



## Προσωπικό και Εμπιστευτικό

Προς τα διοικητικά συμβούλια των εταιριών

ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ Α.Ε.Ε.Α.Π.  
Καραγεώργη Σερβίας 6,  
105 62, Αθήνα

MIG Real Estate Α.Ε.Ε.Α.Π.  
Τζωρτζ 4,  
106 77, Αθήνα

06 Αυγούστου 2015

**Θέμα: Γνωμοδότηση αναφορικά με το δίκαιο και εύλογο της σχέσης ανταλλαγής μετοχών της «MIG Real Estate ΑΕΕΑΠ» (εφεξής η «MIGRE» ή η «Απορροφώσα») και της «ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ» (εφεξής η «ΠΑΝΓΑΙΑ» ή η «Απορροφώμενη») στο πλαίσιο της συγχώνευσης των δύο εταιριών δι' απορροφήσεως της δεύτερης από την πρώτη, σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 2166/93 και του κ.ν. 2190/20 (εφεξής η «Συναλλαγή»)**

Αξιότιμοι Κύριοι,

### Εισαγωγή

Κατόπιν σχετικής εντολής που μας δόθηκε από τα διοικητικά συμβούλια των Εταιριών MIG Real Estate ΑΕΕΑΠ και ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ (εφεξής, από κοινού οι "Εταιρίες") προβήκαμε:

- i. στη διαπίστωση της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων της Απορροφώμενης,
- ii. στη διατύπωση γνώμης κατά πόσο η σχέση ανταλλαγής των μετοχών, που τα Διοικητικά Συμβούλια της Απορροφώσας και της Απορροφώμενης προτείνουν, είναι δίκαιη και εύλογη (Fairness Opinion), και
- iii. στον έλεγχο του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης από χρηματοοικονομικής άποψης.

---

*PricewaterhouseCoopers Ανώνυμη Ελεγκτική Εταιρεία Λεωφ. Κηφισίας 260, 15232 Χαλάνδρι, Τηλ: +30 210 6874400, Φαξ: +30 210 6874444, [www.pwc.gr](http://www.pwc.gr)*

*Λ Κηφισίας 268, 152 32 Χαλάνδρι  
Εθνικής Αντίστασης 17, 55134 Θεσσαλονίκη, Τηλ: +30 2310 488880 Φαξ: +30 2310 459487*

Αναφορικά με την υπό στοιχείο (ii) εργασία, διενεργήσαμε αποτίμηση της ΠΑΝΓΑΙΑ και της MIGRE (εφεξής οι «Αποτιμήσεις») με σκοπό τον προσδιορισμό ενός εύρους λογικών και δικαίων σχέσεων αξιών και κατ' ακολουθία λόγων ανταλλαγής μετοχών, τα συμπεράσματα της οποίας παρατίθενται ακολούθως.

Σημειώνεται ότι η ΠΑΝΓΑΙΑ συμμετέχει κατά 96,94% στη MIGRE και η εργασία μας εκπονήθηκε με ημερομηνία αποτίμησης την 31<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2015.

Στα πλαίσια της εργασίας αποτίμησης, εξετάσαμε τα οικονομικά μεγέθη των Εταιριών και, μεταξύ άλλων:

1. τις συνθήκες και τους όρους της προτεινόμενης συγχώνευσης με απορρόφηση,
2. τις ανταγωνιστικές και μακροοικονομικές συνθήκες των κλάδων στους οποίους οι Εταιρίες δραστηριοποιούνται,
3. τους κυριότερους παράγοντες και τις σχετικές τάσεις που επηρέασαν τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία και μεγέθη των Εταιριών,
4. τους μη ελεγμένους ενοποιημένους ισολογισμούς μετασχηματισμού των Εταιριών κατά ΔΛΠ, με ημερομηνία 31 Ιανουαρίου 2015 (εφεξής «Ισολογισμός Μετασχηματισμού»),
5. στοιχεία από δημοσιευμένες ή μη πηγές, καθώς και πληροφορίες που οι Διοικήσεις των Εταιριών μας χορήγησαν,
6. στοιχεία και διευκρινήσεις που προέκυψαν από συζητήσεις που είχαμε με στελέχη των Εταιριών σχετικά με την χρηματοοικονομική τους θέση και τις προοπτικές τους στους κλάδους στους οποίους οι Εταιρίες δραστηριοποιούνται,
7. τις μεθοδολογίες και τις παραδοχές εκτίμησης των επενδυτικών ακινήτων των Εταιριών,
8. τους οικονομικούς όρους πρόσφατων εξαγορών και συγχωνεύσεων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο,
9. λοιπές πληροφορίες, μελέτες και αναλύσεις, καθώς και χρηματοοικονομικούς και χρηματιστηριακούς δείκτες που θεωρήσαμε σχετικούς και κατάλληλους για τους σκοπούς της γνωμοδότησής μας,
10. την χρηματιστηριακή πορεία και κεφαλαιοποίηση της Απορροφώσας κατά τους τελευταίους μήνες έως την ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού (31/1/2015) και ιδιαιτέρως από την ημερομηνία ανακοίνωσης της δημόσιας πρότασης από την ΠΑΝΓΑΙΑ προς τους μετόχους της MIGRE, ήτοι την 19<sup>η</sup> Αυγούστου 2014.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η εμπειρογνώμονας που διενέργησε την αποτίμηση δε συνδέεται με οποιονδήποτε τρόπο με τις συγχωνευόμενες εταιρίες για την τελευταία πριν την συγχώνευση πενταετία.

## **Μεθοδολογία**

Οι Αποτιμήσεις διενεργήθηκαν σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές αρχές και μεθόδους που ακολουθούνται διεθνώς και το τελικό αποτέλεσμα εξήχθη αφού λήφθηκε υπόψη ο βαθμός καταλληλότητας της κάθε μεθόδου. Τόσο η καταλληλότητα των μεθόδων που υιοθετήθηκαν στη συγκεκριμένη περίπτωση όσο και η βαρύτητα που δόθηκε σε κάθε μία από αυτές θεωρούμε ότι είναι λογικές για την προκειμένη περίπτωση.

Η έκθεσή μας βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία, καθώς και σε λοιπές πληροφορίες και στοιχεία που οι διοικήσεις των Εταιριών έθεσαν υπόψη μας και, παραλλήλως, μας βεβαίωσαν, στο μέγιστο της αντίληψης και γνώσης τους, περί της ακριβείας και πληρότητάς τους.

Κατά την 31.01.2015, η Απορροφώμενη κατείχε το 96,94% του μετοχικού κεφαλαίου της Απορροφώσας. Σημειώνεται ότι στα πλαίσια της αποτίμησης της Απορροφώμενης, προσαρμόστηκε η αξία αναλόγως έτσι ώστε να μην λαμβάνεται υπόψη η αξία που αντιστοιχεί στους μετόχους μειοψηφίας της Απορροφώσας, ήτοι 3,06%.

Για τη διαμόρφωση του τελικού μας συμπεράσματος χρησιμοποιήθηκε συνδυασμός διαφόρων κοινώς αποδεκτών μεθοδολογιών αποτίμησης, ήτοι:

**α) Μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης**

**β) Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς**

**γ) Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών**

**δ) Μέθοδος Χρηματιστηριακών Τιμών (Μέθοδος Κεφαλαιοποίησης)**

**Η Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης**, αποτιμά το μετοχικό κεφάλαιο μίας επιχείρησης αναπροσαρμόζοντας τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού στον ισολογισμό της εταιρίας λαμβάνοντας υπόψη την αγοραία αξία τους. Η προσέγγιση βασίζεται στο άθροισμα των επιμέρους αγοραίων αξιών των στοιχείων του Ενεργητικού μείον την αγοραία αξία των υποχρεώσεων. Στην προκειμένη περίπτωση των ΑΕΕΑΠ, όπου το σημαντικότερο στοιχείο του ισολογισμού συνίσταται στην ακίνητη περιουσία, η εν λόγω μεθοδολογία θεωρείται η πιο δόκιμη για σκοπούς αποτίμησης των Εταιριών.

Το χαρτοφυλάκιο ακινήτων των Εταιριών αποτελείται από 314 ακίνητα συνολικά, 278 ιδιοκτησίας ΠΑΝΓΑΙΑΣ και 36 MIGRE. Κατά 95%, το συνολικό χαρτοφυλάκιο απαρτίζεται από καταστήματα και γραφεία, ενώ το υπολειπόμενο 5% αποτελείται από γεωτεμάχιο με κτίρια μεικτής χρήσης στην περιοχή Ρομεζία της Ρώμης. Όσον αφορά στην κατανομή του χαρτοφυλακίου βάσει χρήσης, το 81% βάσει αριθμού αποτελείται από καταστήματα, το 18% από γραφεία, ενώ το υπόλοιπο 1% αναφέρεται σε ακίνητα άλλης χρήσης. Βάσει αξιών, το 49% του χαρτοφυλακίου αποτελείται από γραφεία, το 46% από καταστήματα και το 6% από ακίνητα άλλης χρήσης.

Παρακάτω παρατίθεται σύνοψη του χαρτοφυλακίου ακινήτων των Εταιριών:

### Σύνοψη χαρτοφυλακίου ακινήτων

	Ελλάδα	Ιταλία	Ρουμανία	Σύνολο
<b>Αριθμός Ακινήτων</b>	309	3	2	314
<b>Επιφάνεια (τμ)</b>	810.335	33.249	3.283	846.866
<b>Αγοραία Αξία (€ χιλ.)</b>	1.251.105	149.100	6.870	1.407.075

Όπως επισημάνθηκε παραπάνω, το σημαντικότερο στοιχείο ενεργητικού των ΑΕΕΑΠ είναι τα επενδυτικά ακίνητα. Οι διοικήσεις των Εταιριών μας παρείχαν εκτιμήσεις του συνόλου των επενδυτικών ακινήτων, με ημερομηνία αποτίμησης την 31.01.2015, από τρεις διαφορετικούς ανεξάρτητους εκτιμητές (Savills, Proprius και Protos). Σημειώνεται ότι στις εκθέσεις των ανεξάρτητων εκτιμητών αναφέρεται ρητή δήλωση ανεξαρτησίας καθώς και οι ημερομηνίες που τα συγκεκριμένα ακίνητα έχουν εκτιμηθεί κατά το παρελθόν από τους ίδιους εκτιμητές.

Οι εκτιμήσεις βασίστηκαν σε διεθνώς αποδεκτές μεθόδους αποτίμησης ακινήτων, ήτοι την συγκριτική και την επενδυτική μέθοδο σταθμισμένες βάσει της καταλληλότητάς τους όπως ορίζει η νομοθεσία (ΚΥΑ 26294/Β1425/19-7-2000). Η Συγκριτική Μέθοδος εξάγει την αγοραία αξία βάσει συγκριτικών στοιχείων της κτηματαγοράς από πραγματικές συναλλαγές ή ζητούμενες αξίες για ομοειδή ακίνητα. Η Επενδυτική Μέθοδος εξάγει την αγοραία αξία κεφαλαιοποιώντας τα μελλοντικά μισθωτικά εισοδήματα, βάσει συμβολαίου μίσθωσης ή βάσει αγοραίου μισθώματος, είτε Ευθέως (Direct Capitalization) είτε αναλυτικότερα με την Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flows).

Για τους σκοπούς της άσκησής μας, προβήκαμε σε επισκόπηση εκτιμήσεων των 22 ακινήτων με την μεγαλύτερη αγοραία αξία όσον αφορά την ορθή εφαρμογή της εκάστοτε μεθοδολογίας και τις παραδοχές που υιοθετήθηκαν στις εκτιμήσεις. Πιο συγκεκριμένα, και αναφορικά με τις παραδοχές, εξετάσαμε την αναπροσαρμογή μισθωμάτων βάσει των εκάστοτε συμβολαίων, τον συντελεστή προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών καθώς και το δείγμα των συγκριτικών στοιχείων.

Σε συνέχεια της ως άνω επισκόπησης και βάσει των παρατηρήσεών μας, προβήκαμε σε ανάλυση ευαισθησίας αναφορικά με κύριες παραδοχές εκτίμησης των επενδυτικών ακινήτων στην Ελλάδα, όπως κυμαινόμενος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή («ΔΤΚ») για την αρχική περίοδο των προβλέψεων μισθωμάτων, προσαρμογή για το φόρο κατοχής (ΕΝΦΙΑ) σε ακίνητα όπου ο συντελεστής προεξόφλησης ήταν μικρότερος ή ίσος με τον συντελεστή μηδενικού κινδύνου καθώς και για το κόστος απόκτησης από αγοραστή (purchaser's costs) στην Μέθοδο Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών. Στις περιπτώσεις εκείνες όπου ο συντελεστής προεξόφλησης υπερβαίνει τον συντελεστή μηδενικού κινδύνου θεωρήθηκε ότι συμπεριλαμβάνει τον φόρο κατοχής καθώς και το κόστος απόκτησης. Επίσης, για τα ακίνητα τα οποία ανήκουν σε εταιρίες ειδικού σκοπού («SPV») θεωρήθηκε ότι μπορούν να μεταβιβαστούν χωρίς επιπλέον κόστη και, συνεπώς, δεν έχουν επιβαρυνθεί με κόστη απόκτησης αγοραστή.

Η εν λόγω άσκηση, βάσει μόνο της Επενδυτικής Μεθόδου, οδήγησε σε περίπου 5% χαμηλότερη αξία για τα παραγωγικά ακίνητα και περίπου 10,6% χαμηλότερη αξία για τα κενά ακίνητα στην Ελλάδα. Τα ακίνητα στην Ρουμανία παρουσίασαν περίπου 2,8% χαμηλότερη αξία, ενώ οι γραφειακοί χώροι στο Μιλάνο (Metro Complex) 3% χαμηλότερη αξία. Τα εν λόγω ποσοστά εφαρμόστηκαν στο σύνολο των επενδυτικών ακινήτων ανάλογα με την παραγωγική ή μη κατάστασή τους (εκτός των ακινήτων της Ιταλίας και της Ρουμανίας όπου εφαρμόστηκαν τα ποσοστά όπως προέκυψαν από τις αναλύσεις ευαισθησίας στα συγκεκριμένα ακίνητα). Σταθμίζοντας τις δύο εκτιμητικές μεθόδους (συγκριτική και επενδυτική), προκύπτει διαφορά της τάξεως του 3,8% και του 5,2% επί του συνόλου των επενδυτικών ακινήτων της ΠΑΝΓΑΙΑ και της MIGRE αντίστοιχα.

Όσον αφορά τα υπόλοιπα στοιχεία ενεργητικού, πέραν των επενδυτικών ακινήτων, η αξία του υπολοίπου των «Πελατών», και για τις δύο Εταιρίες, αναπροσαρμόστηκε βάσει ανάλυσης ενηλικίωσης των υπολοίπων η οποία μας παρασχέθηκε από τις διοικήσεων των Εταιριών (εφεξής οι «Διοικήσεις»). Επιπλέον, αναπροσαρμόσαμε το υπόλοιπο των «Προμερισμάτων» της Απορροφώμενης, τα οποία αναφέρονται σε μερίσματα τα οποία έχουν εκταμιευθεί, αλλά δεν έχουν εγκριθεί από την γενική συνέλευση της Απορροφώμενης και, συνεπώς, δεν έχουν επηρεάσει την Καθαρή Θέση της τελευταίας. Αναφορικά με τα υπολειπόμενα στοιχεία ενεργητικού των Εταιριών, θεωρήθηκε ότι η αξία που αναγράφεται στον ισολογισμό αντικατοπτρίζει την αγοραία αξία των εν λόγω στοιχείων δεδομένης της βραχυπρόθεσμης και άμεσα ρευστοποιήσιμης φύσης τους.

Αναφορικά με τα στοιχεία παθητικού, ο δανεισμός των Εταιριών θεωρείται ότι αντικατοπτρίζει την αγοραία αξία καθώς τα επιτόκια βάσης είναι κυμαινόμενα. Τα υπόλοιπα στοιχεία του παθητικού θεωρήθηκαν ότι ήδη αποτυπώνονται σε αγοραίες αξίες δεδομένης της βραχυπρόθεσμης και άμεσα ρευστοποιήσιμης φύσης τους.

Με βάση τα ανωτέρω, προέκυψε ένα εύρος αξιών για την εν λόγω μεθοδολογία, όπου το κάτω όριο του εύρους αντιστοιχεί στα αποτελέσματα της ανάλυσης ευαισθησίας σχετικά με τα επενδυτικά ακίνητα και τις λουπές προσαρμογές, ενώ το άνω άκρο του εύρους αντικατοπτρίζει τις αξίες των ακινήτων βάσει των αρχικών εκτιμήσεων.

Σχετικά με την αποτίμηση της ΠΑΝΓΑΙΑ, αυτή προσαρμόστηκε καταλλήλως έτσι ώστε να μην λαμβάνει υπόψη της την αξία των δικαιωμάτων μειοψηφίας, ήτοι των μετόχων της MIGRE.

**Η Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς**, αποτιμά την αγοραία αξία μίας επιχείρησης βάσει δεικτών συγκρίσιμων εταιριών, οι μετοχές των οποίων διαπραγματεύονται σε κάποια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά.

Εξετάστηκαν οι χρηματιστηριακές αξίες 16 εταιριών για την περίοδο 2 μηνών μετά την δημοσιοποίηση των τελευταίων διαθέσιμων οικονομικών καταστάσεων, έτσι ώστε να έχουν ενσωματωθεί οι προσδοκίες της αγοράς αναφορικά με τα τελευταία οικονομικά δεδομένα.

Το δείγμα συγκρίσιμων εταιριών στο οποίο καταλήξαμε απαρτίζεται από εταιρίες αξιοποίησης ακίνητης περιουσίας οι οποίες δραστηριοποιούνται στην Ευρώπη και το χαρτοφυλάκιο τους αποτελείται κυρίως από γραφειακούς χώρους και εμπορικά καταστήματα, έτσι ώστε να προσομοιάζουν κατά το δυνατόν περισσότερο τις δραστηριότητες των Εταιριών υπό αποτίμηση.

Με βάση τις παραπάνω χρηματιστηριακές αξίες και τα πιο πρόσφατα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία για τις αντίστοιχες εταιρίες, προσδιορίστηκαν οι παρακάτω δείκτες αξιών: α) Αξία Επιχείρησης προς Έσοδα από Ενοίκια (ΑΕ/ΕΕ), β) Αξία Επιχείρησης προς Κέρδη προ Φόρων, Τόκων, Αποσβέσεων (ΑΕ/ΚΠΦΤΑ), γ) Χρηματιστηριακή Αξία προς Κεφάλαια από Λειτουργικές Δραστηριότητες (FFO) (ΧρΑ/ΚΛΔ) δ) Χρηματιστηριακή Αξία προς Καθαρή Θέση (ΧρΑ/ΚΘ).

Αναφορικά με τα ΚΛΔ, αυτά έχουν υπολογισθεί προσαρμόζοντας τα κέρδη μετά φόρων για κέρδη / ζημίες τα οποία προέκυψαν από αναπροσαρμογή αξίας επενδυτικών ακινήτων, πωλήσεις παγίων και από μεταβολή στην αγοραία αξία παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων καθώς και άλλα κονδύλια τα οποία θεωρήθηκαν μη επαναλαμβανόμενα. Σημειώνεται ότι οι παραπάνω προσαρμογές έχουν εφαρμοσθεί και στον υπολογισμό των ΚΠΦΤΑ.

Σε ότι αφορά τη μέθοδο χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς, επισημαίνεται ότι, οι δείκτες που προέκυψαν από την ανάλυσή μας εφαρμόστηκαν στα έσοδα από ενοίκια, κέρδη προ φόρων τόκων αποσβέσεων και κέρδη από λειτουργικές δραστηριότητες των δύο Εταιριών (για τους 12 μήνες μέχρι την 31η Δεκεμβρίου 2014) εξαιρουμένης της καθαρής θέσης καθώς και του δανεισμού και των ταμειακών διαθεσίμων όπου εφαρμόστηκε η αξία της 31ης Ιανουαρίου 2015.

Όσον αφορά την αποτίμηση της MIGRE, οι δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν στην εξαγωγή του εύρους μας είναι η Αξία Επιχείρησης προς Έσοδα από Ενοίκια και Χρηματιστηριακή Αξία προς Καθαρή Θέση, καθώς οι λοιποί δύο δείκτες δεν οδηγούν σε εύλογα αποτελέσματα.

Πρέπει να σημειωθεί ότι τα αποτελέσματα της ανωτέρω μεθόδου προσαρμόστηκαν περαιτέρω για πριμοδότηση ελέγχου (control premium) καθώς και για έκπτωση λόγω έλλειψης εμπορευσιμότητας (marketability discount) των μετοχών των Εταιριών. Οι συγκεκριμένες προσαρμογές εφαρμόστηκαν στα αποτελέσματα και των δυο Εταιριών, καθώς εκτιμήθηκε ότι, παρόλο που οι μετοχές της MIGRE διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο Αθηνών, δεν έχουν την απαραίτητη διασπορά έτσι ώστε να θεωρούνται εμπορεύσιμες (διαπραγματεύονται υπό την κατηγορία μετοχών χαμηλής διασποράς). Επίσης, και μόνο για την MIGRE, εφαρμόστηκε έκπτωση μεγέθους (size discount) λόγω της μεγάλης αξιακής διαφοράς σε σχέση με το δείγμα συγκρίσιμων εταιριών.

Στον υπολογισμό του καθαρού δανεισμού των δύο Εταιριών, έχουν συμπεριληφθεί οι υποχρεώσεις αποζημίωσης προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία, καθώς και ποσό το οποίο αφορά ΦΠΑ που θα πρέπει να αποδώσει η ΠΑΝΓΑΙΑ στον προηγούμενο μέτοχο της θυγατρικής Καρελά ΑΕ. Πλέον του ταμείου, ως χρηματικά διαθέσιμα, έχουν θεωρηθεί ακόμα οι προκαταβολές για την αγορά ακινήτων στη Βουλγαρία και την Κύπρο από εταιρίες του ομίλου Μαρινόπουλος ΑΕ. Τέλος, τα αποτελέσματα που προκύπτουν για τις δύο Εταιρίες έχουν προσαρμοστεί κατά το ύψος των εμπορικών και λοιπών απαιτήσεων που θεωρούνται μη εισπράξιμες, βάσει της ανάλυσης ενηλικίωσης που μας παρασχέθηκε από την Διοίκηση και των εκτιμήσεων της Διοίκησης για την εισπραξιμότητα των υπερήμερων απαιτήσεων.

Επιπροσθέτως, σχετικά με την αποτίμηση της ΠΑΝΓΑΙΑ, όπως αυτή προκύπτει από το δείκτη ΧρΑ/ΚΘ, προβήκαμε σε περαιτέρω προσαρμογή της αξίας αναφορικά με μερίσματα τα οποία έχουν εκταμιευθεί, αλλά δεν έχουν εγκριθεί από την γενική συνέλευση της Απορροφώμενης και, συνεπώς, δεν έχουν επηρεάσει την Καθαρή Θέση της ΠΑΝΓΑΙΑ.

Σχετικά με την αποτίμηση της ΠΑΝΓΑΙΑ, αυτή προσαρμόστηκε καταλλήλως έτσι ώστε να μην λαμβάνει υπόψη της την αξία των δικαιωμάτων μειοψηφίας.

**Η Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών**, αποτιμά την αγοραία αξία μίας επιχείρησης βάσει δεικτών επί βασικών οικονομικών μεγεθών εταιριών, οι οποίες υπήρξαν πρόσφατα στόχοι εξαγορών ή συγχωνεύσεων και τους οποίους οι ενδιαφερόμενοι χρησιμοποίησαν τη δεδομένη χρονική στιγμή της συναλλαγής για την αποτίμησή τους. Η μέθοδος αυτή επίσης συμπεριλαμβάνει την ανάλυση πρόσφατων συναλλαγών που αφορούν στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας η οποία αποτιμάται.

Συνολικά εξετάσαμε 9 συναλλαγές οι οποίες έλαβαν χώρα στην Ευρώπη κατά την περίοδο 2013 – 2015. Ενδεικτικά, παρατίθενται στον παρακάτω πίνακα οι συναλλαγές που αφορούν στο μετοχικό κεφάλαιο της MIGRE και έλαβαν χώρα μέσα στο 2014:

#### Συναλλαγές που αφορούν στο μετοχικό κεφάλαιο της MIGRE

Αγοραστής	Στόχος	Ημερομηνία ανακοίνωσης	Περιγραφή
Εθνική Παναγία ΑΕΕΑΠ	MIG Real Estate ΑΕΕΑΠ	19.08.2014	Εξαγορά μέσω δημόσιας πρότασης ποσοστού 13,86% του μετοχικού κεφαλαίου της MIGRE από την ΠΑΝΓΑΙΑ για € 6,05 εκ.
Εθνική Παναγία ΑΕΕΑΠ	MIG Real Estate ΑΕΕΑΠ	12.08.2014	Εξαγορά ποσοστού 34,96% του μετοχικού κεφαλαίου της MIGRE από την ΠΑΝΓΑΙΑ για €12,3 εκ.
Εθνική Παναγία ΑΕΕΑΠ	MIG Real Estate ΑΕΕΑΠ	12.08.2014	Εξαγορά ποσοστού 47,85% του μετοχικού κεφαλαίου της MIGRE από την ΠΑΝΓΑΙΑ για €20,88 εκ.

Για την αποτίμηση των Εταιριών προσδιορίστηκαν οι δείκτες: α) Αξία Επιχείρησης προς Έσοδα από Ενοίκια (ΑΕ/ΕΕ), β) Αξία Επιχείρησης προς Κέρδη προ Φόρων, Τόκων, Αποσβέσεων (ΑΕ/ΚΠΦΤΑ), γ) Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου προς Κεφάλαια από Λειτουργικές Δραστηριότητες (FFO) (ΑΜΚ/ΚΛΔ) δ) Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου προς Καθαρή Θέση (ΑΜΚ/ΚΘ).

Όσον αφορά την αποτίμηση της MIGRE, οι δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν στην εξαγωγή του εύρους μας είναι η Αξία Επιχείρησης προς Έσοδα από Ενοίκια και Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου προς Καθαρή Θέση καθώς οι λοιποί δύο δείκτες δεν οδηγούν σε εύλογα αποτελέσματα.

Σε συναλλαγές όπου οι μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιριών διαπραγματεύονταν χρηματιστηριακά ή/και οι αγοραστές κατέληξαν να κατέχουν μειωηφικά πακέτα στις εξαγορασθείσες εταιρίες, οι δείκτες αναπροσαρμόστηκαν καταλλήλως πριν εφαρμοσθούν στην αποτίμηση των ΠΑΝΓΑΙΑ και MIGRE. Και σε αυτή την περίπτωση θεωρήθηκε ότι οι μετοχές της MIGRE, παρότι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, δεν είναι εμπορεύσιμες λόγω χαμηλής διασποράς.

Αναφορικά με τις λοιπές προσαρμογές, αυτές, έχουν εφαρμοσθεί κατά τον ίδιο τρόπο όπως οι προσαρμογές στην μέθοδο Δεικτών Κεφαλαιαγοράς.

Σχετικά με την αποτίμηση της ΠΑΝΓΑΙΑ, αυτή προσαρμόστηκε καταλλήλως έτσι ώστε να μην λαμβάνει υπόψη της την αξία των δικαιωμάτων μειωηφίας των μετόχων της MIGRE.

**Η Μέθοδος Χρηματιστηριακών Τιμών (Μέθοδος Κεφαλαιοποίησης)**, σύμφωνα με την οποία εξετάζεται η χρηματιστηριακή αξία μιας εταιρίας για εύλογο χρονικό διάστημα που προηγείται της επικείμενης συναλλαγής ώστε να εξομαλυνθούν τυχόν διακυμάνσεις από συγκεκριμένα γεγονότα σε συγκεκριμένες ημερομηνίες.

Στην συγκεκριμένη περίπτωση η MIGRE είναι η μόνη εισηγμένη Εταιρία. Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι κατά την 19<sup>η</sup> Αυγούστου 2014 ανακοινώθηκε η δημόσια πρόταση από την ΠΑΝΓΑΙΑ προς τους μετόχους της MIGRE (εφεξής η «Δημόσια Πρόταση») στην τιμή των €3,10, ενώ στις 12 Αυγούστου 2014 είχε προηγηθεί εξαγορά ποσοστού περίπου 83% του μετοχικού κεφαλαίου της MIGRE (μέσω δύο ξεχωριστών συναλλαγών). Συνεπώς, η ΠΑΝΓΑΙΑ κατέχει περίπου 97% του μετοχικού κεφαλαίου της MIGRE κατά την 31<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2015.

Επίσης, σημειώνεται ότι οι μετοχές της Απορροφώσας έχουν μεταφερθεί στην Κατηγορία Χαμηλής Διασποράς από την 31<sup>η</sup> Οκτωβρίου 2014 με απόφαση της Διοικούσας Επιτροπής Χρηματιστηριακών Αγορών, αφού έλαβε υπόψη ότι το ποσοστό της διασποράς των μετόχων της είναι μικρότερο του 10%. Πιο συγκεκριμένα, το ποσοστό διασποράς την ημερομηνία ανακοίνωσης της Δημόσιας Προσφοράς ανερχόταν σε 17,19% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου, ενώ έως και την 31η Δεκεμβρίου 2014 το εν λόγω ποσοστό ανήλθε σταδιακά σε 3,33%. Συμπερασματικά, η χρηματιστηριακή αξία της Απορροφώσας δεν αντικατοπτρίζει τις προσδοκίες των επενδυτών σε μια ελεύθερη αγορά, λόγω της χαμηλής διασποράς και του πολύ χαμηλού όγκου συναλλαγών.

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, καταλήξαμε στο συμπέρασμα να μην δώσουμε βαρύτητα στην εν λόγω μεθοδολογία αναφορικά με την εξαγωγή εύρους αξιών για την MIGRE.



## Σχόλια επί των αποτιμήσεων

Η αποτίμηση των Εταιριών βασίζεται στην παραδοχή ότι θα πραγματοποιηθεί χωρίς σημαντικές αλλαγές στον τρόπο λειτουργίας των Εταιριών ή στο αντικείμενο τους και σύμφωνα με την υφιστάμενη στρατηγική ('as is basis').

Το μεγαλύτερο μέρος των πληροφοριών που χρησιμοποιήθηκαν για την εφαρμογή των παραπάνω μεθόδων αποτίμησης, βασίστηκε σε πρόσφατα και επίκαιρα στοιχεία. Ο καθορισμός του τελικού εύρους αξιών των μετοχικών κεφαλαίων της Απορροφώσας αλλά και της Απορροφώμενης, βασίστηκε στην αντικειμενική και ποιοτική αξιολόγηση των αποτελεσμάτων, με βάση την εμπειρία και τις γνώσεις μας.

Κατά την εφαρμογή των ανωτέρω μεθόδων αποτίμησης δεν προέκυψαν δυσχέρειες ή δυσκολίες.

Η έκφραση της γνώμης μας, αναφορικά με την εκτίμηση της αξίας του 100% των μετοχικών κεφαλαίων των Εταιριών, βασίστηκε οικονομικές και άλλες πληροφορίες ή στοιχεία που μας παρασχέθηκαν από τις Εταιρίες, τις οποίες θεωρούμε ακριβείς και πλήρεις, χωρίς να διενεργήσουμε οποιονδήποτε ανεξάρτητο οικονομικό, φορολογικό ή νομικό έλεγχο.

Η μελέτη μας δεν εξέτασε και ούτε είχε σκοπό να εξετάσει την επιχειρηματική ορθότητα και λοιπές πτυχές της Συναλλαγής.

Η έκφραση της γνώμης μας βασίζεται στις επιχειρηματικές, οικονομικές και άλλες συνθήκες της αγοράς που επικρατούν κατά την ημερομηνία της παρούσας επιστολής. Δεν έχουμε οποιαδήποτε υποχρέωση αναθεώρησης της γνώμης μας σε περίπτωση μελλοντικής αλλαγής των συνθηκών, εκτός εάν κάτι τέτοιο μας ζητηθεί γραπτώς από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εθνική Παναγία ΑΕΕΑΠ και MIG Real Estate ΑΕΕΑΠ.

Σημειώνεται ότι, οι εκτιμήσεις για την εξέλιξη διαφόρων μεγεθών ενδέχεται να μεταβληθούν στο μέλλον με συνέπεια τη μεταβολή των σχετικών αποτελεσμάτων της γνωμοδότησής μας, μεταβολή η οποία μπορεί να είναι σημαντική και ουσιώδης.

Η αμοιβή μας για την εκτέλεση της εργασίας μας και την διατύπωση γνώμης δεν εξαρτάται από την επιτυχή έκβαση της Συναλλαγής.

## Εύρη λογικών και δικαίων σχέσεων αξιών και λόγων ανταλλαγής μετοχών

Βάσει των ανωτέρω μεθόδων, προέκυψαν τα ακόλουθα εύρη αξιών ανά Εταιρία:

Μέθοδος αποτίμησης	Εύρος Λόγων Ανταλλαγής Μετοχών	
	Εύρος σχέσης αξιών	Μετοχές MIGRE προς 1 Μετοχή Παναγία
Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή θέση	27,95 έως και 32,84 προς 1	2,06 έως και 2,42 προς 1
Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	30,72 έως και 37,63 προς 1	2,26 έως και 2,77 προς 1
Συγκρίσιμων Συναλλαγών	28,96 έως και 38,59 προς 1	2,13 έως και 2,84 προς 1
Τελικό Εύρος	28,72 έως και 34,91 προς 1	2,11 έως και 2,57 προς 1

Σταθμίζοντας την αποτίμηση εκάστης εταιρίας αναλόγως της καταλληλότητας εκάστης μεθόδου και, συγκεκριμένα, δίνοντας ιδιαίτερη βαρύτητα στις υπό στοιχεία (α), (β) και (γ) μεθόδους της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης, Δεικτών Κεφαλαιαγοράς και Συγκρίσιμων Συναλλαγών προέκυψε ένα εύρος σχέσης αξιών μεταξύ της ΠΑΝΓΑΙΑ και της MIGRE και, αντιστοίχως, ένα εύρος λόγου ανταλλαγής μετοχών της MIGRE προς μετοχές της ΠΑΝΓΑΙΑ, ως εξής:

- **28,7 έως 34,9 προς (/) 1 (ΠΑΝΓΑΙΑ προς MIGRE)**
- **2,113206203 έως 2,568210525 προς (/) 1 (μετοχές MIGRE προς 1 ΠΑΝΓΑΙΑ)**

### **Συμπεράσματα**

Τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών, σύμφωνα με το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης, προτείνουν την ακόλουθη, ανά Εταιρία, σχέση ανταλλαγής των μετοχών:

- (α) Κάθε μέτοχος της Απορροφώσας (εκτός της ΠΑΝΓΑΙΑ) θα ανταλλάσσει 1 κοινή ονομαστική μετά ψήφου μετοχή ονομαστικής αξίας €3 εκάστη που κατέχει στην Απορροφώσα, με 0,591602815 νέες κοινές ονομαστικές μετά ψήφου μετοχές της Απορροφώσας (όπως θα έχει προκύψει από τη Συγχώνευση) νέας ονομαστικής αξίας €3 η κάθε μία.
- (β) Κάθε μέτοχος της Απορροφώμενης θα ανταλλάσσει 1 κοινή ονομαστική μετά ψήφου μετοχή ονομαστικής αξίας €4 εκάστη που κατέχει στην Απορροφώμενη, με 1,334251532 νέες κοινές ονομαστικές μετά ψήφου μετοχές της Απορροφώσας (όπως θα έχει προκύψει από τη Συγχώνευση) νέας ονομαστικής αξίας €3 η κάθε μία.
- (γ) Κάθε μέτοχος της Απορροφώμενης θα ανταλλάσσει 1 κοινή εξαγοράσιμη μετά ψήφου μετοχή ονομαστικής αξίας €4 εκάστη που κατέχει στην Απορροφώμενη, με 1,334251532 νέες κοινές ονομαστικές μετά ψήφου μετοχές της Απορροφώσας (όπως θα έχει προκύψει από τη Συγχώνευση) νέας ονομαστικής αξίας €3 η κάθε μία.

Αναφορικά με το ως άνω στοιχείο γ, ήτοι τις κοινές εξαγοράσιμες μετοχές, σύμφωνα με το καταστατικό της Απορροφώμενης, το δικαίωμα εξαγοράς τους είναι δυνατόν να εξασκηθεί μετά την 30<sup>η</sup> Μαρτίου 2015 στην περίπτωση που δεν έχουν εισαχθεί οι μετοχές της ΠΑΝΓΑΙΑ στο Χρηματιστήριο Αθηνών (εφεξής «ΧΑ»). Επίσης, εάν οι μετοχές της τελευταίας δεν έχουν εισαχθεί στο ΧΑ μέχρι την 30<sup>η</sup> Μαρτίου 2015, αλλά έχει ληφθεί σχετική εταιρική απόφαση ή σημαντικές πράξεις έχουν λάβει χώρα για την εισαγωγή της ΠΑΝΓΑΙΑ στο ΧΑ (όπως η απόφαση των διοικητικών συμβουλίων των Εταιριών, με ημερομηνία 30 Ιανουαρίου 2015, αναφορικά με την αντίστροφη συγχώνευση με απορρόφηση της ΠΑΝΓΑΙΑ από την MIGRE), η ημερομηνία του δικαιώματος εξαγοράς των εξαγοράσιμων μετοχών παρατείνεται μέχρι την 30<sup>η</sup> Ιουλίου 2015. Με τις από 31 Ιουλίου 2015 επιστολές των μετόχων οι οποίοι κατέχουν τις ως άνω εξαγοράσιμες μετοχές της ΠΑΝΓΑΙΑ, έκαστος αυτών δήλωσε προς την ΠΑΝΓΑΙΑ, την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε. και την INVEL Real Estate B.V. ότι δεν προτίθενται να ασκήσουν τα σχετικά δικαιώματα τους όπως αυτά προκύπτουν από σχετική Συμφωνία Πλαίσιο μέχρι και την 15<sup>η</sup> Σεπτεμβρίου 2015.

Συνεπώς, για τους σκοπούς υπολογισμού του ευλόγου και δικαίου εύρους της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών των Εταιριών έχουμε χειρισθεί τις κοινές εξαγοράσιμες μετοχές της ΠΑΝΓΑΙΑ ως κοινές ονομαστικές μετοχές. Στην περίπτωση που παρέλθει η ως άνω ημερομηνία και οι εν λόγω μετοχές εξαγοραστούν από την ΠΑΝΓΑΙΑ, πριν την εισαγωγή της τελευταίας στο ΧΑ, οι εξαγοραζόμενες μετοχές δεν θα συνυπολογίζονται πλέον στην σχέση ανταλλαγής των μετοχών των Εταιριών, ωστόσο η συνολική επίπτωση στην σχέση ανταλλαγής θα είναι ήσσονος σημασίας.

Τυχόν κλασματικά υπόλοιπα που θα προκύψουν δεν δημιουργούν δικαίωμα σε λήψη κλάσματος μετοχής, αλλά αθροίζονται για τον σχηματισμό ακέραιου αριθμού μετοχών, οι οποίες εκποιούνται με απόφαση του διοικητικού συμβουλίου της Απορροφώσας και το προϊόν της εκποίησης αποδίδεται στους δικαιούχους μετόχους. Επίσης, δεν προβλέπεται η καταβολή στους ανωτέρω δικαιούχους μετόχους επιπλέον εξισωτικού ποσού μετρητών σύμφωνα με το άρθρο 68 παρ. 2 του κ.ν. 2190/1920.

Κατά τη γνώμη μας, η προτεινόμενη από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών σχέση αξιών:

**Απορροφώμενη (ΠΑΝΓΑΙΑ) προς Απορροφώσα (MIGRE) 30,7 προς 1**

και η αντίστοιχη προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής μετοχών,

**Μετοχές Απορροφώσας (MIGRE) προς 1 Μετοχή Απορροφώμενης (ΠΑΝΓΑΙΑ) 2,255316401 προς 1**

εμπίπτουν στα αντίστοιχα εύρη σχέσεων αξιών και σχέσεων ανταλλαγής μετοχών που προέκυψαν από την αποτίμηση των Εταιριών και, επομένως, **οι προτεινόμενες, από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών, σχέσεις είναι δίκαιες και λογικές** σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 2166/93 και του κ.ν. 2190/20, λαμβανομένων επίσης υπόψη των οικείων διατάξεων του Κανονισμού Χρηματιστηρίου Αθηνών, ως ισχύουν.

Παραμένουμε στη διάθεσή σας για οποιεσδήποτε διευκρινήσεις.

Με εκτίμηση,



Δέσποινα Μαρινού  
Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής  
Α.Μ. ΣΟΕΛ: 17681

PricewaterhouseCoopers A.E.E.