

7 Ιουλίου 2011

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο του:
Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο Ελλάδος Α.Τ.Ε.
Πεσμαζόγλου 2 – 6
101 75 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 T Bank Α.Τ.Ε. από το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο Ελλάδος Α.Τ.Ε.

1.0 Εισαγωγή

1.1 Σε εκτέλεση της από 22.06.2011 εντολής που μας δόθηκε με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου Ελλάδος Α.Τ.Ε. (κατωτέρω και «ΤΤ» ή «η Απορροφούσα»), στο πλαίσιο της προτεινόμενης συγχώνευσης με απορρόφηση της T Bank Α.Τ.Ε. (κατωτέρω και «T Bank», ή «η Απορροφώμενη») από το ΤΤ, σύμφωνα με τις διατάξεις

- α) των άρθρων 68 §2 και 69-77 του κ.ν. 2190/1920 («Περί Ανωνύμων Εταιρειών»), όπως ισχύουν σήμερα,
- β) του άρθρου 16 §5 του ν. 2515/1997 («Συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων»), όπως ισχύει σήμερα,
- γ) των άρθρων 1 έως 5, του ν. 2166/1993 και εν γένει
- δ) της εμπορικής νομοθεσίας,

στους όρους και διατυπώσεις των οποίων υποβάλλεται,

εφεξής από κοινού αναφερόμενες και ως οι «Τράπεζες», προβήκαμε στις παρακάτω ενέργειες:

- α) **διαπιστώσαμε τη λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων του ΤΤ** κατά την 31^η Μαρτίου 2011, ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού,
- β) **διενεργήσαμε ανεξάρτητη αποτίμηση των Τραπεζών**, με ημερομηνία αναφοράς την 31^η Μαρτίου 2011, ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού, καθώς και ορισμένα νεότερα στοιχεία για τις Τράπεζες, που προέκυψαν μέχρι και την ημερομηνία ανακοίνωσης της προτεινόμενης συγχώνευσης,

- γ) **ελέγξαμε το από 7/7/2011 Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης** με απορρόφηση της T Bank από το ΤΤ, και
- δ) **διατυπώνουμε με την παρούσα έκθεσή μας, τη γνώμη μας** για το εύλογο, δίκαιο και λογικό (Fairness Opinion) της προτεινόμενης από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών σχέσης ανταλλαγής των μετοχών, όπως αυτή περιγράφεται στο από 7/7/2011, Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης.

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

1.2 Στο πλαίσιο της εργασίας μας και της αποτίμησης των δύο Τραπεζών, εξετάσαμε τα συγκριτικά οικονομικά τους μεγέθη και αξιολογήσαμε μεταξύ άλλων και τα εξής:

- α. τις συνθήκες και τους όρους της προτεινόμενης συγχώνευσης, όπως αυτοί προδιαγράφονται στο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης,
- β. το ανταγωνιστικό περιβάλλον και τις μακροοικονομικές συνθήκες του τραπεζικού κλάδου στην Ελλάδα,
- γ. τους κυριότερους παράγοντες και τις σχετικές τάσεις που επηρέασαν τα ιστορικά οικονομικά τους στοιχεία και μεγέθη των Τραπεζών,
- δ. τόσο την οικονομική θέση της κάθε Τράπεζας κατά την 31^η Μαρτίου 2011, ήτοι την ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού, 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, τον ανταγωνισμό, και άλλα αντίστοιχα στοιχεία από δημοσιευμένες και άλλες πηγές, καθώς και αντίστοιχες πληροφορίες που μας δόθηκαν από τις διοικήσεις των Τραπεζών,
- στ. στοιχεία που προέκυψαν από συζητήσεις που είχαμε με στελέχη των διοικήσεων των Τραπεζών σχετικά με τη θέση και τις προοπτικές της κάθε Τράπεζας, καθώς και για τις κυριότερες θυγατρικές και συμμετοχές τους,
- ζ. λοιπές 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,
- η. τους οικονομικούς όρους συγκρίσιμων πρόσφατων εξαγορών τραπεζών που θεωρήσαμε συναφείς και κατάλληλους για τους σκοπούς της διαμόρφωσης της γνώμης μας, καθώς και τους όρους με τους οποίους πραγματοποιήθηκαν οι σχετικά πρόσφατες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των Τραπεζών,
- θ. την χρηματιστηριακή πορεία και κεφαλαιοποίηση των Τραπεζών κατά τους τελευταίους 12 μήνες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της προτεινόμενης συγχώνευσης.

- 1.3 Σημειώνεται ότι οι εμπειρογνώμονες και Ορκωτοί Ελεγκτές που διενήργησαν 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 5ετία.

2.0 Διαπίστωση Λογιστικής Αξίας

Διαπιστώσαμε, με βάση τη σχετική Έκθεση επί του Ισολογισμού Μετασχηματισμού του ΤΤ που υπογράφει ο Ορκωτός Ελεγκτής κ. Μιχάλης Χατζηπαύλου (ΑΜ ΣΟΕΛ 12511), ότι η λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων της Απορροφούσας, προκύπτει από τους λογαριασμούς του Ισολογισμού Μετασχηματισμού της 31^η Μαρτίου 2011, σε ατομική βάση και συμφωνεί με τα κατά την ημερομηνία εκείνη τηρούμενα από το ΤΤ 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 ΤΤ και της Απορροφώμενης T Bank.
- 3.2 Οι αποτιμήσεις αυτές έγιναν σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές αρχές και μεθόδους που ακολουθούνται διεθνώς και το τελικό αποτέλεσμα εξήχθηκε, 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 την οικονομική και λειτουργική κατάσταση της κάθε Τράπεζας.
- 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, εφαρμόσθηκαν, κατά περίπτωση οι κάτωθι διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης:
- α) Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)
 - β) Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης
 - γ) Δεικτών Κεφαλαιαγοράς
 - δ) Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών
 - ε) Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών

Για την αποτίμηση κάθε Τράπεζας χρησιμοποιήθηκαν όλες οι ως άνω μέθοδοι αποτίμησης. Για την εξαγωγή των τελικών αποτελεσμάτων αποτίμησης, δόθηκε βαρύτητα κατά την κρίση μας, στις πιο κατάλληλες, για τη συγκεκριμένη αποτίμηση μεθόδους.

3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών

3.5.α. Μέθοδος Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)

Εισαγωγή

Στην περίπτωση αποτίμησης εισηγμένων σε χρηματιστήριο 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 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.

Παραδοχές για την Εφαρμογή της Μεθόδου

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

- κατά την, καθώς και μία ημέρα πριν την, ημερομηνία ανακοίνωσης της προτεινόμενης συγχώνευσης (22.06.2011), καθώς και
- ο μέσος όρος των τιμών κλεισίματος έκαστης μετοχής στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.) 1, 3, 6, 9 και 12 μήνες πριν την συγκεκριμένη ημερομηνία.

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

Οι κυριότερες παραδοχές που υιοθετήθηκαν για τη 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. την υπό εξέταση περίοδο πραγματοποιήθηκε επαρκής όγκος συναλλαγών των μετοχών των Τραπεζών στο χρηματιστήριο (liquidity),
- 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 εξάγουμε ικανοποιητικά και αξιόπιστα συμπεράσματα από την εφαρμογή της μεθόδου αυτής.

3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών

3.5.β. 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 εταιριών κατά την ημερομηνία αποτίμησης ή πλησίον αυτής, σε συνδυασμό με ορισμένες αναπροσαρμογές που κρίνονται απαραίτητες (π.χ. αναπροσαρμογή αξίας συμμετοχών σε τρέχουσες αξίες), κατά περίπτωση, κατά την κρίση του αποτιμητή, αλλά και βάσει των τυχόν σημειώσεων των διοικήσεων των Τραπεζών, καθώς επίσης και των τυχόν παρατηρήσεων των ορκωτών ελεγκτών επί των αντίστοιχων οικονομικών καταστάσεων.

Παραδοχές για την Εφαρμογή της Μεθόδου

Για τον υπολογισμό της αξίας της κάθε Τράπεζας βάσει της μεθόδου αυτής, λήφθηκαν υπόψη οι δημοσιευμένοι και μη ελεγμένοι Ισολογισμοί της 31^{ης} Μαρτίου 2011, οι οποίοι ορίστηκαν ως Ισολογισμοί Μετασχηματισμού των Τραπεζών, σε ενοποιημένη βάση, με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (Δ.Π.Χ.Α.).

Για τον προσδιορισμό της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης δεν λήφθηκαν υπόψη, ως μέρος των ιδίων κεφαλαίων τα τυχόν δικαιώματα μειοψηφίας, οι προνομιούχες μετοχές που εκδόθηκαν υπέρ του Ελληνικού Δημοσίου για την ΤΤ, οι οποίες δύναται να εξαγοραστούν, καθώς και ορισμένες ιδίες μετοχές που κατέχει η ΤΤ. Σε ότι αφορά την Τ Bank δεν λήφθηκαν υπόψη τα υβριδικά κεφάλαια.

Σημειώνουμε ότι, σε ότι αφορά την Τ Bank, στα ίδια κεφάλαια που εμφανίζονται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις με 31.3.2011, έγινε αναπροσαρμογή του ύψους της Αναβαλλόμενης Φορολογικής Απαίτησης, καθώς η απαίτηση αυτή, σύμφωνα και με τις τελευταίες προβλέψεις που μας παρέδωσε η διοίκηση της Τ Bank, και άλλες παραδοχές που υιοθετήθηκαν στα πλαίσια ανάπτυξης της μεθόδου Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών, εκτιμάται δύσκολο να ανακτηθεί. Αντίστοιχα, για το ΤΤ έγινε αναπροσαρμογή ως προς την αξία της συμμετοχής της Τ Bank.

3.5.γ. 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 τη χρήση της μεθόδου αυτής για το ΤΤ, βασιστήκαμε σε στοιχεία εισηγμένων Ελληνικών τραπεζών αντίστοιχου μεγέθους με το ΤΤ. Ειδικότερα το δείγμα που θεωρήθηκε πιο συγκρίσιμο περιλαμβάνει τις εξής 5 (πέντε) τράπεζες με έδρα την Ελλάδα και την Κύπρο και σημαντική παρουσία στην Ελλάδα: Εθνική, Alpha, Eurobank, Κύπρου και Marfin Popular Bank.

Αντίστοιχα, για την Τ Bank βασιστήκαμε σε στοιχεία 2 (δύο) τραπεζών αντίστοιχου περίπου μεγέθους, συγκεκριμένα της Proton και της Attica Bank.

Θεωρούμε ότι τα δείγματα που επιλέχθηκαν ανά περίπτωση, είναι τα πλέον κατάλληλα, με βάση τα σημερινά δεδομένα.

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

3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών

3.5.δ. Μέθοδος Συγκρίσιμων Αγοραπωλησιών

Εισαγωγή

Η μέθοδος των Συγκρίσιμων Αγοραπωλησιών προσδιορίζει την αξία μιας εταιρίας συγκρίνοντας την υπό μελέτη εταιρία με τις αποτιμήσεις παρόμοιων εταιριών των οποίων σημαντικά πακέτα μετοχών υπήρξαν αντικείμενο σχετικά πρόσφατων συναλλαγών.

Παραδοχές για την Εφαρμογή της Μεθόδου

Για την εφαρμογή της μεθόδου αυτής, συγκεντρώθηκαν στοιχεία από πρόσφατες συναλλαγές ελληνικών τραπεζών καθώς και στοιχεία από τις πρόσφατες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που πραγματοποίησαν οι Τράπεζες. Ακολουθώντας, ανά περίπτωση, με βάση είτε το προσφερόμενο τίμημα και το εξαγοραζόμενο ποσοστό συμμετοχής, είτε την τιμή διάθεσης και τον αριθμό κοινών μετοχών πριν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, προσδιορίστηκε η αξία της κάθε Τράπεζας. Στην συνέχεια επιλέχθηκαν οι σημαντικότεροι οικονομικοί παράμετροι κάθε Τράπεζας, σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατες οικονομικές καταστάσεις πριν την εκάστοτε συναλλαγή.

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

Πιο συγκεκριμένα, για το ΤΤ βασιστήκαμε ενδεικτικά στους όρους με τους οποίους πραγματοποιήθηκε η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου τον Απρίλιο 2009. Αντίστοιχα, για την Τ Bank, χρησιμοποιήθηκαν οι πολλαπλασιαστές της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου της Τ Bank, το Μάρτιο 2010 στην οποία συμμετείχε και το ΤΤ το οποίο μέχρι τότε δεν ήταν μέτοχός της, καθώς και οι πολλαπλασιαστές της εξαγοράς ποσοστού της Proton, το Δεκέμβριο 2009.

Παρόλο που προσδιορίσαμε τα ενδεικτικά αποτελέσματα αποτίμησης των Τραπεζών με βάση αυτή τη μέθοδο, τελικώς κρίθηκε ότι το πλήθος και η μορφή των σχετικά πρόσφατων συναλλαγών δεν είναι ιδιαίτερα αντιπροσωπευτικά, ενώ επίσης δεν κρίθηκε σκόπιμο, λόγω των ιδιαίτερων συνθηκών της Ελληνικής αγοράς να χρησιμοποιηθούν είτε παλαιότερες συναλλαγές επί ελληνικών τραπεζών, είτε συναλλαγές τραπεζών του εξωτερικού.

3.5.ε. 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 (κερδών, μερισμάτων) προς τους 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 μετόχους από τη λειτουργία της τράπεζας 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 της τράπεζας 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, ενώ αφαιρείται η αξία τυχόν προνομιούχων μετοχών καθώς και προστίθεται η υπεραξία (υποαξία) συμμετοχών, για να καταλήξουμε στην αξία των κοινών μετοχών.

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 προσαρμογές, όπου κρίθηκε σκόπιμο. Οι προβλέψεις προέρχονται από τα επιχειρηματικά σχέδια που έχουν συντάξει ή και υποβάλλει οι διοικήσεις σε διάφορα εποπτικά όργανά τους.

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

Κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο για το ΤΤ θωρήθηκε το μέσο σταθμικό κόστος των κοινών και προνομιούχων μετοχών. Αντίστοιχα για την Τ Bank, χρησιμοποιήθηκε το κόστος των κοινών μετοχών (ή Ιδίων Κεφαλαίων). Σχετικά με το κόστος των κοινών μετοχών και εξαιτίας της οικονομικής συγκυρίας και των έντονων διακυμάνσεων της αγοράς των Ελληνικών ομολόγων κρίθηκε σκόπιμος, για σκοπούς διασφάλισης της αντικειμενικότητας του αποτελέσματος, ο υπολογισμός του με δύο διαφορετικές προσεγγίσεις.

Επίσης, 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.

Ειδικότερα, σε ότι αφορά την Τ Bank, για την εφαρμογή της μεθόδου αυτής πρέπει να υιοθετηθεί η παραδοχή ότι η Τράπεζα θα αυξήσει τα εποπτικά της κεφάλαια μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου προκειμένου να εξασφαλίσει την κεφαλαιακή της επάρκεια, για τη διατήρηση και ανάπτυξη των δραστηριοτήτων της. Τα αποτελέσματα αποτίμησης με βάση αυτή τη μέθοδο για την Τ Bank είναι αρνητικά, ως εκ τούτου, στον πίνακα αποτελεσμάτων αποτίμησης στην επόμενη σελίδα η αξία με βάση αυτή τη μέθοδο αναφέρεται ως μηδενική.

- 3.6 Στο πίνακα που ακολουθεί, συγκρίνονται τα αποτελέσματα αποτίμησης των Τραπεζών, όπως αυτά προκύπτουν από την εφαρμογή των ως άνω μεθόδων και παρουσιάζεται το εύρος αξιών για κάθε μία από αυτές τις μεθόδους αποτίμησης.

Ενδεικτικό Εύρος Αξιών TT & T Bank ανά Μέθοδο Αποτίμησης (€ εκατ)

| Μέθοδος | TT | | | T Bank | | |
|--|--------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|
| | Ελάχιστη | Κεντρική | Μέγιστη | Ελάχιστη | Κεντρική | Μέγιστη |
| α) Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης) | 796,5 | 833,5 | 970,2 | 14,5 | 21,3 | 41,9 |
| β) Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης | | 729,1 | | | 2,6 | |
| γ) Δεικτών Κεφαλαιαγοράς | 524,4 | 570,0 | 615,6 | 8,3 | 9,0 | 9,7 |
| δ) Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών | 483,2 | 525,2 | 567,2 | 13,4 | 14,5 | 15,7 |
| ε) Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών | 662,9 | 720,5 | 778,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Τελικό Εύρος Αξιών | 726,0 | 789,2 | 852,3 | 7,4 | 8,1 | 8,7 |

Το εύρος της σχέσης αξιών TT προς T Bank που προκύπτει ανά μέθοδο, με βάση τα παραπάνω αποτελέσματα αποτίμησης παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα. Στην περίπτωση της T Bank όπου από την Μέθοδο Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών προκύπτει μηδενική αξία, για σκοπούς παρουσίασης, η ενδεικτική σχέση αξιών προκύπτει χρησιμοποιώντας ως ένδειξη αξίας για την T Bank για τη συγκεκριμένη μέθοδο το τελικό εύρος αξίας της T Bank (€ 7,4 εκατ. έως € 8,7 εκατ.)

| Μέθοδος | Ενδεικτικό Εύρος Σχέσης Αξιών TT προς T Bank |
|--|--|
| α) Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης) | 19,032 έως 67,057 προς 1 |
| β) Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης | 281,905 προς 1 |
| γ) Δεικτών Κεφαλαιαγοράς | 53,874 έως 74,243 προς 1 |
| δ) Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών | 30,786 έως 42,426 προς 1 |
| ε) Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών | 75,835 έως 104,506 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:

- i) στην περίπτωση του ΤΤ μεγαλύτερη βαρύτητα στις μεθόδους: α) της Χρηματιστηριακής Αξίας, β) Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών, μικρότερη βαρύτητα στη μέθοδο γ) Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης και μηδενική βαρύτητα στις μεθόδους: δ) Δεικτών Κεφαλαιαγοράς και ε) Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών, και
- ii) στην περίπτωση της Τ Bank μεγαλύτερη βαρύτητα στις μεθόδους: α) της Χρηματιστηριακής Αξίας, β) Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών, γ) Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης και μικρότερη βαρύτητα στις μεθόδους: δ) Δεικτών Κεφαλαιαγοράς και ε) Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών,

προέκυψε ένα τελικό εύρος σχέσης αξιών μεταξύ ΤΤ και Τ Bank.

83,059 έως 114,461 προς 1 (ΤΤ προς Τ Bank).

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

- α. Τα προγράμματα διάθεσης δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών σε μέλη του προσωπικού και τη διοίκηση της Τ Bank ή και συνδεδεμένων με αυτήν εταιριών τα οποία, δεν επηρεάζουν τα αποτελέσματα αποτίμησης στα πλαίσια προσδιορισμού της σχέση ανταλλαγής μετοχών, εξαιτίας του περιορισμένου μεγέθους των προγραμμάτων αυτών, σε σύγκριση με το συνολικό μετοχικό της κεφάλαιο, καθώς και της τιμής εξάσκησής 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 εκδόσεώς τους, εφόσον δεν είναι δυνατή η εξαγορά τους από το ΤΤ, θα εξαγοραστούν από το τελευταίο, καθώς ήδη το ΤΤ διαθέτει ιδιαίτερα υψηλό δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας και δείκτη βασικών εποπτικών κεφαλαίων (ενώ έχει ήδη υποβάλλει σχετικό αίτημα), και άρα δεν συνεκτιμήθηκαν στον υπολογισμό των ιδίων κεφαλαίων αλλά και κατά τον υπολογισμό της σχέσης ανταλλαγής μετοχών.
- γ. Ότι ύπαρξη καθώς και τυχόν διαγραφή ιδίων μετοχών που κατέχει το ΤΤ δεν επηρεάζει ουσιαδώς τα αποτελέσματα της αποτίμησης των υφιστάμενων μετοχών του, λόγω του περιορισμένου μεγέθους της σε σχέση με το συνολικό μετοχικό κεφάλαιο του ΤΤ.
- δ. Η ακύρωση, λόγω συγχύσεως των μετοχών της ΤBank που κατέχει το ΤΤ και δεν ανταλλάσσονται.
- ε. οι λοιπές ενέργειες 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 των μετοχών ως ακολούθως:

- α) Κάθε μέτοχος της Απορροφούμενης (πλην της Απορροφώσας) θα ανταλλάσσει 50,0 κοινές, ονομαστικές, μετά δικαιώματος ψήφου μετοχές ονομαστικής αξίας € 0,60 που κατέχει στην Απορροφούμενη, με 1 νέα κοινή ονομαστική μετά δικαιώματος ψήφου μετοχή της Απορροφώσας (νέας ονομαστικής αξίας € 3,88 ανά μετοχή).
- β) Μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, οι μέτοχοι της Απορροφώσας (πλην της Απορροφούμενης) θα συνεχίσουν να κατέχουν τον ίδιο, όπως και πριν την συγχώνευση, αριθμό μετοχών της Απορροφώσας (νέας ονομαστικής αξίας € 3,88 ανά μετοχή).

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 T Bank προς μετοχές TT

50,0 προς 1

η οποία υποδηλώνει σχέση αξιών:

TT προς T Bank

98,303 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.

Μιχάλης Χατζηπαύλου

Ορκωτός Ελεγκτής-Λογιστής

A.M. ΣΟΕΛ: 12511