

22 Φεβρουαρίου 2019

Eurobank Ergasias A.E.
Όθωνος 8
105 57, Αθήνα

Θέμα: Γνωμοδότηση κατ' Άρθρο 16 του Ν. 2515/1997, 69 – 77α του Κ.Ν. 2190/20, 1-5 του Ν. 2166/93 και 4.1.3.13.3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών σχετικά με την Προτεινόμενη Συγχώνευση διά Απορρόφησης της Grivalia Properties A.E.E.A.Π. από την Eurobank Ergasias A.E.

Αξιότιμοι,

1. Εισαγωγή

Σε εκτέλεση της από 25.11.2018 εντολής που μας δόθηκε με την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Eurobank Ergasias A.E. (εφεξής αναφερόμενη ως "**Eurobank**" ή "**Τράπεζα**" ή "**Απορροφούσα**"), στο πλαίσιο της προτεινόμενης συγχώνευσης (εφεξής η "**Συγχώνευση**" ή η "**Συναλλαγή**") διά απορρόφησης της Grivalia Properties A.E.E.A.Π. (εφεξής αναφερόμενη ως "**Grivalia**" ή "**Απορροφώμενη**"), προβήκαμε στις παρακάτω ενέργειες:

- α) **Διενεργήσαμε ανεξάρτητη αποτίμηση των Eurobank και Grivalia** (εφεξής από κοινού αναφερόμενες ως οι "**Εταιρίες**"), με ημερομηνία αναφοράς την 23^η Νοεμβρίου 2018, ήτοι την τελευταία ημερομηνία διαπραγμάτευσης των μετοχών των Εταιριών πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της Συγχώνευσης.
- β) **Ελέγξαμε το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης**, το οποίο λάβαμε στις 13 Φεβρουαρίου 2019 σύμφωνα με όσα προβλέπονται στην από 2 Φεβρουαρίου 2019 εντολή ανάθεσης της εργασίας μας.
- γ) **Διατυπώνουμε με την παρούσα έκθεσή μας, τη γνώμη μας** για το εύλογο, δίκαιο και λογικό (Fairness Opinion) της προτεινόμενης από το Διοικητικό Συμβούλιο της Eurobank σχέσης ανταλλαγής των μετοχών, όπως αυτή περιγράφεται στο ως άνω Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης που λάβαμε.

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

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

- α. Τους όρους της προτεινόμενης Συγχώνευσης, όπως αυτοί προδιαγράφονται στο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης.
- β. Το ανταγωνιστικό περιβάλλον και τις μακροοικονομικές συνθήκες των κλάδων στους οποίους δραστηριοποιούνται οι Εταιρίες.

1. Εισαγωγή

- γ. Τους κυριότερους παράγοντες και τις σχετικές τάσεις που επηρέασαν τα ιστορικά οικονομικά τους στοιχεία και μεγέθη.
- δ. Την οικονομική θέση των Eurobank και Grivalia, τόσο κατά την ημερομηνία αποτίμησης, όσο και κατά την 31^η Δεκεμβρίου 2018, ήτοι την ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού, καθώς και σημαντικά οικονομικά και επιχειρηματικά γεγονότα που έλαβαν χώρα μεταγενέστερα μέχρι και την ημερομηνία έκδοσης της παρούσας.
- 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 Εταιριών.
- στ. Στοιχεία που προέκυψαν από επικοινωνία που είχαμε με στελέχη των Εταιριών σχετικά με τη θέση και τις προοπτικές της κάθε μιας εκ των συγχωνευόμενων Εταιριών.
- ζ. Τους οικονομικούς όρους συγκρίσιμων πρόσφατων εξαγορών και συγχωνεύσεων εταιριών που δραστηριοποιούνται σε αντίστοιχους κλάδους με τις υπό αποτίμηση Εταιρίες.
- η. Λοιπές πληροφορίες, μελέτες και αναλύσεις, καθώς και χρηματοοικονομικούς και χρηματιστηριακούς δείκτες συγκρίσιμων με τις συγχωνευόμενες Εταιρίες επιχειρήσεων που θεωρήσαμε συναφείς και κατάλληλους για τους σκοπούς της διαμόρφωσης της γνώμης μας.
- θ. Τη χρηματιστηριακή πορεία και κεφαλαιοποίηση των Εταιριών κατά τους τελευταίους μήνες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της προτεινόμενης Συγχώνευσης ή/και πιο πρόσφατα.
- ι. Διάφορα άλλα στοιχεία και πληροφορίες για την κεφαλαιακή, οργανωτική και μετοχική δομή των Εταιριών.

2. Η Συναλλαγή

Τα Διοικητικά Συμβούλια της Eurobank και της Grivalia ανακοίνωσαν στις 26.11.2018 ότι αποφάσισαν ομόφωνα να ξεκινήσουν τη Συγχώνευση των δύο Εταιριών, με απορρόφηση της Grivalia από τη Eurobank, σύμφωνα με τις σχετικές διατάξεις του εταιρικού δικαίου, του Ν. 2515/1997 και του Ν. 2166/1993, όπως εφαρμόζονται και ισχύουν. Η Συγχώνευση θα οδηγήσει σε (pro-forma) μετοχική σύνθεση επί του διευρυμένου μετοχικού κεφαλαίου, αποτελούμενη κατά 59% περίπου από μετόχους της Eurobank και κατά 41% περίπου από μετόχους της Grivalia. Σημειώνεται ότι ως ημερομηνία Ισολογισμού Μετασχηματισμού ορίστηκε η 31^η Δεκεμβρίου 2018.

3. Μεθοδολογία Αποτίμησης Εταιριών

- 3.1 Για τον καθορισμό της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών των Εταιριών, διενεργήσαμε αποτίμηση της αξίας του 100% του μετοχικού κεφαλαίου των συγχωνευόμενων Εταιριών, ήτοι της Απορροφούσας Eurobank και της Απορροφώμενης Grivalia, με ημερομηνία αναφοράς την 23.11.2018.
- 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 τη συγκεκριμένη περίπτωση.

3. Μεθοδολογία Αποτίμησης Εταιριών

3.3 Η έκθεση της γνώμης μας για το δίκαιο και λογικό της προτεινόμενης σχέσης αξιών, βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία, καθώς και σε πληροφορίες και δεδομένα που μας δόθηκαν από τις διοικήσεις των υπό συγχώνευση Εταιριών, οι οποίες μας διαβεβαίωσαν μέσω επιστολών (Representation Letters) ότι είναι ακριβή και πλήρη.

3.4 Στο συγκεκριμένο έργο, εξετάστηκαν ειδικότερα οι ακόλουθες διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης:

- α) Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flows).
- β) Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων (Dividend Discount Model).
- γ) Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς (Capital Markets Multiples).
- δ) Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών (Comparable Transactions).
- ε) Μέθοδος Χρηματιστηριακής Αξίας/ Κεφαλαιοποίησης (Stock Market Capitalization).
- στ) Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης (Adjusted Net Book Value).

Όσον αφορά στην αποτίμηση της Eurobank, χρησιμοποιήθηκαν τελικώς για τον προσδιορισμό της τελικής αξίας αποτίμησης οι μέθοδοι: α) Προεξόφλησης Μερισμάτων και β) Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης), καθώς για τις υπόλοιπες μεθόδους κρίθηκε ότι τα στοιχεία και τα δείγματα των Ελληνικών και διεθνών εταιριών/ τραπεζών που εξετάστηκαν δεν ήταν συγκρίσιμα με την υπό εξέταση Τράπεζα, ενδεικτικά σε όρους ρυθμών ανάπτυξης, εκτιμώμενου κινδύνου, περιθωρίων κερδοφορίας, λειτουργικών δεικτών, μεγέθους, κλπ. Η δε Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης κρίθηκε ακατάλληλη και δεν χρησιμοποιήθηκε τελικά, καθώς είναι ουσιαστικά μια στατική μέθοδος και δε λαμβάνει υπόψη την τρέχουσα και τη μελλοντική κερδοφορία, καθώς επίσης και τις προοπτικές για πιθανή μελλοντική ανάπτυξη, ενώ παρουσιάζει μια λογιστική αποτύπωση των οικονομικών στοιχείων των τραπεζών συνεκτιμώντας ειδικές νομοθετικές ρυθμίσεις.

Όσον αφορά στην αποτίμηση της Grivalia, χρησιμοποιήθηκαν τελικώς οι μέθοδοι: α) Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών και β) Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης), καθώς για τις υπόλοιπες μεθόδους κρίθηκε ότι τα στοιχεία και τα δείγματα Ελληνικών και διεθνών εταιριών που εξετάστηκαν δεν ήταν ιδιαίτερα συγκρίσιμα με την υπό εξέταση εταιρία. Η δε Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης κρίθηκε για τους λόγους που προαναφέρθηκαν ακατάλληλη.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τις μεθοδολογίες αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν για τον προσδιορισμό της αξίας των Εταιριών.

Μέθοδοι Αποτίμησης	Eurobank	Grivalia
α. Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών/ Μερισμάτων	✓	✓
β. Δείκτες Κεφαλαιαγοράς	×	×
γ. Δείκτες Συγκρίσιμων Συναλλαγών	×	×
δ. Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)	✓	✓
ε. Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης	×	×

✓: Εφαρμόστηκε ×: Δεν εφαρμόστηκε

4. Eurobank Ergasias A.E.

4.1 Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων (Dividend Discount Model)

Η Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας εταιρίας προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών προσόδων (ταμειακών ροών, μερισμάτων) των μετόχων της. Η μέθοδος προϋποθέτει ενδεικτικά τις εξής αναλύσεις: ανάλυση εσόδων, ανάλυση εξόδων, ανάλυση κεφαλαιουχικών επενδύσεων, ανάλυση κεφαλαιακής δομής και άλλες αντίστοιχες αναλύσεις, για μία περίοδο συνήθως 5 ετών ή μεγαλύτερη, καθώς και ανάλυση της υπολειμματικής αξίας η οποία προσδιορίζει την αξία της επιχείρησης στο τέλος της αναλυτικής περιόδου πρόβλεψης (π.χ. 5 ετών).

Με βάση τα αποτελέσματα των παραπάνω αναλύσεων, γίνεται πρόβλεψη των αναμενόμενων ταμειακών ροών και δυνητικών μερισμάτων από τη λειτουργία της επιχείρησης για ένα συγκεκριμένο μελλοντικό χρονικό διάστημα. Οι ταμειακές ροές προεξοφλούνται με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο και προσδιορίζεται η παρούσα τους αξία. Επίσης, υπολογίζεται η υπολειμματική αξία της επιχείρησης 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.

Συγκεκριμένα, για τη χρήση της Μεθόδου της Προεξόφλησης Μερισμάτων προσδιορίζεται η αξία της υπό εξέταση εταιρίας προεξοφλώντας τα μερίσματα που δύναται να διανεμηθούν προς τους μετόχους της εταιρίας. Ο συντελεστής προεξόφλησης που χρησιμοποιείται είναι το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (Cost of Equity). Επίσης, πραγματοποιήθηκε ανάλυση ευαισθησίας για να διαπιστωθεί η επίδραση που θα έχουν στα αποτελέσματα αποτίμησης, διαφορετικά προεξοφλητικά επιτόκια.

Για τον προσδιορισμό της αξίας της Eurobank με βάση τη μέθοδο αυτή, αναπτύχθηκε ένα Χρηματοοικονομικό Μοντέλο πρόβλεψης των κύριων οικονομικών μεγεθών της Απορροφούσας για την περίοδο 2018 – 2025. Η ανάπτυξη του μοντέλου αυτού βασίστηκε στο Επιχειρηματικό Σχέδιο (Business Plan) και τις προβλέψεις της διοίκησης της Απορροφούσας για την περίοδο αυτή, καθώς και σε πρόσθετες αναπροσαρμογές που κρίθηκε σκόπιμο να υιοθετηθούν.

Στα πλαίσια επισκόπησης του Επιχειρηματικού Σχεδίου που λάβαμε από τη διοίκηση της Απορροφούσας για την περίοδο 2018 – 2025, λήφθηκαν υπόψη δύο (2) εναλλακτικά σενάρια, το Βασικό Σενάριο (Baseline) και το Δυσμενές (Adverse), τα οποία στηρίζονται σε διαφορετικές παραδοχές της διοίκησης αναφορικά με τη μεταβολή των χορηγήσεων και καταθέσεων, την εξέλιξη και κάλυψη των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, την εξέλιξη του δείκτη κόστους/ εσόδων, καθώς και την εκτιμώμενη μελλοντική κεφαλαιακή επάρκεια της Τράπεζας.

Επιπλέον, σημειώνεται ότι στα πλαίσια της συγκεκριμένης μεθόδου λήφθηκε υπόψη η βασική παραδοχή ότι η Τράπεζα θα συνεχίσει να λειτουργεί ως ανεξάρτητη οντότητα στους τομείς που δραστηριοποιείται πριν την απόφαση για τη Συγχώνευση (“**as is, stand-alone basis**”) κάτω από τις ίδιες συνθήκες, χωρίς σημαντικές αλλαγές στον τρόπο λειτουργίας της ή/και στο αντικείμενό της. Η παραδοχή αυτή θεωρεί ότι η υπό αποτίμηση εταιρία δεν θα συγχωνευτεί με άλλη εταιρία ή θα δημιουργήσει κοινές εταιρίες ή θα προβεί σε λοιπές πιθανές ενέργειες (π.χ. αλλαγή τομέα δραστηριότητας, ενασχόληση και με νέες ιδιαίτερα διαφοροποιημένες δραστηριότητες, κλπ.). Συνεπώς ενέργειες οι οποίες πιθανόν να δημιουργούσαν σημαντικές συνέργειες ή να μετέβαλλαν σε σημαντικό βαθμό το είδος της δραστηριότητάς της ή τον τρόπο λειτουργίας της, δεν έχουν ληφθεί υπόψη.

4. Eurobank Ergasias A.E.

4.2 Μέθοδος Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίηση)

Στην περίπτωση αποτίμησης εισηγμένων σε χρηματιστήρια αξιών εταιριών, λαμβάνεται αναγκαστικά υπόψη, και σε σημαντικό βαθμό μάλιστα, κατά την αποτίμηση και η χρηματιστηριακή τους αξία (κεφαλαιοποίηση). Λόγω του γεγονότος ότι η χρηματιστηριακή αξία μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο μπορεί να παρουσιάζει σημαντικές διακυμάνσεις, ακόμα και κατά τη διάρκεια σχετικά μικρών χρονικών διαστημάτων, 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, κοντά στην ημερομηνία αποτίμησης, τα οποία μπορεί να είναι ένας, δύο ή και περισσότεροι μήνες.

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου αυτής συγκεντρώθηκαν στοιχεία για τη χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση της Τράπεζας σε διάφορα χρονικά διαστήματα όπως:

- Κατά την τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης των μετοχών πριν την ανακοίνωση της Συναλλαγής (23.11.2018).
- Μέσοι όροι των τιμών κλεισίματος της μετοχής στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.) για χρονικό διάστημα που καλύπτει 1, 3, 6 και 12 μήνες πριν τις 23.11.2018.

Οι κυριότερες παραδοχές για τη χρήση της μεθόδου αυτής είναι, μεταξύ άλλων, οι ακόλουθες:

- α. Υπάρχει επαρκής διασπορά των μετοχών της Τράπεζας (free float).
- β. Οι μετοχές διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο για επαρκές χρονικό διάστημα.
- γ. Την υπό εξέταση περίοδο πραγματοποιήθηκε επαρκής όγκος συναλλαγών των μετοχών στο χρηματιστήριο (liquidity).
- δ. Οι επενδυτές έχουν ίση και επαρκή πληροφόρηση.
- ε. Δεν υπάρχουν ενδείξεις χειραγώγησης των τιμών των μετοχών.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, κρίθηκε ότι μπορούν να εξαχθούν ικανοποιητικά και αξιόπιστα συμπεράσματα από την εφαρμογή της μεθόδου αυτής, κατά συνέπεια έλαβε σχετικά υψηλή βαρύτητα κατά την τελική στάθμιση των αποτελεσμάτων αποτίμησης.

5. Grivalia Properties A.E.E.A.Π.

5.1 Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών

Για τον προσδιορισμό της αξίας της Grivalia με βάση τη μέθοδο αυτή, αναπτύχθηκε Χρηματοοικονομικό Μοντέλο πρόβλεψης των κύριων οικονομικών μεγεθών της Απορροφώμενης για την περίοδο 2019 – 2028. Η ανάπτυξη του μοντέλου αυτού βασίστηκε στο Επιχειρηματικό Σχέδιο (Business Plan) και τις προβλέψεις της διοίκησης της Απορροφώμενης για την περίοδο αυτή (Βασικό Σενάριο).

5. Grivalia Properties A.E.E.A.Π.

5.1 Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών

Ειδικότερα, διευκρινίζεται ότι στα πλαίσια εφαρμογής της μεθόδου αυτής λήφθηκε υπόψη η βασική παραδοχή ότι η εταιρία θα συνεχίσει να λειτουργεί ως ανεξάρτητη οντότητα στους τομείς που δραστηριοποιείται πριν την απόφαση για τη Συγχώνευση (“**as is, stand-alone basis**”) κάτω από τις ίδιες συνθήκες, χωρίς σημαντικές αλλαγές στον τρόπο λειτουργίας της ή/και στο αντικείμενό της. Η παραδοχή αυτή θεωρεί ότι η υπό αποτίμηση εταιρία δεν θα συγχωνευτεί με άλλη εταιρία ή θα δημιουργήσει κοινές εταιρίες ή θα προβεί σε λοιπές πιθανές ενέργειες (π.χ. αλλαγή τομέα δραστηριότητας, ενασχόληση και με νέες ιδιαίτερα διαφοροποιημένες δραστηριότητες, κλπ.).

Για την προεξόφληση των ταμειακών ροών του Επιχειρηματικού Σχεδίου της εταιρίας, λήφθηκε υπόψη το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital) της εταιρίας, το οποίο υπολογίστηκε με βάση το μέσο κόστος δανεισμού της εταιρίας και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της. Για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων της Grivalia χρησιμοποιήθηκε το Υπόδειγμα Τιμολόγησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model – CAPM) με βάση τη διεθνή πρακτική αποτιμήσεων. Επίσης, πραγματοποιήθηκε ανάλυση ευαισθησίας για να διαπιστωθεί η επίδραση που θα έχουν στα αποτελέσματα αποτίμησης διαφορετικά προεξοφλητικά επιτόκια και ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας της εταιρίας.

5.2 Μέθοδος Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίηση)

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου αυτής συγκεντρώθηκαν στοιχεία για τη χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση της Grivalia σε διάφορα χρονικά διαστήματα όπως:

- Κατά την τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης των μετοχών πριν την ανακοίνωση της Συναλλαγής (23.11.2018).
- Μέσοι όροι των τιμών κλεισίματος της μετοχής στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.) για χρονικό διάστημα που καλύπτει 1, 3, 6 και 12 μήνες πριν τις 23.11.2018.

Λαμβάνοντας υπόψη όσα έχουν ήδη αναφερθεί, η συγκεκριμένη μέθοδος έλαβε και στην περίπτωση της Grivalia σχετικά υψηλή βαρύτητα κατά την τελική στάθμιση των αποτελεσμάτων αποτίμησης.

6. Περιοριστικοί Παράγοντες & Διευκρινίσεις

- Διευκρινίζεται ότι η Deloitte, στα πλαίσια της παρούσας εργασίας, δεν προέβη σε οποιονδήποτε πρόσθετο ανεξάρτητο έλεγχο ή επισκόπηση σύμφωνα με τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα (International Standards of Auditing) ή σε οποιασδήποτε άλλης μορφής επαλήθευση της ορθότητας και πληρότητας των οικονομικών στοιχείων και δεδομένων που μας δόθηκαν από τη διοίκηση της Eurobank και αφορούν και τις δύο Εταιρίες, τα οποία ελήφθησαν ως δεδομένα. Συνεπώς, δεν εκφέρουμε καμία άποψη, ούτε δίνουμε καμίας μορφής διαβεβαίωση για την ακρίβεια και πληρότητα των οικονομικών και άλλων στοιχείων στα οποία βασιστήκαμε κατά τη διάρκεια της παρούσας εργασίας.
- Επιπλέον, στα πλαίσια της παρούσας εργασίας, δεν πραγματοποιήσαμε διεξοδική, πρωτογενή έρευνα αγοράς του τραπεζικού κλάδου ή/ και του κλάδου εταιριών επενδύσεων ακίνητης περιουσίας και τις προοπτικές αυτών, αλλά στηριχθήκαμε σε διάφορα δημοσιευμένα στοιχεία από αξιόπιστες και έγκυρες πηγές, τα οποία όμως διευκρινίζεται ότι δεν επαληθεύτηκαν από την Deloitte.

6. Περιοριστικοί Παράγοντες & Διευκρινίσεις

- Διευκρινίζεται ότι η αποτίμηση των Εταιριών βασίζεται σε υποθέσεις, παραδοχές και προβλέψεις για την εξέλιξη βασικών οικονομικών μεγεθών της Eurobank για τα έτη 2018 – 2025 και της Grivalia για τα έτη 2019 – 2028, οι οποίες μας δόθηκαν από τη διοίκηση της Eurobank. Σημειώνουμε ότι οι εκτιμήσεις για τη μελλοντική εξέλιξη διαφόρων μεγεθών των Εταιριών, όπως και ορισμένες υποθέσεις που έχουν υιοθετηθεί, μπορεί ενδεχομένως να μεταβληθούν, με συνέπεια τη μεταβολή των σχετικών αποτελεσμάτων αποτίμησης, μεταβολή που μπορεί να είναι και σημαντική. Συνεπώς, δεν μπορούμε να θεωρηθούμε υπεύθυνοι για τυχόν αποκλίσεις των μεγεθών ή για τυχόν παραλήψεις.
- Σε ότι αφορά την Grivalia, η αποτίμηση βασίστηκε στις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις με ημερομηνία 31.12.2018 που έχουν καταρτισθεί σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ). Για τη Eurobank, μέχρι και την ημερομηνία έκδοσης της παρούσας, δεν υπήρχαν διαθέσιμες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις με ημερομηνία 31.12.2018, και συνεπώς η αποτίμηση βασίστηκε στις προϋπολογιστικές (ενοποιημένες) οικονομικές καταστάσεις με βάση το Επιχειρηματικό Σχέδιο της Τράπεζας για τη χρήση που έληξε στις 31.12.2018.
- Στις 30 Σεπτεμβρίου 2018 οι αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις της Τράπεζας ανέρχονταν σε € 4.904 εκατ. Η αναγνώριση των ανωτέρω αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων στηρίζεται στην εκτίμηση της διοίκησης ότι η Τράπεζα θα έχει επαρκή μελλοντικά φορολογητέα κέρδη, έναντι των οποίων οι μη χρησιμοποιηθείσες φορολογικές ζημιές, οι εκπιπτόμενες προσωρινές διαφορές, καθώς και οι φορολογικές ζημιές από το πρόγραμμα PSI+ και από το πρόγραμμα επαναγοράς των νέων τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου θα μπορούν να χρησιμοποιηθούν.
- Όσον αφορά στην εκτίμηση της εμπορικής αξίας των κυριότερων ακινήτων της Grivalia, θεωρήθηκε ότι οι αξίες που παρουσιάζονται στις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις με ημερομηνία 31.12.2018, ανταποκρίνονται στις τρέχουσες εμπορικές αξίες αυτών. Στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας, και καθώς η Απορροφώμενη, σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία για τις εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (Α.Ε.Ε.Α.Π.), λαμβάνει αποτιμήσεις του χαρτοφυλακίου ακινήτων της από πιστοποιημένους αποτιμητές, δεν προβήκαμε σε κάποια άλλη επαλήθευση όσον αφορά στην αξία των ακινήτων της εταιρίας.
- Επιπλέον, για τον υπολογισμό του καθαρού δανεισμού της Grivalia λήφθηκε υπόψη συνολικό ποσό δανεισμού ύψους € 226,2 εκατ. μείον πλεονάζοντα ταμειακά διαθέσιμα ύψους € 64,0 εκατ. με βάση τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας στις 31.12.2018. Σε αυτό το πλαίσιο έχει υιοθετηθεί η παραδοχή ότι ο καθαρός δανεισμός της εταιρίας στις 23.11.2018, ήτοι κατά την ημερομηνία αναφοράς, δεν διαφοροποιείται σημαντικά σε σχέση με τα παραπάνω ποσά.
- Όπως προαναφέρθηκε, η αποτίμηση των Εταιριών βασίζεται στην παραδοχή ότι αυτές θα συνεχίσουν να λειτουργούν ως ανεξάρτητες οντότητες στους τομείς που δραστηριοποιούνταν πριν την απόφαση της Συγχώνευσης ("**as is, stand-alone basis**"). Ως εκ τούτου, η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της Grivalia κατά ποσό € 40,5 εκατ., καθώς και η διανομή κερδών προηγούμενων χρήσεων ύψους € 13,7 εκατ. στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και στο προσωπικό της εταιρίας, που προέκυψαν υπό το πρίσμα της Συναλλαγής, δεν έχουν ληφθεί υπόψη.

6. Περιοριστικοί Παράγοντες & Διευκρινίσεις

- Η αποτίμηση μίας εταιρίας ή επιμέρους περιουσιακών στοιχείων αυτής δεν μπορεί να θεωρηθεί ως μία απόλυτη επιστήμη και τα αποτελέσματα αυτής σε πολλές περιπτώσεις είναι υποκειμενικά και εξαρτώμενα από τις αναλύσεις και την ανεξάρτητη κρίση του κάθε αναλυτή. Χρησιμοποιώντας τα ίδια στοιχεία και υιοθετώντας κοινές παραδοχές, η κρίση ανεξάρτητων αναλυτών μπορεί να διαφέρει, λόγω μίας σειράς από ανεξάρτητες αποφάσεις.
- Η παρούσα γνωμοδότηση δεν καλύπτει τυχόν νομικά, τεχνικά, ρυθμιστικά ή/και φορολογικά θέματα σχετιζόμενα με τη σκοπούμενη Συναλλαγή, αλλά περιορίζεται αποκλειστικά σε χρηματοοικονομικά θέματα.
- Τα αποτελέσματα της παρούσας έκθεσης γνωμοδότησης δε μπορούν να αναφερθούν ή να συμπεριληφθούν σε κανένα άλλο έγγραφο (συμπεριλαμβανομένων ενημερωτικών υπομνημάτων για ιδιωτική τοποθέτηση ή δημόσια έγγραφη), ο σκοπός και ο στόχος του οποίου μπορεί να είναι η συγκέντρωση δανειακών ή άλλων κεφαλαίων, χωρίς την προηγούμενη έγγραφη συγκατάθεση της Deloitte.
- Η χρήση της παρούσας από τρίτους, καθώς και οι αποφάσεις που βασίζονται σε αυτήν, είναι ευθύνη των μερών που τη χρησιμοποιούν. Με τη χρήση της παρούσας έκθεσης, τα μέρη αυτά αποδέχονται ότι η Deloitte δε φέρει καμία ευθύνη αναφορικά με τη χρήση ή αποφάσεις που μπορούν να ληφθούν βασισμένες στην παρούσα έκθεση.

7. Αποτελέσματα Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών

Ενδεικτικό Εύρος Αξιών ανά Μέθοδο Αποτίμησης

Μέθοδοι Αποτίμησης (ποσά σε € εκατ.)	Eurobank		Grivalia	
	Ελάχιστο	Μέγιστο	Ελάχιστο	Μέγιστο
α1. Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (Βασικό Σενάριο)	1.541,9	1.791,9	887,2	1.031,1
α2. Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (Δυσμενές Σενάριο)*	1.213,8	1.410,6		
β. Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)	1.143,1	1.328,4	717,4	833,8
Τελικό Εύρος Αξιών	1.193,6	1.387,1	759,9	883,1

* Η σύγκριση για το Δυσμενές Σενάριο της Eurobank γίνεται με το Βασικό Σενάριο για την Grivalia, καθώς δεν κρίθηκε σκόπιμο να αναπτυχθεί δυσμενές σενάριο.

Ενδεικτικό Εύρος Σχέσης Ανταλλαγής Μετοχών Eurobank προς Grivalia ανά Μέθοδο

Μέθοδος	Ενδεικτικό Εύρος Σχέσης Ανταλλαγής Μετοχών Eurobank προς Grivalia	
	Ελάχιστο	Μέγιστο
α1. Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (Βασικό Σενάριο)	11,23:1	15,16:1
α2. Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (Δυσμενές Σενάριο)	14,26:1	19,26:1
β. Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)	12,25:1	16,54:1
Τελικό Εύρος Σχέσης Ανταλλαγής Μετοχών	12,42:1	16,78:1

* Η σύγκριση για το Δυσμενές Σενάριο της Eurobank γίνεται με το Βασικό Σενάριο για την Grivalia, καθώς δεν κρίθηκε σκόπιμο να αναπτυχθεί δυσμενές σενάριο.

7. Αποτελέσματα Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών

Σταθμίζοντας τα αποτελέσματα αποτίμησης ανάλογα με την καταλληλότητα της κάθε μεθόδου και πιο συγκεκριμένα δίνοντας μεγαλύτερη βαρύτητα στη μέθοδο της Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης), προέκυψε το ακόλουθο εύρος σχέσης ανταλλαγής μετοχών:

12,42 έως 16,78 προς 1 (Eurobank προς Grivalia)

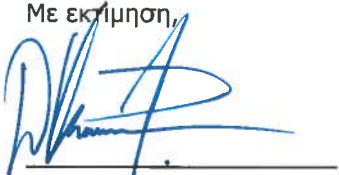
8. Έλεγχος του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης

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

9. Συμπεράσματα

- 9.1 Τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο Εταιριών προτείνουν σχέση ανταλλαγής των μετοχών όπου κάθε μέτοχος της Απορροφώμενης θα ανταλλάσσει μία κοινή ονομαστική με ψήφο μετοχή ονομαστικής αξίας € 1,71 που κατέχει στην Απορροφώμενη, με 15,8000000414930 νέες κοινές ονομαστικές με ψήφο μετοχές της Απορροφούσας νέας ονομαστικής αξίας € 0,23 η κάθε μία.
- 9.2 Κατά τη γνώμη μας, και λαμβάνοντας υπόψη τα όσα καταγράφονται στο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης, η προτεινόμενη από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών σχέση ανταλλαγής μετοχών, όπως προαναφέρθηκε, εμπίπτει εντός του εύρους της σχέσης αξιών ανά μετοχή που προέκυψε από τις αποτιμήσεις που διενεργήσαμε και επομένως η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής μετοχών είναι δίκαιη και λογική από χρηματοοικονομική άποψη.

Με εκτίμηση,



Δημήτρης Κατσιμπόκης
Ορκωτός Ελεγκτής-Λογιστής
Α.Μ. ΣΟΕΛ: 34671