσεις που είχαμε με στελέχη των δύο Τραπεζών σχετικά με την οικονομική θέση και τις προοπτικές της κάθε Τράπεζας στην Ελλάδα και τις χώρες στις οποίες δραστηριοποιούνται καθώς και των σημαντικότερων θυγατρικών τους εταιρειών.
- Στοιχεία από αντλήσαμε από αναγνωρισμένες βάσεις δεδομένων, όπως Reuters, Onesource, Factiva, Thomson One, κα. αναφορικά με τα μεγέθη που αφορούν σε συγκρίσιμες εταιρείες, τιμές μετοχών, προβλεπόμενα οικονομικά στοιχεία των Τραπεζών (consensus αναλυτών), μελέτες αναλυτών για τον τραπεζικό κλάδο, κλπ.
- Πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στο ευρύ κοινό.

Για τους σκοπούς της εργασίας μας έχουμε βασισθεί στις δημοσιευμένες επισκοπημένες, από τους αντίστοιχους τακτικούς ελεγκτές των Τραπεζών, συνοπτικές ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της εξάμηνης περιόδου που έληξε την 30η Ιουνίου 2011, οι οποίες έχουν καταρτιστεί με βάση τα Δ.Π.Χ.Α. όπως αυτά έχουν υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση και συγκεκριμένα με το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο (ΔΛΠ) 34. Δεν έχουμε προβεί σε πρόσθετες διαδικασίες επισκόπησης ή ελέγχου σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Ελέγχου και τα Διεθνή Πρότυπα Επισκόπησης. Σε περίπτωση που προβαίναμε σε αντίστοιχες διαδικασίες επισκόπησης ή ελέγχου πιθανόν να εντοπίζαμε επιπλέον θέματα τα οποία θα αναφέραμε σε εσάς.

Κατά τη διάρκεια της εργασίας μας δεν είχαμε πρόσβαση σε αναλύσεις του χαρτοφυλακίου δανείων και απαιτήσεων από πελάτες των Τραπεζών, και επομένως δεν μπορούμε να εκφέρουμε άποψη για πιθανά θέματα περαιτέρω απομειώσεων των σχετικών λογαριασμών τους.

Σημειώνεται ότι κατά τη διάρκεια της παρούσας εργασίας βρίσκεται σε εξέλιξη έλεγχος της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου των δύο Τραπεζών που πραγματοποιείται από ξένο οίκο - σύμβουλο της Τράπεζας της Ελλάδας, ο οποίος δεν έχει ολοκληρωθεί και συνεπώς δεν έχουν ληφθεί υπόψη στην παρούσα εργασία οποιαδήποτε σχετικά ευρήματα που ενδέχεται να επηρεάζαν τα συμπεράσματά μας.

Στη Σύνοδο Κορυφής της 21 Ιουλίου 2011, οι αρχηγοί των 17 κρατών μελών της Ευρωζώνης συμφώνησαν σε ένα σχέδιο οικονομικής βοήθειας για την Ελλάδα, το οποίο περιλαμβάνει την εθελοντική συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα. Όσον αφορά τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα, παρέχεται η δυνατότητα της εθελοντικής ανταλλαγής Ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) με λήξη από τα μέσα του 2011 έως τα τέλη του 2020 με νέα ομόλογα εκδόσεως του Ελληνικού Δημοσίου. Σημειώνεται ότι η τελική έκβαση του παραπάνω σχεδίου οικονομικής βοήθειας δεν έχει οριστικοποιηθεί κατά την ημερομηνία της παρούσας έκθεσης Γνωμοδότησης. Επομένως, η σχετική οικονομική πληροφόρηση δύναται να αναπροσαρμοστεί περαιτέρω και να επηρεάσει τα συμπεράσματα της εργασίας μας σε περίπτωση που αυτό το σχέδιο δεν υλοποιηθεί ή οι τελικοί όροι διαφέρουν σημαντικά από τους προτεινόμενους όρους του σχεδίου στους οποίους έχουν βασιστεί οι Τράπεζες για την ετοιμασία των συνοπτικών ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων τους για την εξάμηνη περίοδο που έληξε την 30η Ιουνίου 2011.

Σημειώνεται τέλος ότι, οι Διοικήσεις των Τραπεζών μας παρέδωσαν επιστολή διαβεβαιώσεων (Representation Letter) αναφορικά με τα στοιχεία που μας παρασχέθηκαν (ιστορικά και προβλεπόμενα), στα οποία δεν έχουμε πραγματοποιήσει οποιοδήποτε έλεγχο ή επισκόπηση.

3. Έλεγχος του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης

Ελέγξαμε το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης, προκειμένου να διαπιστώσουμε κατά πόσο η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής μετοχών είναι εύλογη και δίκαιη και ότι εμπίπτει εντός του εκτιμώμενου εύρους σχέσεων αξιών που προέκυψε από τη συγκριτική αποτίμηση των προς συγχώνευση Τραπεζών που πραγματοποιήσαμε.

4. Εργασία Αποτίμησης

4.1 Μεθοδολογία αποτίμησης

Για την εκτίμηση του εύρους δίκαιης και εύλογης σχέσης αξιών και της αντίστοιχης σχέσης ανταλλαγής των μετοχών των συγχωνευόμενων Τραπεζών η ΕΥ πραγματοποίησε συγκριτική αποτίμηση των Τραπεζών.

Οι αποτιμήσεις διενεργήθηκαν σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές αρχές, προσεγγίσεις και μεθόδους που ακολουθούνται διεθνώς και το τελικό αποτέλεσμα εξήχθηκε αφού λήφθηκε υπόψη ο βαθμός καταλληλότητας της κάθε προσέγγισης/μεθόδου. Κατά τη γνώμη μας, τόσο οι προσεγγίσεις/μέθοδοι που υιοθετήθηκαν, όσο και η βαρύτητα που αποδόθηκε σε κάθε μία από αυτές, είναι οι ενδεδειγμένες και κατάλληλες για την προκειμένη περίπτωση.

Η έκθεση της γνώμης μας για το εύλογο και δίκαιο της προτεινόμενης σχέσης αξιών, βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία, καθώς και σε λοιπές πληροφορίες και στοιχεία που μας δόθηκαν από τις Διοικήσεις των Τραπεζών και οι οποίες Διοικήσεις βεβαίωσαν περί της ακρίβειας και πληρότητάς τους.

Σημειώνεται ότι, με βάση τη Διεθνή Πρότυπα Αποτίμησης και τη διεθνή βιβλιογραφία, υπάρχουν τρεις διεθνώς αναγνωρισμένες προσεγγίσεις αποτίμησης: η Προσέγγιση με βάση την Αγορά, η Προσέγγιση με το Εισόδημα και η Προσέγγιση με βάση τα Ίδια Κεφάλαια. Ειδικότερα, στη συγκριτική αποτίμηση των Τραπεζών χρησιμοποιήθηκαν και οι τρεις Προσεγγίσεις, ενώ εφαρμόστηκαν ανά Προσέγγιση οι ακόλουθες μέθοδοι:

1. Προσέγγιση με βάση την Αγορά (Market Approach)

- Μέθοδος Ανάλυσης Χρηματιστηριακών Αξιών (Stock Market Quotation Analysis)
- Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών (Market Multiples of Comparable Companies)

2. Προσέγγιση με βάση το Εισόδημα (Income Approach)

- Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων (Dividend Discount Model - DDM)

3. Προσέγγιση με βάση τα Ίδια Κεφάλαια (Asset Based Approach)

- Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης (Adjusted Net Assets Value - NAV)

Σημειώνεται ότι η εφαρμογή της Μεθόδου Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών (που υπάγεται στην Προσέγγιση με βάση την Αγορά) εξετάστηκε αλλά τελικά δεν εφαρμόστηκε καθώς δεν κατέστη δυνατή η εξεύρεση ενός ικανού δείγματος πρόσφατων συγκρίσιμων συναλλαγών με την υπό εξέταση Συναλλαγή.

Πέραν των περιορισμών της εργασίας μας, όπως αναφέρθηκαν σε προηγούμενη ενότητα, κατά την εκτίμηση της αξίας των συγχωνευόμενων Τραπεζών σύμφωνα με τις προαναφερθείσες μεθόδους δεν προέκυψαν δυσχέρειες.

Πιο αναλυτικά παρακάτω παρατίθεται συνοπτική περιγραφή των προσεγγίσεων / μεθόδων αποτίμησης που υιοθετήθηκαν, των παραδοχών που λήφθηκαν υπόψη καθώς και του τρόπου βάσει του οποίου προσδιορίστηκε η σχέση ανταλλαγής των μετοχών, καθώς και λοιπά άλλα σχετικά στοιχεία.

4.2 Προσέγγιση με βάση την Αγορά (Market Approach)

Κατά την εφαρμογή της Προσέγγισης με βάση την Αγορά εκτιμάται η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου ή μίας εταιρείας συγκρίνοντάς τα με ίδια ή παρόμοια/παρόμοιου αντικειμένου περιουσιακά στοιχεία ή εταιρείες για το οποία υπάρχουν διαθέσιμες πληροφορίες αναφορικά με την αξία τους.

Μέθοδος Ανάλυσης Χρηματιστηριακών Αξιών (Stock Market Quotation Analysis)

Είναι η πιο συνήθης και κοινή μέθοδος αποτίμησης διότι στηρίζεται στην υπόθεση ότι η αγοραία αξία μίας εισηγμένης εταιρείας σε χρηματιστηριακή αγορά αντανακλάται στην χρηματιστηριακή τιμή της. Βασίζεται στην Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient Market Hypothesis). Ο εκτιμητής πρέπει να εξετάζει με προσοχή την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων της ανάλυσης που εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από το βάθος, την έκταση και τη διαφάνεια του χρηματιστηρίου στο οποίο η μετοχή της επιχείρησης διαπραγματεύεται.

Κατά τη διαδικασία αποτίμησης για τον καθορισμό της αξίας των Τραπεζών με τη χρήση της συγκεκριμένης μεθόδου λάβαμε υπόψη την ανάλυση των ιστορικών τιμών των μετοχών τους καθώς και τον αριθμό των εκδοθέντων μετοχών.

Σύμφωνα με αυτή την μέθοδο για την εκτίμηση της αξίας των Τραπεζών λήφθηκε υπόψη ο απλός μέσος όρος των ιστορικών ημερήσιων τιμών κλεισίματος των μετοχών ενός (1) και τριών (3) μηνών που προηγούνται της ημερομηνίας ανακοίνωσης της προτεινόμενης συγχώνευσης (29/8/2011) καθώς και εξετάστηκε επίσης ο κυλιόμενος μέσος όρος της τιμής κλεισίματος των μετοχών ενός (1) μήνα πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της προτεινόμενης συγχώνευσης. Ο απλός μέσος όρος αποτελεί μία ευρέως αποδεκτή και εύκολα υπολογίσιμη τιμή που χρησιμοποιείται για την αποφυγή τυχόν αποκλίνουσων ημερησίων τιμών, ενώ ο κυλιόμενος μέσος όρος είναι στατιστική τιμή που χρησιμοποιείται κυρίως για την εξομάλυνση των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων.

Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών (Market Multiples of Comparable Companies Method)

Η μέθοδος αυτή για την αποτίμηση εταιρειών βασίζεται στη συγκριτική ανάλυση των οικονομικών μεγεθών της υπό εκτίμηση εταιρείας σε σχέση με τα μεγέθη ενός δείγματος συγκρίσιμων εισηγμένων σε χρηματιστήριο εταιρειών. Ένα κρίσιμο βήμα σε αυτή τη μέθοδο είναι η επιλογή ενός δείγματος συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο με την υπό εξέταση εταιρεία και παρουσιάζουν ομοιότητες ως προς τη δραστηριότητα, τα χαρακτηριστικά λειτουργίας και την ανάπτυξη. Για κάθε εταιρεία του δείγματος υπολογίζεται ένας αριθμός δεικτών που συνήθως περιλαμβάνει βασικούς δείκτες που είναι διεθνώς αποδεκτοί και χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της αξίας εταιρειών στον υπό εξέταση κλάδο.

Στη συγκεκριμένη περίπτωση επιλέχθηκε κατάλληλο δείγμα εισηγμένων Τραπεζών που παρουσιάζουν ομοιότητες με την Alpha Bank και τη EFG Eurobank ως προς τα χαρακτηριστικά λειτουργίας, τη διάρθρωση, την επίδοση, την ανάπτυξη και τη θέση τους στην αγορά. Για την εφαρμογή της Μεθόδου Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών χρησιμοποιήθηκε ανά Τράπεζα δείγμα 5 Ελληνικών και Κυπριακών τραπεζών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών, οι οποίες παρουσιάζουν παρόμοια επιχειρηματικά και λειτουργικά χαρακτηριστικά με τις Τράπεζες, όπως π.χ. σημαντική παρουσία στην Ελλάδα και τη Νοτιοανατολική Ευρώπη.

Για το προαναφερθέν δείγμα εταιρειών επιλέχθηκαν και υπολογίστηκαν οι πλέον διαδεδομένοι και ευρέως αποδεκτοί δείκτες που χρησιμοποιούνται από τους αναλυτές για τις αποτιμήσεις πιστωτικών ιδρυμάτων, ήτοι οι δείκτες Χρηματιστηριακή Αξία προς Ίδια Κεφάλαια (Price/Book Value) και Χρηματιστηριακή Αξία προς Ίδια Κεφάλαια εξαιρουμένων των ασώματων περιουσιακών στοιχείων (Price/Tangible Book Value), για κάθε τράπεζα ξεχωριστά, με βάση τα τελευταία διαθέσιμα χρηματοοικονομικά στοιχεία των τραπεζών του δείγματος. Ο δείκτης Χρηματιστηριακή Αξία προς Κέρδη (Price/Earnings) δεν χρησιμοποιήθηκε καθώς οι Τράπεζες είναι ζημιολογικές στο πρώτο εξάμηνο του 2011. Στη συνέχεια οι δείκτες εφαρμόστηκαν στα ενοποιημένα οικονομικά μεγέθη της κάθε Τράπεζας κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης.

4.3 Προσέγγιση με βάση το Εισόδημα (Income Approach)

Κατά την εφαρμογή της Προσέγγισης με βάση το Εισόδημα η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου ή μίας εταιρείας εκτιμάται με την προεξόφληση των προβλεπόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών σε καθαρή παρούσα αξία.

Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων (Dividend Discount Model)

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου Προεξόφλησης των Μελλοντικών Μερισμάτων η αξία μιας εταιρείας προέρχεται από τις μελλοντικές πηγές εισοδήματός της και συνεπώς ο θεωρητικά ορθός τρόπος για τον καθορισμό της αξίας της είναι η εξέταση της δυναμικής της για μελλοντική κερδοφορία.

Η εφαρμογή της μεθόδου αυτής συνεπάγεται αρχικά πρόβλεψη των μερισμάτων που προκύπτουν από τη λειτουργία της τράπεζας για μία αρχική χρονική περίοδο (explicit period) σύμφωνα με το επιχειρηματικό σχέδιο της Τράπεζας. Τα μερίσματα προεξοφλούνται με ένα κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο (Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων) το οποίο αντανακλά όχι μόνο την αξία του χρήματος σε τρέχουσες τιμές, αλλά και τον κίνδυνο που σχετίζεται με τη μελλοντική δραστηριότητα της τράπεζας δίνοντας έτσι την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων. Επιπρόσθετα, υπολογίζεται η παρούσα αξία των μερισμάτων που ακολουθούν μετά από το πέρας του χρονικού

διαστήματος για το οποίο γίνονται προβλέψεις (υπολειμματική αξία). Η τελική αξία της τράπεζας προκύπτει από το άθροισμα των προεξοφλημένων μερισμάτων της περιόδου πρόβλεψης και της υπολειμματικής αξίας κατά την ημερομηνία αποτίμησης.

Απαραίτητη προϋπόθεση για την εξαγωγή λογικών αποτελεσμάτων αποτίμησης από την εφαρμογή της συγκεκριμένης τεχνικής αποτίμησης, είναι η ανάπτυξη ρεαλιστικών προβλέψεων για τη διανομή των μέγιστων δυνατών μελλοντικών μερισμάτων για κάθε έτος, τηρώντας τους κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας της τράπεζας, σύμφωνα με τους διεθνείς κανόνες περί κεφαλαιακής επάρκειας. Συνεπώς τα διανεμόμενα μερίσματα για κάθε έτος της περιόδου προβλέψεων, είναι εκείνα που θα μπορούσαν να διανεμηθούν τηρώντας τον ελάχιστο επιτρεπόμενη δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας (για την προκειμένη περίπτωση 10%).

Η υπολειμματική αξία της τράπεζας υπολογίζεται βάσει του δείκτη P/BV («τιμή προς λογιστική αξία μετοχής») όπως προκύπτει από το μοντέλο απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE model), το οποίο θεωρήθηκε ότι είναι η καταλληλότερη προσέγγιση κατά την εφαρμογή της μεθόδου Προεξόφλησης

Μελλοντικών Μερισμάτων για την αποτίμηση τραπεζών.

$$\frac{P}{BV} = \frac{ROE - g}{COE - g}$$

Όπου: ROE η απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων στο διηνεκές

COE το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

g ο ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές

Στα πλαίσια εφαρμογής της συγκεκριμένης Μεθόδου για την αποτίμηση των Τραπεζών καταρτίσθηκαν αντίστοιχα χρηματοοικονομικά μοντέλα προεξόφλησης μελλοντικών μερισμάτων για τις δύο Τράπεζες. Βάση αυτής της ανάλυσης αποτέλεσαν οι προβλεπόμενες οικονομικές καταστάσεις των δύο Τραπεζών που μας παρασχέθηκαν από τις Διοικήσεις τους οι οποίες ενσωματώνουν παραδοχές και προβλέψεις σύμφωνα με τα Επιχειρηματικά τους Σχέδια για την προσεχή περίοδο (2^ο εξάμηνο 2011 - 2015). Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, σύμφωνα με τη μέθοδο της Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων, υπολογίσαμε τα μελλοντικά μερίσματα για την περίοδο 1/7/2011 - 31/12/2015 (explicit period).

Στη συνέχεια, προσδιορίστηκε η υπολειμματική αξία κάθε Τράπεζας (δηλαδή η αξία μετά το έτος 2015) βάσει του δείκτη P/BV με βάση έναν εκτιμώμενο διατηρήσιμο ετήσιο ρυθμό απόδοσης των Ιδίων Κεφαλαίων της κάθε Τράπεζας.

Τα μελλοντικά μερίσματα προεξοφλήθηκαν με ένα κατάλληλο για όλη την περίοδο πρόβλεψης προεξοφλητικό επιτόκιο λαμβάνοντας υπόψη την παρουσία των δύο Τραπεζών στην Ελλάδα και σε άλλες χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και σταθμίζοντας κατάλληλα την εκτίμηση κινδύνου αγοράς της κάθε χώρας (country risk).

Επιπλέον, κατά την εφαρμογή της μεθόδου, πραγματοποιήσαμε αναλύσεις ευαισθησίας σε βασικές παραμέτρους της αποτίμησης, όπως του Κόστους Ιδίων Κεφαλαίων Κεφαλαίου, της απόδοσης των Ιδίων Κεφαλαίων στο Διηνεκές και του Ρυθμού Ανάπτυξης στο Διηνεκές.

4.4 Προσέγγιση με βάση τα Ίδια Κεφάλαια (Asset Based Approach)

Κατά την εφαρμογή της Προσέγγισης με βάση τα Ίδια Κεφάλαια η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου ή μίας εταιρείας εκτιμάται με βάση την οικονομική θεώρηση ότι ένας πιθανός αγοραστής δεν θα πλήρωνε παραπάνω από ό,τι θα του κόστιζε για να αγοράσει ή να δημιουργήσει ένα περιουσιακό στοιχείο / εταιρεία με παρόμοια χαρακτηριστικά.

Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης (Adjusted Net Assets Value Method)

Η Μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης αντικατοπτρίζει τη χρηματοοικονομική θέση μίας εταιρείας σε μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Η αξία της εταιρείας υπολογίζεται με βάση την καθαρή λογιστική της αξία και λαμβάνοντας υπόψη απαραίτητες προσαρμογές στα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις της.

Στα πλαίσια της εφαρμογής της συγκεκριμένης μεθόδου για τις Τράπεζες υιοθετήθηκαν δύο προσεγγίσεις για την εκτίμηση της αξίας τους, δηλαδή με βάση τα όσα ορίζουν τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (Δ.Π.Χ.Α.) καθώς και με βάση τα Εποπτικά Κεφάλαιά τους. Πιο συγκεκριμένα, η πρώτη προσέγγιση αντικατοπτρίζει την Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Καθαρή Θέση των Τραπεζών μετά από ορισμένες λογιστικές αναπροσαρμογές, ενώ η δεύτερη προσέγγιση αντικατοπτρίζει τα Αναπροσαρμοσμένα Εποπτικά Κύρια Βασικά Ίδια Κεφάλαια (Core Tier 1 capital) των Τραπεζών σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Τραπεζικής Αρχής (European Banking Authority ή EBA).

Για την εκτίμηση της αξίας της κάθε Τράπεζας βάσει της μεθόδου αυτής, λήφθηκαν υπόψη οι δημοσιευμένες επισκοπημένες, από τους αντίστοιχους τακτικούς τους ελεγκτές, ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της εξάμηνης περιόδου που έληξε την 30η Ιουνίου 2011, οι οποίες έχουν καταρτιστεί και παρουσιαστεί με βάση τα Δ.Π.Χ.Α., όπως αυτά έχουν υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση και συγκεκριμένα με το ΔΛΠ 34.

Για λόγους συγκρισιμότητας των αξιών των Τραπεζών, στις Καθαρές Θέσεις των δύο Τραπεζών πραγματοποιήθηκαν προσαρμογές (μετά από φόρους) σχετικά με την εφαρμογή κοινού ποσοστού απομείωσης ύψους 21% στην αξία των ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου που κατέχουν οι δύο Τράπεζες τα οποία περιλαμβάνονται στα χαρτοφυλάκια των διακρατούμενων μέχρι τη λήξη επενδυτικών τίτλων καθώς και επί των δανειακών χρεωστικών τίτλων. Σύμφωνα με την πρόταση του Διεθνούς Ινστιτούτου Χρηματοοικονομικής (Institute of International Finance ή IIF) τα υπαγόμενα στην πρόταση του IIF ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου που κατέχουν οι δύο Τράπεζες, με την ανταλλαγή θα αποαναγνωριστούν, σύμφωνα με τον ευρέως αποδεκτό λογιστικό χειρισμό και τα καινούρια ομόλογα που θα προκύψουν θα αναγνωριστούν στην εύλογή τους αξία, που σύμφωνα με την πρόταση του IIF υπολογίζεται στο 79% της αξίας των υφιστάμενων ομολόγων.

Για τον προσδιορισμό της Αναπροσαρμοσμένης Λογιστικής Καθαρής Θέσης εξαιρέθηκαν από τα Ίδια Κεφάλαια τα υβριδικά κεφάλαια, οι προνομιούχοι τίτλοι, τα δικαιώματα τρίτων καθώς και οι προνομιούχες μετοχές που έχουν εκδοθεί στα πλαίσια του Ν. 3723/2008 «Πρόγραμμα ενίσχυσης της ρευστότητας της ελληνικής οικονομίας».

Στον προσδιορισμό των Αναπροσαρμοσμένων Εποπτικών Κυρίων Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων (core tier 1) σύμφωνα με τον ορισμό της EBA, όπως έχουν υπολογιστεί από τις Διοικήσεις των Τραπεζών, ενσωματώθηκε η επίπτωση της αναπροσαρμογής που αφορά στην απομείωση ύψους 21% στην αξία των ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου που κατέχουν οι δύο Τράπεζες, εξαιρέθηκαν οι προνομιούχες

μετοχές του Ελληνικού Δημοσίου, καθώς και τα δικαιώματα τρίτων τα οποία ενσωματώνονται στα ΕΒΑ Κύρια Βασικά Ίδια Κεφάλαια, αλλά δεν αφορούν τους κοινούς μετόχους. Σημειώνεται ότι τα μεγέθη που αφορούν στα Εποπτικά Κύρια Βασικά Ίδια Κεφάλαια μας παρασχέθηκαν από τις Διοικήσεις των Τραπεζών ή ήταν διαθέσιμα στο ευρύ κοινό, και δεν έχουμε πραγματοποιήσει οποιοδήποτε διαδικασία ελέγχου ή επισκόπησης.

4.5 Εύλογο και δίκαιο εύρος αξιών

Τα εύρη της σχέσης αξιών που προκύπτουν σύμφωνα με την κάθε προσέγγιση και την εφαρμογή των επιμέρους μεθόδων παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα.

	Ενδεικτικό Εύρος Σχέσης Αξιών Alpha Bank προς EFG Eurobank		
Προσεγγίσεις / Μέθοδοι Αποτίμησης	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή	Μέση / Κεντρική Τιμή
Α. Προσέγγιση με Βάση την Αγορά (Μέθοδοι Ανάλυσης Χρηματιστηριακών Αξιών και Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών)	1,05	1,33	1,19
Β. Προσέγγιση με Βάση το Εισόδημα (Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων)	1,23	1,52	1,37
Γ. Προσέγγιση με Βάση τα Ίδια Κεφάλαια (Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης)	1,13	1,55	1,34

Σταθμίζοντας τα παραπάνω εύρη σχέσεων αξιών ανάλογα με την καταλληλότητα της κάθε Προσέγγισης / Μεθόδου από την οποία προκύπτουν και πιο συγκεκριμένα, δίνοντας μεγαλύτερη βαρύτητα στην Προσέγγιση με βάση τα Ίδια Κεφάλαια (Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης) και ισόποση βαρύτητα στα αποτελέσματα των Προσεγγίσεων/ Μεθόδων με βάση την Αγορά (Μέθοδοι Ανάλυσης Χρηματιστηριακών Αξιών και Δεικτών Κεφαλαιαγοράς) και με βάση το Εισόδημα (Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων) προέκυψε ένα τελικό εύρος σχέσης αξιών μεταξύ των δύο Τραπεζών ως εξής:

Alpha Bank προς EFG Eurobank
EFG Eurobank προς Alpha Bank

1,14 έως 1,47 προς 1 ή
0,68 έως 0,88 προς 1.

Με βάση τα αποτελέσματα αποτίμησης των Τραπεζών, για τον υπολογισμό του λόγου ανταλλαγής μετοχών συνεκτιμήθηκαν επίσης και τα εξής:

- Τα προγράμματα διάθεσης δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών στα εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, τη διοίκηση και τα μέλη του προσωπικού της EFG Eurobank, θεωρήθηκε ότι δεν επηρεάζουν τα αποτελέσματα αποτίμησης στα πλαίσια προσδιορισμού της σχέσης ανταλλαγής μετοχών, εξαιτίας του περιορισμένου μεγέθους των προγραμμάτων αυτών, σε σύγκριση με το συνολικό μετοχικό κεφάλαιο της EFG Eurobank, καθώς και της τιμής εξάσκησης τους.

- Σύμφωνα με το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης το Ελληνικό Δημόσιο, ως προνομιούχος μέτοχος αμφοτέρων των Τραπεζών, θα διατηρήσει τις προνομιούχες μετοχές της Απορροφούσας και θα ανταλλάξει / αντικαταστήσει κάθε μία (1) προνομιούχα μετοχή της Απορροφούμενης με μία νέα (1) προνομιούχα μετοχή εκδόσεως της Απορροφούσας και επομένως δεν έχει συνεκτιμηθεί στον υπολογισμό των ιδίων κεφαλαίων αλλά και κατά τον υπολογισμό της σχέσης ανταλλαγής μετοχών.
- Οι προνομιούχοι τίτλοι της EFG Eurobank σειράς εκδόσεως Α έως Γ δεν έχουν ληφθεί υπόψη στον υπολογισμό των ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας καθώς δεν είναι μετατρέψιμοι σε κοινές μετοχές. Επίσης, οι μετατρέψιμοι προνομιούχοι τίτλοι σειράς εκδόσεως Δ και Ε έχουν εξαιρεθεί των ιδίων κεφαλαίων της EFG Eurobank, θεωρώντας ότι δεν θα εξασκηθεί το δικαίωμα, καθώς σύμφωνα με τα όσα ορίζει το Ενημερωτικό Δελτίο ο Εκδότης δεν μπορεί να εξασκήσει το δικαίωμά του να μετατρέψει τους προνομιούχους τίτλους σε κοινές μετοχές της τράπεζας εάν το γινόμενο της τιμής των κοινών μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών την ημέρα που προηγείται της ειδοποίησης προς τους κατόχους των τίτλων και του Συντελεστή Προεξόφλησης της Ανταλλαγής (Exchange Discount Factor) είναι μικρότερο της ονομαστικής αξίας των κοινών μετοχών της EFG Eurobank.
- Έγινε η θεώρηση ότι οι κάτοχοι των υβριδικών κεφαλαίων της Alpha Bank δεν δικαιούνται να συμμετάσχουν στην προκειμένη ανταλλαγή των τίτλων τους με νέες κοινές μετοχές της Απορροφούσας.
- Επίσης, σύμφωνα με το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης, δεν έχουν ληφθεί υπόψη στον υπολογισμό της σχέσης ανταλλαγής μετοχών: (α) η από 15/7/2011 έγκριση έκδοσης και διάθεσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, το οποίο θα τροποποιηθεί δυνάμει αποφάσεως προσεχούς Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της Απορροφούσας και (β) η από 15/7/2011 εγκριθείσα αύξηση μετοχικού κεφαλαίου δια καταβολής μετρητών, η οποία θα τεθεί σε αναστολή ισχύος ως το πέρας της διαδικασίας Συγχώνευσης.

5. Διαπίστωση Λογιστικής Αξίας

Διαπιστώσαμε με βάση τη σχετική Έκθεση επί του Ισολογισμού Μετασχηματισμού της Alpha Bank που υπογράφει η Ορκωτή -Ελέγκτρια κα. Σοφία Καλομενίδου (ΑΜ ΣΟΕΛ 13301), ότι ο Ισολογισμός Μετασχηματισμού της 31/12/2010 απεικονίζει τη λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων της Απορροφούσας σε ατομική βάση και συμφωνεί με τα κατά την ημερομηνία εκείνη τηρούμενα από την Alpha Bank λογιστικά βιβλία και στοιχεία.

6. Γνωμοδότηση επί της σχέσης αξιών και της ανταλλαγής μετοχών

Τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο Τραπεζών, σύμφωνα με το από 20/09/2011 εγκριθέν και υπογραφέν Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης, προτείνουν την ακόλουθη, ανά Τράπεζα, σχέση ανταλλαγής των μετοχών:

- Κάθε μία (1) παλαιά κοινή μετοχή της Απορροφούσας θα ανταλλαγεί προς μία (1) νέα μετοχή της Απορροφούσας, νέας ονομαστικής αξίας ίσης προς 1,50 ευρώ.

- Κάθε επτά (7) παλαιές κοινές μετοχές της Απορροφούμενης θα ανταλλάγουν προς πέντε (5) κοινές νέες μετοχές της Απορροφούσας, νέας ονομαστικής αξίας ίσης προς 1,50 ευρώ.

Τυχόν κλασματικά υπόλοιπα αθροίζονται για το σχηματισμό ακεραίου αριθμού μετοχών, οι οποίες εκποιούνται και το προϊόν της εκποίησης αποδίδεται στους δικαιούχους μετόχους.

Κατά τη γνώμη μας, και λαμβάνοντας υπόψη τα όσα καταγράφονται στο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης και τα πορίσματα της μελέτης αποτίμησης που διενεργήσαμε, η προτεινόμενη από τα Διοικητικά Συμβούλια των Συγχωνευόμενων **σχέση ανταλλαγής κοινών μετοχών**

Μετοχές EFG Eurobank προς Alpha Bank 1,40 προς 1

η οποία υποδηλώνει σχέση αξιών:

Alpha Bank προς EFG Eurobank 57,57 προς 42,43

ή

Alpha Bank προς EFG Eurobank 1,356 προς 1

εμπίπτει εντός του εύρους της σχέσης αξιών που προέκυψε από τις αποτιμήσεις που διενεργήσαμε και επομένως η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής κοινών μετοχών είναι εύλογη και δίκαιη, 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.

Με εκτίμηση,

Για την

«ERNST & YOUNG ΕΛΛΑΣ ΟΡΚΩΤΟΙΕΛΕΓΚΤΕΣ ΛΟΓΙΣΤΕΣ Α.Ε.»

Σοφία Καλομενίδου

Εταίρος,

Ορκωτή Ελέγκτρια-Λογίστρια

A.M. ΣΟΕΛ 13301

