

20 Ιουλίου 2005

Προς το
Διοικητικό Συμβούλιο της
EFG EUROBANK ERGASIAS A.E.
Όθωνος 8
10557 Αθήνα

Κύριοι,

ΘΕΜΑ: Γνωμοδότηση κατ' Άρθρο 16 παρ. 5 Ν.2515/1997 και κατ' Άρθρο 322 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών, Σχετικά με την Προτεινόμενη Συγχώνευση με Απορρόφηση της ΠΡΟΟΔΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ Α.Ε.Ε.Χ. από την ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS A.E.

1.0 Εισαγωγή

1.1 Σε εκτέλεση της από 12 Ιουλίου 2005 εντολής που μας δόθηκε με την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS A.E., προβήκαμε στις παρακάτω ενέργειες:

- α) **διαπιστώσαμε τη λογιστική αξία** των περιουσιακών στοιχείων της ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS A.E., (κατωτέρω και «EFG EUROBANK» ή «η Τράπεζα» ή «η Απορροφούσα»), η οποία πρόκειται να απορροφήσει την ΠΡΟΟΔΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ Α.Ε.Ε.Χ. (κατωτέρω και «ΠΡΟΟΔΟΣ», ή «η Απορροφώμενη»), εφεξής από κοινού αναφερόμενες και ως οι «Εταιρίες»,
- β) **ελέγξαμε το από 19 Ιουλίου 2005 Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης** με απορρόφηση της ΠΡΟΟΔΟΣ από την EFG EUROBANK,
- γ) **διενεργήσαμε ανεξάρτητη αποτίμηση των Εταιριών** με ημερομηνία αποτίμησης την 13^η Ιουλίου 2005, ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού, και

1.0 Εισαγωγή (συνεχίζεται)

- δ) **διατυπώνουμε με την παρούσα έκθεσή μας, τη γνώμη** μας για το δίκαιο και λογικό (Fairness Opinion) της προτεινόμενης από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών σχέσης ανταλλαγής των μετοχών, όπως αυτή περιγράφεται στο από 19 Ιουλίου 2005, Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης.

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

- α. τις συνθήκες και τους όρους της προτεινόμενης συγχώνευσης,
- β. το ανταγωνιστικό περιβάλλον και τις μακροοικονομικές συνθήκες των κλάδων στους οποίους δραστηριοποιούνται,
- γ. τους κυριότερους παράγοντες και τις σχετικές τάσεις που επηρέασαν τα ιστορικά οικονομικά τους στοιχεία και μεγέθη,
- δ. την οικονομική θέση της κάθε Εταιρίας κατά την 13^η Ιουλίου 2005, ήτοι την ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού, αλλά και τα προηγούμενα έτη,
- ε. στοιχεία από δημοσιευμένες και άλλες πηγές, καθώς και πληροφορίες που μας δόθηκαν από τις Διοικήσεις των Εταιριών,
- στ. στοιχεία που προέκυψαν από συζητήσεις που είχαμε με στελέχη των Εταιριών σχετικά με τη θέση και τις προοπτικές της κάθε Εταιρίας, καθώς και για τις κυριότερες θυγατρικές και συμμετοχές της EFG EUROBANK,
- ζ. τους οικονομικούς όρους συγκρίσιμων πρόσφατων εξαγορών και συγχωνεύσεων εταιριών που δραστηριοποιούνται στους ίδιους κλάδους με τις υπό αποτίμηση Εταιρίες,
- η. λοιπές πληροφορίες, μελέτες και αναλύσεις, καθώς και χρηματοοικονομικούς και χρηματιστηριακούς δείκτες συγκρίσιμων με τις συγχωνευμένες Εταιρίες επιχειρήσεων, που θεωρήσαμε συναφείς και κατάλληλους για τους σκοπούς της διαμόρφωσης της γνώμης μας,
- θ. την χρηματιστηριακή πορεία και κεφαλαιοποίηση των Εταιριών κατά τους τελευταίους μήνες.

2.0 Διαπίστωση Λογιστικής Αξίας

Διαπιστώσαμε ότι η λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων της Απορροφούσας, προκύπτει από τους λογαριασμούς του Ισολογισμού Μετασχηματισμού της 13^{ης} Ιουλίου 2005 και συμφωνεί με τα κατά την ημερομηνία εκείνη τηρούμενα από την EFG EUROBANK βιβλία και στοιχεία.

3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών

- 3.1 Για τον καθορισμό της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών των Εταιριών, διενεργήσαμε αποτίμηση της αξίας των συγχωνευόμενων Εταιριών, ήτοι της Απορροφούσας EFG EUROBANK και της Απορροφώμενης ΠΡΟΟΔΟΣ.
- 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 περίπτωση.
- 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 στοιχεία που μας δόθηκαν από τις Διοικήσεις των υπό συγχώνευση Εταιριών, οι οποίες μας διαβεβαίωσαν ότι είναι ακριβή και πλήρη.
- 3.4 Διευκρινίζεται ότι, καθώς στην εταιρία ΠΡΟΟΔΟΣ, βάσει της απόφασης της Γενικής Συνέλευσης της 4.7.2005 βρίσκεται σε εξέλιξη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ποσού € 129,9 εκατ, υιοθετήθηκε η παραδοχή ότι η αύξηση αυτή θα καλυφθεί στο σύνολό της, διότι τυχόν αδιάθετες μετοχές θα καλυφθούν από την EFG EUROBANK ή συνδεδεμένη με αυτήν εταιρία, βάσει και σχετικής δέσμευσης της EFG EUROBANK, κατά τη Γ.Σ. της ΠΡΟΟΔΟΣ της 4.7.2005. Ως εκ τούτου στα αποτελέσματα ανά μέθοδο αποτίμησης της ΠΡΟΟΔΟΣ, προστέθηκε και η αξία των κεφαλαίων που θα συγκεντρωθούν από αυτή την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών.
- 3.5 Στο συγκεκριμένο έργο, εφαρμόστηκαν ειδικότερα οι κάτωθι διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης:
 - α) Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)
 - β) Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών
 - γ) Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης
 - δ) Δεικτών Κεφαλαιαγοράς
 - ε) Συγκρίσιμων Συναλλαγών

3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών (συνεχίζεται)

Όσον αφορά στην αποτίμηση της EFG EUROBANK, χρησιμοποιήθηκαν όλες οι παραπάνω μέθοδοι. Όσον αφορά στην αποτίμηση της ΠΡΟΟΔΟΣ, χρησιμοποιήθηκαν οι μέθοδοι α) Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης) και γ) Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης, καθώς οι άλλες μέθοδοι δεν κρίθηκαν δόκιμες για να χρησιμοποιηθούν στην συγκεκριμένη εταιρία.

3.5.α. Μέθοδος Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)

Εισαγωγή

Στην περίπτωση αποτίμησης εισηγμένων σε χρημαστήρια αξιών εταιριών, λαμβάνεται αναγκαστικά υπόψη και σε σημαντικό βαθμό κατά την αποτίμηση και η χρηματιστηριακή τους αξία (κεφαλαιοποίηση). Λόγω του γεγονότος ότι η χρηματιστηριακή αξία μιας εταιρίας στο χρημαστήριο 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, περί 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 Εταιριών σε διάφορα χρονικά διαστήματα (μία εργάσιμη ημέρα πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης (10.6.2005), μέσος όρος τιμών κλεισίματος έκαστης μετοχής στο Χρημαστήριο Αθηνών (Χ.Α.) 1, 3, 6, 9 και 12 μήνες πριν την συγκεκριμένη ημερομηνία). Για τον υπολογισμό των αντίστοιχων χρηματιστηριακών αξιών (κεφαλαιοποιήσεων) των Εταιριών, λήφθηκε υπόψη ο αριθμός των εκδοθέντων μετοχών και οι αντίστοιχες τιμές κλεισίματος (ή μέσος όρος αυτών) των μετοχών στο Χ.Α., ενώ για την ΠΡΟΟΔΟΣ λήφθηκαν υπόψη και όσα αναφέρονται στην Παράγραφο 3.4 παραπάνω.

Οι κυριότερες παραδοχές που υιοθετήθηκαν για τη χρήση της μεθόδου αυτής είναι ότι:

- α. υπάρχει επαρκής διασπορά των μετοχών των Εταιριών (free float),
- β. οι μετοχές των Εταιριών διαπραγματεύονται στο χρημαστήριο για επαρκές χρονικό διάστημα,
- γ. υπάρχει επαρκής διαπραγμάτευση των μετοχών (όγκος συναλλαγών) των Εταιριών στο χρημαστήριο (liquidity),

3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών (συνεχίζεται)**3.5.α. Μέθοδος Χρηματοστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)** (συνεχίζεται)

- δ. οι επενδυτές έχουν ίση και επαρκή πληροφόρηση για τις Εταιρίες,
- ε. δεν υπάρχουν ενδείξεις χειραγώγησης των τιμών των μετοχών τους.

3.5.β. 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, κεφαλαιουχικών επενδύσεων, κεφαλαιακής δομής 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 επιχείρησης για ένα συγκεκριμένο μελλοντικό χρονικό διάστημα. Οι μελλοντικές διαθέσιμες χρηματικές 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.

Παραδοχές για την Εφαρμογή της Μεθόδου

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιήθηκε μόνο για την αποτίμηση της EFG EUROBANK, καθώς δεν είναι δόκιμη η χρήση της μεθόδου αυτής για την αποτίμηση εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

Η εφαρμογή της μεθόδου αυτής βασίστηκε α) στο Σενάριο Παραδοχών της Διοίκησης, το οποίο βασίστηκε στο Επιχειρηματικό Σχέδιο της Τράπεζας και β) ένα Εναλλακτικό Σενάριο, στο οποίο, έγιναν ορισμένες μικρές αναπροσαρμογές σε ορισμένα από τα προβλεπόμενα μεγέθη της EFG EUROBANK, κατά την κρίση μας.

3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών (συνεχίζεται)**3.5.β. Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών** (συνεχίζεται)

Επίσης, πραγματοποιήθηκε ανάλυση ευαισθησίας για να διαπιστωθεί η επίδραση που θα έχουν στα αποτελέσματα αποτίμησης, διαφορετικά προεξοφλητικά επιτόκια, καθώς και μεταβολές στο προβλεπόμενο καθαρό περιθώριο τόκων της EFG EUROBANK.

Οι λεπτομερείς προβλέψεις για περίοδο 5 και 10 ετών (ανάλογα το σενάριο) αναλύονται σε:

- προβλέψεις για την ανάπτυξη των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού της EFG EUROBANK,
- προβλέψεις Επιτοκιακών Περιθωρίων και Εσόδων του Ομίλου EFG EUROBANK,
- προβλέψεις Εσόδων από προμήθειες τραπεζικών εργασιών καθώς και από εργασίες των θυγατρικών της EFG EUROBANK,
- προβλέψεις Εξόδων του Ομίλου EFG EUROBANK,
- προβλέψεις Επενδύσεων του Ομίλου.

Οι προβλέψεις αυτές λαμβάνουν υπόψη μεταξύ άλλων τις εξής παραδοχές:

- περαιτέρω αύξηση της διείσδυσης των χρηματοοικονομικών προϊόντων στην Ελληνική αγορά, ώστε να προσεγγίσουν περισσότερο στα αντίστοιχα επίπεδα στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης,
- προβλέψεις για την εξέλιξη των βασικών επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς και των ομολόγων,
- ανάπτυξη των καταθέσεων και των χορηγήσεων του Ομίλου της EFG EUROBANK,
- συγκρατημένη αύξηση των λειτουργικών εξόδων του Ομίλου της EFG EUROBANK, με ταυτόχρονη βελτίωση του δείκτη εξόδων / εσόδων,
- περαιτέρω ανάπτυξη δραστηριοτήτων των θυγατρικών της Τράπεζας κυρίως σε Ρουμανία, Βουλγαρία και Σερβία-Μαυροβούνιο όπου το οικονομικό περιβάλλον και η διείσδυση των χρηματοοικονομικών προϊόντων αναμένεται να αυξηθούν σημαντικά στο μέλλον,
- έσοδα από τις θυγατρικές της Τράπεζας του χρηματοοικονομικού τομέα δηλαδή ασφαλιστικές, αμοιβαίων κεφαλαίων, χρηματοδοτικής μίσθωσης κ.α.

3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών (συνεχίζεται)**3.5.β. Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών** (συνεχίζεται)

Λοιπές παράμετροι και παραδοχές οι οποίες λήφθηκαν υπόψη για την εφαρμογή της μεθόδου της Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών οι οποίες αφορούν:

- το κόστος κεφαλαίου της Τράπεζας, το οποίο υπολογίσθηκε με βάση το χρηματοοικονομικό μοντέλο "Capital Asset Pricing Model",
- την ανάπτυξη των ταμειακών ροών μετά την παραπάνω περίοδο πρόβλεψης, η οποία εκτιμάται ότι θα κυμαίνεται στα επίπεδα του αντίστοιχα εκτιμώμενου πληθωρισμού.

3.5.γ. Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς**Εισαγωγή**

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

Παραδοχές για την Εφαρμογή της Μεθόδου

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιήθηκε μόνο για την αποτίμηση της EFG EUROBANK, καθώς δεν κρίθηκε δόκιμο να χρησιμοποιηθεί για την ΠΡΟΟΔΟΣ.

Όσον αφορά τη χρήση της μεθόδου αυτής για την EFG EUROBANK, συγκεντρώθηκαν στοιχεία τόσο για μεγάλες ελληνικές τράπεζες αντίστοιχου μεγέθους με την EFG EUROBANK, όσο και για τράπεζες του εξωτερικού, εισηγμένες σε χρηματιστήρια. Ειδικότερα, το δείγμα των διεθνών εταιριών απαρτίζονται από ευρωπαϊκές τράπεζες που δραστηριοποιούνται σε συγκρίσιμες με την EFG EUROBANK αγορές (στην προκειμένη περίπτωση ισπανικές τράπεζες καθώς και άλλες τράπεζες που δραστηριοποιούνται στις αναπτυσσόμενες αγορές της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης όπου έχει επίσης σημαντική δραστηριότητα η EFG EUROBANK).

3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών (συνεχίζεται)

3.5.γ. Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς (συνεχίζεται)

Με βάση τα στοιχεία αυτά, υπολογίσθηκαν χρηματιστηριακοί πολλαπλασιαστές (δείκτες) όπως Χρηματιστηριακή Αξία προς Καθαρά Κέρδη, Χρηματιστηριακή Αξία προς Σύνολο Ενεργητικού και Χρηματιστηριακή Αξία προς Ίδια Κεφάλαια.

Με βάση το δείγμα διεθνών τραπεζών, προσδιορίστηκαν αντίστοιχοι με τους παραπάνω χρηματιστηριακούς πολλαπλασιαστές (δείκτες). Οι πολλαπλασιαστές αυτοί εφαρμόστηκαν στη συνέχεια στα τελευταία διαθέσιμα ενοποιημένα οικονομικά μεγέθη της EFG EUROBANK.

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

Η μέθοδος αυτή, όπως προαναφέρθηκε, χρησιμοποιήθηκε μόνο για την αποτίμηση της EFG EUROBANK καθώς δεν κρίθηκε δόκιμη για να χρησιμοποιηθεί για την ΠΡΟΟΔΟΣ.

Όσον αφορά αυτή τη μέθοδο, συγκεντρώθηκαν στοιχεία τόσο από συναλλαγές ελληνικών τραπεζικών ιδρυμάτων όσο και από διεθνείς συναλλαγές. Με βάση τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία των πλέον πρόσφατων από τις συναλλαγές του ελληνικού χώρου, υπολογίσθηκε η αξία της κάθε εξαγοραζόμενης τράπεζας με βάση το προσφερόμενο τίμημα και το εξαγοραζόμενο ποσοστό συμμετοχής. Στη συνέχεια υπολογίσθηκαν Πολλαπλασιαστές όπως: Αξία Τράπεζας προς Ίδια Κεφάλαια, Ενεργητικό, Κέρδη προ Φόρων κλπ.

3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών (συνεχίζεται)**3.5.δ. Μέθοδος Συγκρίσιμων Αγοραπωλησιών** (συνεχίζεται)

Αντίστοιχα, με βάση το δείγμα πρόσφατων συναλλαγών που αφορούσαν τράπεζες του εξωτερικού (κυρίως από τις ΗΠΑ και τη Δυτική Ευρώπη), προσδιορίστηκαν και πάλι οι δείκτες Αξία Τράπεζας προς Ίδια Κεφάλαια, προς Σύνολο Ενεργητικού και προς Κέρδη μετά Φόρων, ενώ όπως και στην προηγούμενη μέθοδο, χρησιμοποιήθηκαν τα τελευταία διαθέσιμα ενοποιημένα οικονομικά στοιχεία της EFG EUROBANK.

3.5.ε. Μέθοδος Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης**Εισαγωγή**

Η μέθοδος της Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης είναι μια στατική μέθοδος αποτίμησης της αξίας μίας εταιρίας και βασίζεται στους Ισολογισμούς των εταιριών κατά την ημερομηνία αποτίμησης, καθώς ορισμένες αναπροσαρμογές που κρίνονται απαραίτητες, κατά περίπτωση, κατά την κρίση του αποτιμητή.

Παραδοχές για την Εφαρμογή της Μεθόδου

Για τον υπολογισμό της μεθόδου αυτής, λήφθηκαν υπόψη οι μη ελεγμένοι Ισολογισμοί Μετασχηματισμού της 13^{ης} Ιουλίου 2005 με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (Δ.Π.Χ.Π.), καθώς και οι δημοσιευμένοι μη ελεγμένοι ισολογισμοί των Εταιριών της 31 Μαρτίου 2005, με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης.

Η μέθοδος αυτή δεν κρίθηκε κατάλληλη, για την αποτίμηση της EFG EUROBANK, δεδομένου ότι, όπως προαναφέρθηκε, είναι στατική και δεν αποτυπώνει την δυνατότητα ανάπτυξης εργασιών και δημιουργίας κερδών (ή/και ταμειακών ροών) της Τράπεζας. Αντίθετα, κρίθηκε ιδιαίτερα κατάλληλη για την αποτίμηση της ΠΡΟΟΔΟΣ δεδομένου ότι αντανακλά την τρέχουσα εμπορική αξία του χαρτοφυλακίου των επενδύσεών της.

3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών

3.6 Κατά τη σύγκριση ανά μέθοδο που ακολουθεί, το αποτέλεσμα της αποτίμησης της EFG EUROBANK που προκύπτει από την εφαρμογή των μεθόδων β) Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών, δ) Δεικτών Κεφαλαιαγοράς και ε) Συγκρίσιμων Συναλλαγών, συγκρίθηκαν με τα αποτελέσματα της αποτίμησης της ΠΡΟΟΔΟΣ (που προέκυψε βάσει των μεθόδων αποτίμησης α) Χρηματιστηριακής Κεφαλαιοποίησης και γ) της Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης).

Το εύρος της σχέσης αξιών EFG EUROBANK προς ΠΡΟΟΔΟΣ που προκύπτει ανά μέθοδο, έχει ως εξής:

Μέθοδος	Ενδεικτικό Εύρος Σχέσης Αξιών EFG EUROBANK προς ΠΡΟΟΔΟΣ
α) Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)	29,099 έως 32,865 προς 1
β) Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών	35,828 έως 38,586 προς 1
γ) Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης	8,279 προς 1
δ) Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	29,054 έως 34,206 προς 1
ε) Συγκρίσιμων Συναλλαγών	25,755 έως 30,314 προς 1

3.7 Δυσχέρειες ή δυσκολίες κατά την εκτίμηση της αξίας των συγχωνευόμενων Εταιριών δεν προέκυψαν.

3.8 Σταθμίζοντας τα αποτελέσματα αποτίμησης ανάλογα με την καταλληλότητα της κάθε μεθόδου και πιο συγκεκριμένα δίνοντας βαρύτητα στις μεθόδους α) της Χρηματιστηριακής Αξίας και δ) Δεικτών Κεφαλαιαγοράς όσον αφορά στην EFG EUROBANK, και στις μεθόδους α) της Χρηματιστηριακής Αξίας και γ) της Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης όσον αφορά στην ΠΡΟΟΔΟΣ, προέκυψε ένα εύρος σχέσης αξιών μεταξύ EFG EUROBANK και ΠΡΟΟΔΟΣ.

27,535 έως 34,147 προς 1 (EFG EUROBANK προς ΠΡΟΟΔΟΣ).

3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών (συνεχίζεται)

- 3.9 Με βάση τα αποτελέσματα των αντίστοιχων αξιών των Εταιριών, κατά τον υπολογισμό του λόγου ανταλλαγής μετοχών λήφθηκαν υπόψη και τα εξής:
- α. τα Προγράμματα Παροχής μετοχών με μορφή δικαιωμάτων προαίρεσας σε μέλη του προσωπικού και της Διοίκησης της EFG EUROBANK ή και συνδεδεμένων με αυτήν εταιριών, κατά την άποψή μας δεν επηρεάζουν ουσιαστικά το αποτέλεσμα της αποτίμησης του συνόλου των υφιστάμενων μετοχών της Τράπεζας, λόγω του περιορισμένου μεγέθους των Προγραμμάτων αυτών σε σύγκριση με το συνολικό μετοχικό της κεφάλαιο.
 - β. τυχόν διαγραφή ιδίων μετοχών της EFG EUROBANK δεν επηρεάζει ουσιαστικά τα αποτελέσματα της αποτίμησης των υφιστάμενων μετοχών της Τράπεζας, λόγω του περιορισμένου μεγέθους της σε σχέση με το συνολικό μετοχικό κεφάλαιο της Τράπεζας.
 - γ. ότι θα καλυφθεί πλήρως η ανακοινωθείσα από την Γενική Συνέλευση της 4.7.2005 αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της ΠΡΟΟΔΟΣ εκ € 129,9 εκατ. (βάσει και της σχετικής ανακοίνωσης του αντιπροσώπου της EFG EUROBANK στην Γενική Συνέλευση της ΠΡΟΟΔΟΣ της 4.7.2005).
 - δ. 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 δίκαιη και λογική και ότι προκύπτει από την εκτίμηση της αξίας των συγχωνευόμενων Εταιριών που διενεργήσαμε.

5.0 Συμπεράσματα

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

- α) Κάθε μέτοχος της Απορροφώμενης (πλην της Απορροφούσας) θα ανταλλάσσει 7,9 κοινές ανώνυμες μετά ψήφου μετοχές ονομαστικής αξίας € 2,69 που κατέχει στην Απορροφώμενη, με 1 κοινή ονομαστική μετά ψήφου μετοχή της Απορροφούσας (νέας ονομαστικής αξίας € 3,26).**
- β) Μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, οι μέτοχοι της Απορροφούσας (πλην της Απορροφωμένης) θα συνεχίσουν να κατέχουν τον ίδιο, όπως και πριν την συγχώνευση, αριθμό μετοχών της Απορροφούσας (νέας ονομαστικής αξίας € 3,26).**

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

5.2 Κατά τη γνώμη μας, η προτεινόμενη από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών σχέση ανταλλαγής μετοχών,

Μετοχές ΠΡΟΟΔΟΣ προς Μετοχές EFG EUROBANK	7,9 προς 1
--	-------------------

και η οποία υποδηλώνει σχέση αξιών:

EFG EUROBANK προς ΠΡΟΟΔΟΣ	30,778 προς 1
----------------------------------	----------------------

εμπίπτει μέσα στο εύρος της σχέσης αξιών που προέκυψε από τις αποτιμήσεις που διενεργήσαμε και επομένως η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής μετοχών είναι δίκαιη και λογική, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 16 Παρ. 5 του Ν. 2515/1997 όπως ισχύει και του Άρθρου 322 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

6.0 Επίπτωση της Προτεινόμενης Συγχώνευσης στην Περιουσιακή και Οικονομική Διάρθρωση της Απορροφούσας

Διενεργήθηκε σύγκριση των:

- pro forma ενιαίων Οικονομικών Καταστάσεων της 13^{ης} Ιουλίου 2005 των συνενωμένων πλέον εταιριών (EFG EUROBANK + ΠΡΟΟΔΟΣ) που μας δόθηκαν και επισκοπήθηκαν από την εταιρία ορκωτών ελεγκτών-λογιστών PriceWaterhouseCoopers A.E. και
- με τον μη ελεγμένο Ισολογισμό Μετασχηματισμού της 13^{ης} Ιουλίου 2005 της EFG EUROBANK

Με βάση την σύγκριση που διενεργήθηκε μεταξύ του Ισολογισμού Μετασχηματισμού της Απορροφούσας και των παραπάνω pro forma ενιαίων Οικονομικών Καταστάσεων μετά την απορρόφηση της ΠΡΟΟΔΟΣ προκύπτει ότι:

- α. Τα Ίδια Κεφάλαια της Απορροφούσας EFG EUROBANK θα αυξηθούν κατά 7% περίπου επί των αντίστοιχων στοιχείων της προ της συγχώνευσης, ήτοι από € 2.105,8 εκατ. σε € 2.254,1 εκατ. μετά τη συγχώνευση, με συνέπεια την επιπλέον ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης της Τράπεζας.
- β. Το ύψος των λογαριασμών Χρεογράφων του Χαρτοφυλακίου Συναλλαγών της EFG EUROBANK θα αυξηθεί κατά περίπου 14% σε σχέση με το υπόλοιπο αυτού προ της συγχώνευσης, ήτοι από € 454,9 εκατ. σε € 519,0 εκατ. μετά τη συγχώνευση.
- γ. Το σύνολο των λογαριασμών Επενδύσεων σε θυγατρικές και συγγενείς Εταιρίες της EFG EUROBANK θα μειωθεί, λόγω της συγχωνεύσεως, κατά περίπου 8%, δηλαδή από € 662,4 εκατ. σε € 607,2 εκατ.
- δ. Το συνολικό ύψος του Ενεργητικού της EFG EUROBANK θα αυξηθεί κατά 0,34% λόγω της συγχωνεύσεως και συγκεκριμένα από € 33.910,3 εκατ. σε € 34.026,5 εκατ.

Κατά συνέπεια, με βάση την σύγκριση των pro forma ενιαίων Οικονομικών Καταστάσεων, η περιουσιακή και οικονομική διάρθρωση της Απορροφούσας βελτιώνεται λόγω της εύρωστης οικονομικής θέσης της Απορροφώμενης.

Μιχάλης Χατζηπαύλου
Ορκωτός Ελεγκτής-Λογιστής
Α.Μ. ΣΟΕΛ: 12511
για την Deloitte
Χατζηπαύλου Σοφιανός & Καμπάνης Α.Ε.