

Deals

# *ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΤΑΙΑ & MIG REAL ESTATE*

Γνωμοδότηση αναφορικά με το  
δίκαιο και εύλογο της σχέσης  
ανταλλαγής μετοχών

*Αυστηρά προσωπικό  
και εμπιστευτικό*

*6 Αυγούστου 2015*



**ρως**



**Δέσποινα Μαρίνου**

Partner  
despina.marinou@gr.pwc.com  
T: +30 210 68 74 690  
M: +30 693 23 39 746

**Θανάσης Πανόπουλος**

Partner  
thanassis.panopoulos@gr.pwc.com  
T: +30 210 68 74 628  
M: +30 693 60 51 133

**Ιωάννης Πέτρου**

Senior Manager  
ioannis.petrou@gr.pwc.com  
T: +30 210 68 74 622  
M: +30 695 50 65 479

**PricewaterhouseCoopers A.E.E.**

Λεωφ. Κηφισίας 260, 152 32 Χαλάνδρι  
T: +30 210 6874400  
F: +30 210 6874444

**ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ Α.Ε.Ε.Α.Π.**

Καραγεώργη Σερβίας 6,  
105 62, Αθήνα

**MIG Real Estate A.E.E.A.Π.**

Τζωρτζ 4,  
106 77, Αθήνα

06 Αυγούστου 2015

Αξιότιμοι κύριοι,

Η παρούσα έκθεση (η «Έκθεση») έχει συνταχθεί αποκλειστικά για τις διοικήσεις των ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ Α.Ε.Ε.Α.Π. και MIG Real Estate Α.Ε.Ε.Α.Π. (εφεξής, από κοινού οι «Εταιρίες») σχετικά με την γνωμοδότηση αναφορικά με το δίκαιο και εύλογο της σχέσης ανταλλαγής μετοχών. Η Έκθεση ετοιμάστηκε σύμφωνα με τη μεταξύ μας σύμβαση με ημερομηνία 30 Ιανουαρίου 2015 και τους επισυναπτόμενους όρους και τις προϋποθέσεις (η «Σύμβαση»).

Η Έκθεση ετοιμάστηκε αποκλειστικά για το σκοπό που αναφέρεται στη Σύμβαση. Η Έκθεση είναι αυστηρά εμπιστευτική και δεν πρέπει να δημοσιευθεί σε τρίτους χωρίς τη γραπτή έγκρισή μας, η οποία παραμένει στη διακριτική μας ευχέρεια.

Οι απόψεις και τα συμπεράσματά μας βασίζονται σε πληροφορίες και συζητήσεις που είχαμε με τις διοικήσεις των Εταιριών (οι «Διοικήσεις»). Σημειώνουμε ότι παρότι η εργασία μας περιελάμβανε ανάλυση συγκεκριμένων οικονομικών στοιχείων των Εταιριών, ήταν εκτός αντικείμενου η διεξαγωγή οποιουδήποτε είδους ελέγχου (νομικού, φορολογικού ή λογιστικού) ή η εφαρμογή ελεγκτικών διαδικασιών στα στοιχεία που μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση. Κατά συνέπεια, η PwC δε φέρει οποιαδήποτε ευθύνη σχετικά με την ακρίβεια και πληρότητα αυτών.

Σε περίπτωση που απαιτείτε κάποια διευκρίνιση ή περαιτέρω πληροφορίες, παρακαλώ μη διστάσετε να επικοινωνήσετε μαζί μας.

Με εκτίμηση,

Δέσποινα Μαρίνου

A.M. ΣΟΦΑ: 17681

PricewaterhouseCoopers A.E.E.





### Σημαντική Σημείωση

Η πληρότητα και ακρίβεια των πληροφοριών και των στοιχείων που παρασχέθηκαν και παρουσιάζονται από δημοσιευμένα στοιχεία ή από τις διοικήσεις των Εταιριών δεν έχουν ελεγχθεί από την PwC. Η PwC, οι εταίροι, οι αντιπρόσωποι, τα στελέχη και οι υπάλληλοι αυτής δε δύνανται, ούτε είναι εντεταλμένοι να αντιπροσωπεύσουν, εγγυηθούν ή αναλάβουν ευθύνη, σχετικά με τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται σε αυτήν την έκθεση και καμία ευθύνη ή υποχρέωση δεν αναλαμβάνεται για την ακρίβεια, πληρότητα ή το εύλογο των πληροφοριών αυτών.

Η εργασία αποτίμησης εταιριών/ δραστηριοτήτων δε μπορεί να θεωρηθεί ακριβής επιστήμη και τα συμπεράσματα στα οποία η εργασία αυτή καταλήγει είναι, σε πολλές περιπτώσεις, υποκειμενικά και εξαρτώνται από την κρίση εκείνου που διενεργεί την αποτίμηση. Οι γνωματεύσεις μπορεί να διαφέρουν λόγω των διαφόρων ιδιαίτερων εκτιμήσεων που πρέπει να γίνουν, ακόμα και αν χρησιμοποιηθούν τα ίδια δεδομένα και οι ίδιες παραδοχές. Συνεπώς, δεν υπάρχει μία μοναδική μέθοδος για τον προσδιορισμό μίας αδιαμφισβήτητης αξίας, αν και οι κοινώς αποδεκτές μέθοδοι είναι απαραίτητες για τον καθορισμό του εύλογου των συμπερασμάτων.

Τα αποτελέσματα της εργασίας μας εξαρτώνται από τις προβλέψεις που μας παρείχαν οι διοικήσεις των Εταιριών (εφεξής οι «Διοικήσεις»). Οι προβλέψεις αυτές βασίζονται σε μελλοντικά γεγονότα όπου δύνανται να επηρεαστούν από απρόβλεπτα περιστατικά. Συνεπώς, δε μπορούμε να διαβεβαιώσουμε ότι η πραγματική εικόνα των Εταιριών θα είναι αυτή που προβλέπεται από τις Διοικήσεις και σημαντικές αποκλίσεις ενδέχεται να λάβουν χώρα.

Η PwC δεν παρέχει γνώμη σχετικά με την πιθανότητα επίτευξης των παρουσιαζόμενων προβλέψεων, ούτε των βασικών παραδοχών. Ως εκ τούτου δεν αναλαμβάνει καμία ευθύνη σχετικά με την επίτευξη των παρουσιαζόμενων προβλέψεων.

Επισημαίνεται ότι οι ενότητες «Επισκόπηση Ελληνικής Οικονομίας» και «Επισκόπηση Αγοράς Ακινήτων» αντικατοπτρίζουν τις συνθήκες που επικρατούσαν κατά την ημερομηνία της αποτίμησης των Εταιριών, ήτοι την 31<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2015.

Σημειώνεται, ότι η πραγματική αγοραία τιμή μίας εταιρίας είναι πιθανό να διαφέρει από την εκτιμώμενη αγοραία αποτίμησή της. Η απόκλιση μπορεί να προκύψει από διάφορους παράγοντες, όπως οι συνθήκες αγοράς και οι προσδοκίες των συναλλάσομένων μερών.

Η PwC δεν αποδέχεται ουδεμία ευθύνη για το περιεχόμενο της παρούσας έκθεσης σε περίπτωση που αυτή χρησιμοποιηθεί από τρίτους, παρά μόνο στην περίπτωση που ζητηθεί από τις Εθνική ΠΑΝΓΑΙΑ Α.Ε.Ε.Α.Π. και MIG Real Estate Α.Ε.Ε.Α.Π. η άδεια προσκόμισης αντιγράφων σε τρίτους και η PwC δώσει τη γραπτή έγκρισή της πριν από την προσκόμιση αυτών.

# Περιεχόμενα

<b>Με μια ματιά</b>		<b>6</b>
<b>Επισκόπηση Οικονομίας και Αγοράς Ακινήτων</b>		<b>17</b>
1	Επισκόπηση Ελληνικής Οικονομίας	18
2	Επισκόπηση Αγοράς Ακινήτων	20
<b>Επισκόπηση Εταιριών</b>		<b>25</b>
3	Παρουσίαση Εταιριών	26
4	Οικονομική Επισκόπηση	31
<b>Αποτίμηση Εταιριών</b>		<b>39</b>
5	Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση	40
6	Δείκτες Κεφαλαιαγοράς	47
7	Συγκρίσιμες Συναλλαγές	52
8	Μέθοδος Χρηματιστηριακών Τιμών	58
9	Συμπεράσματα	59
<b>Παραρτήματα</b>		<b>61</b>
1	Μεθοδολογίες Αποτίμησης	62
2	Περιγραφή Συγκρίσιμων Εταιριών	64
3	Περιγραφή Συγκρίσιμων Συναλλαγών	68
4	Υπολογισμός Πριμ Ελέγχου	70
5	Υπολογισμός Έκπτωσης Εμπορευσιμότητας	71
6	Αποτίμηση Συμβολαίων Ανταλλαγής Επιτοκίων	73
7	Πηγές Πληροφόρησης	76
8	Σύνοψη Ακινήτων	77
9	Ενδεικτική Έκθεση Έκτιμησης	90
10	Ανάλυση Ευαισθησίας επί 22 Επενδυτικών Ακινήτων	109

## Για να περιηγηθείτε στην έκθεση σε μορφή pdf επί της οθόνης

Από οποιαδήποτε σελίδα – κάνετε κλικ στον τίτλο της ενότητας στην γραμμή πλοήγησης όπως εμφανίζεται στην επικεφαλίδα (πάνω).

Από τη σελίδα των περιεχομένων – κάνετε κλικ στον τίτλο της ενότητας ή υποενότητας.

Από τη λίστα των περιεχομένων σε οποιοδήποτε διαχωριστικό τμήμα της έκθεσης – κάνετε κλικ στον τίτλο της υποενότητας.

# Περιεχόμενα

11	Σύμβαση	132
12	Γλωσσάριο	138

## **Για να περιηγηθείτε στην έκθεση σε μορφή pdf επί της οθόνης**

Από οποιαδήποτε σελίδα – κάνετε κλικ στον τίτλο της ενότητας στην γραμμή πλοήγησης όπως εμφανίζεται στην επικεφαλίδα (πάνω).

Από τη σελίδα των περιεχομένων – κάνετε κλικ στον τίτλο της ενότητας ή υποενότητας.

Από τη λίστα των περιεχομένων σε οποιοδήποτε διαχωριστικό τμήμα της έκθεσης – κάνετε κλικ στον τίτλο της υποενότητας.

## Με μια ματιά – τα συμπεράσματά μας (1 από 11)

*Κατόπιν σχετικής εντολής που μας δόθηκε από τα διοικητικά συμβούλια των Εταιριών MIG Real Estate ΑΕΕΑΠ και Εθνική ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ προβήκαμε 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).*

### Κύρια θέματα

### Σχόλια

#### Σκοπός αποτίμησης

Κατόπιν σχετικής εντολής που μας δόθηκε από τα διοικητικά συμβούλια των Εταιριών MIG Real Estate ΑΕΕΑΠ (εφεξής η «MIGRE» ή η «Απορροφώσα») και ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ (εφεξής, «ΠΑΝΓΑΙΑ» ή η «Απορροφώμενη») προβήκαμε 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), 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.

Πιο συγκεκριμένα, 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 αναλυτικά στην Έκθεση.

#### Βάση αποτίμησης

Η ημερομηνία αποτίμησης του μετοχικού κεφαλαίου των Εταιριών είναι η 31η Ιανουαρίου 2015, αντίστοιχη με αυτήν του Ισολογισμού Μετασηματισμού.

Η αγοραία αξία υπολογίζεται ως η συνισταμένη του τιμήματος που ένας υποψήφιος αγοραστής θα είναι διατεθειμένος να πληρώσει και του τιμήματος που ο πωλητής θα είναι διατεθειμένος να δεχθεί. Ο προσδιορισμός του τιμήματος αυτού γίνεται με την παραδοχή ότι καμία από τις δυο πλευρές δεν είναι εξαναγκασμένη να προβεί σε αγορά ή πώληση και ότι και οι δυο έχουν ικανοποιητική γνώση των στοιχείων του υπό πώληση περιουσιακού στοιχείου και της κατάστασης της αγοράς στη δεδομένη χρονική περίοδο.

#### 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

## Με μια ματιά – τα συμπεράσματά μας (2 από 11)

*Για τη διαμόρφωση του τελικού μας συμπεράσματος χρησιμοποιήθηκε συνδυασμός διαφόρων κοινώς αποδεκτών μεθοδολογιών αποτίμησης και πιο συγκεκριμένα, της μεθόδου της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης, της μεθόδου Δεικτών Κεφαλαιαγοράς, της μεθόδου Συγκρίσιμων Συναλλαγών και της μεθόδου Χρηματιστηριακών Τιμών (μέθοδος Κεφαλαιοποίησης).*

Κύρια θέματα	Σχόλια
<b>Μεθοδολογία (συνέχεια)</b>	<p>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.</p> <p>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%.</p> <p>Για τη διαμόρφωση του τελικού μας συμπεράσματος χρησιμοποιήθηκε συνδυασμός διαφόρων κοινώς αποδεκτών μεθοδολογιών αποτίμησης, ήτοι:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>α) Μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης</li><li>β) Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς</li><li>γ) Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών</li><li>δ) Μέθοδος Χρηματιστηριακών Τιμών (Μέθοδος Κεφαλαιοποίησης)</li></ul>
<b>Πηγές πληροφόρησης</b>	<p>Στα πλαίσια της άσκησης αποτίμησης από την PwC χρησιμοποιήθηκε ένα ικανό εύρος πληροφοριών το οποίο προήλθε από διάφορες πηγές, όπως αυτές παρουσιάζονται στο Παράρτημα της Έκθεσης Αποτίμησης.</p> <p>Σημειώνεται ότι, ανεξάρτητα από το γεγονός ότι το έργο μας περιλαμβάνει ανάλυση των χρηματοοικονομικών στοιχείων ή/και λογιστικών εγγραφών, δεν περιλάμβανε έλεγχο σύμφωνα με τα γενικώς αποδεκτά ελεγκτικά πρότυπα. Επιπλέον, εκτός εάν ορίζεται διαφορετικά στην Έκθεση, δεν έχουμε προβεί σε διαδικασίες επαλήθευσης ή ελέγχου των οικονομικών πληροφοριών. Ως εκ τούτου δεν αναλαμβάνουμε καμία ευθύνη και δεν προβαίνουμε σε διαπιστώσεις σε σχέση με την ακρίβεια ή την πληρότητα των πληροφοριών που παρέχονται σε εμάς, εκτός αν ορίζεται διαφορετικά στο παρόν, και καμία διαβεβαίωση δεν δίνεται.</p> <p>Προσχέδιο της παρούσης έκθεσης έχει υποβληθεί στις Διοικήσεις των Εταιριών, οι οποίες μας επιβεβαίωσαν γραπτώς ότι τα στοιχεία και οι πληροφορίες που περιλαμβάνονται στην εργασία μας είναι ολοκληρωμένα και ακριβή.</p>

## Με μια ματιά – τα συμπεράσματά μας (3 από 11)

*Οι διοικήσεις των Εταιριών μας παρείχαν εκτιμήσεις του συνόλου των επενδυτικών ακινήτων, με ημερομηνία αποτίμησης την 31.01.2015, από τρεις ανεξάρτητους εκτιμητές (Savills, Proprius και Protos).*

### Κύρια θέματα

### Σχόλια

#### Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης

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.

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). Σύνοψη των επενδυτικών ακινήτων ανά ακίνητο, χρήση, μισθωτή και αγοραία αξία παρατίθεται στα Παραρτήματα της Έκθεσης.

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.

Για τους σκοπούς της άσκησης 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, όπως κυμαινόμενος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή («ΔΤΚ») για την αρχική περίοδο των προβλέψεων μισθωμάτων, προσαρμογή για το φόρο κατοχής (ΕΝΦΙΑ) καθώς και για το κόστος απόκτησης από αγοραστή (purchaser's costs) στην Μέθοδο Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών.



## Με μια ματιά – τα συμπεράσματά μας (4 από 11)

*Το εύρος αξιών για τις δυο Εταιρίες όπως προκύπτει από την μέθοδο Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης κυμαίνεται μεταξύ €1.149,9 εκ. έως και €1.261,4 εκ. για την ΠΑΝΓΑΙΑ και μεταξύ €38,4 εκ. έως και €41,2 εκ. για την MIGRE.*

### Κύρια θέματα Σχόλια

#### Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης (συνέχεια)

Συνεπώς, με τον τρόπο αυτό 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, ενώ το άνω άκρο του εύρους αντικατοπτρίζει τις αξίες των ακινήτων βάσει των αρχικών εκτιμήσεων.

Επίσης, προχωρήσαμε και σε προσαρμογή του υπολοίπου των «Πελατών» και για τις δυο Εταιρίες βάσει ανάλυσης χρονικής ενηλικίωσης.

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

Το εύρος αξιών για τις δυο Εταιρίες όπως προκύπτει από την μέθοδο Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης κυμαίνεται μεταξύ **€1.149,9 εκ. έως και €1.261,4 εκ. για την ΠΑΝΓΑΙΑ και μεταξύ €38,4 εκ. έως και €41,2 εκ. για την MIGRE.**

#### Εθνική Πανγαία Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση

σε € 000	31.01.2015		31.01.2015
	Μη ελεγμένα*	Προσαρμογές	Προσαρμοσμένα
Μη Κυκλοφορούν Ενεργητικό	1.420.664	(53.245)	1.367.419
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	215.093	(58.248)	156.845
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>1.635.757</b>	<b>(111.493)</b>	<b>1.524.264</b>
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	326.364	(1)	326.363
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	46.708	-	46.708
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>373.072</b>	<b>(1)</b>	<b>373.071</b>
<b>Ίδια Κεφάλαια</b>	<b>1.262.685</b>	<b>(111.492)</b>	<b>1.151.193</b>
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	(1.262)		(1.262)
<b>ΠΑΝΓΑΙΑ 100%</b>	<b>1.261.423</b>	<b>(111.492)</b>	<b>1.149.931</b>

#### MIG RE Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση

σε € 000	31.01.2015		31.01.2015
	Μη ελεγμένα*	Προσαρμογές	Προσαρμοσμένα
Μη Κυκλοφορούν Ενεργητικό	51.503	(3.891)	48.847
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	3.025	(77)	2.948
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>54.528</b>	<b>(3.968)</b>	<b>51.795</b>
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	10.794	-	10.794
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	2.585	-	2.585
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>13.379</b>	<b>-</b>	<b>13.379</b>
<b>Ίδια Κεφάλαια</b>	<b>41.149</b>	<b>(2.733)</b>	<b>38.416</b>

\* Προσαρμοσμένα για την αγοραία αξία των ιδιοχρησιμοποιούμενων κτιρίων

## Με μια ματιά – τα συμπεράσματά μας (5 από 11)

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

### Κύρια θέματα

### Σχόλια

#### Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς

Η Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς, αποτιμά την αγοραία αξία μίας επιχείρησης βάσει δεικτών συγκρίσιμων εταιριών, οι μετοχές των οποίων διαπραγματεύονται σε κάποια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Συνολικά εξετάστηκαν 16 Εταιρίες οι οποίες δραστηριοποιούνται στον κλάδο αξιοποίησης ακίνητης περιουσίας, εδρεύουν 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).

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. Επίσης, και μόνο για την MIGRE, εφαρμόστηκε έκπτωση μεγέθους (size discount) λόγω της μεγάλης αξιακής διαφοράς σε σχέση με το δείγμα συγκρίσιμων εταιριών.

Πέραν των παραπάνω προσαρμογών, στον υπολογισμό του καθαρού δανεισμού των Εταιριών έχουν συμπεριληφθεί οι υποχρεώσεις αποζημίωσης προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία, καθώς και ποσό €7,7 εκ. το οποίο αφορά ΦΠΑ που θα πρέπει να αποδώσει η ΠΑΝΓΑΙΑ στον προηγούμενο μέτοχο της θυγατρικής Καρελά ΑΕ. Για την ΠΑΝΓΑΙΑ, 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.

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

## Με μια ματιά – τα συμπεράσματά μας (6 από 11)

Το ενδεικτικό εύρος αξιών στο οποίο καταλήξαμε με την μέθοδο δεικτών κεφαλαιαγοράς κυμαίνεται για την ΠΑΝΓΑΙΑ από €1.338,3 εκ. έως €1.518,3 εκ. και για την MIGRE από €40,4 εκ. έως €43,6 εκ.

### Κύρια θέματα

### Σχόλια

#### Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς (συνέχεια)

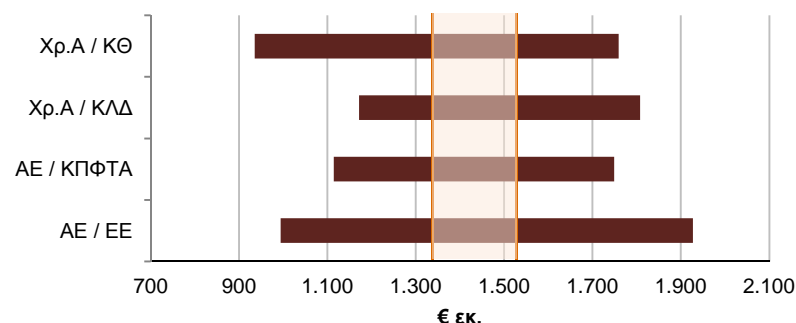
Τέλος, τα αποτελέσματα που προκύπτουν για τις δύο Εταιρίες έχουν προσαρμοστεί κατά το ύψος των εμπορικών και λοιπών απαιτήσεων που θεωρούνται μη εισπραξιμες, βάσει της ανάλυσης ενηλικίωσης που μας παρασχέθηκε από την Διοίκηση.

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

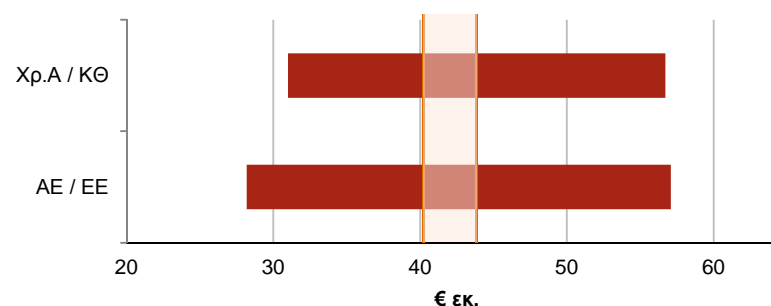
Σχετικά με την αποτίμηση της ΠΑΝΓΑΙΑ, αυτή προσαρμόστηκε καταλλήλως έτσι ώστε να μην λαμβάνει υπόψη της την αξία των δικαιωμάτων μειοψηφίας.

Το ενδεικτικό εύρος αξιών στο οποίο καταλήξαμε με την μέθοδο δεικτών κεφαλαιαγοράς κυμαίνεται για την ΠΑΝΓΑΙΑ από €1.338,3 εκ. έως €1.518,3 εκ. και για την MIGRE από €40,4 εκ. έως €43,6 εκ.

#### Αξία του συνόλου του μετοχικού κεφαλαίου της ΠΑΝΓΑΙΑ, την 31/01/2015



#### Αποτίμηση του συνόλου του μετοχικού κεφαλαίου της MIGRE, την 31/01/2015



## Με μια ματιά – τα συμπεράσματά μας (7 από 11)

*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.*

### Κύρια θέματα

### Σχόλια

#### Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών

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 10 συναλλαγές οι οποίες έλαβαν χώρα στην Ευρώπη κατά την περίοδο 2013 – 2015.

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 Συναλλαγής προς Κεφάλαια από Λειτουργικές Δραστηριότητες (FFO) (ΑΣ/ΚΛΔ) δ) Αξία Συναλλαγής προς Καθαρή Θέση (ΑΣ/ΚΘ).

Σε συναλλαγές όπου οι μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιριών διαπραγματεύονταν χρηματιστηριακά ή/και οι αγοραστές κατέληξαν να κατέχουν μειοψηφικά πακέτα στις εξαγορασθείσες εταιρίες, οι δείκτες αναπροσαρμόστηκαν καταλλήλως πριν εφαρμοσθούν στην αποτίμηση των ΠΑΝΓΑΙΑ και MIGRE.

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

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 Συναλλαγής προς Καθαρή Θέση καθώς οι λοιποί δύο δείκτες δεν οδηγούν σε εύλογα αποτελέσματα.

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



## Με μια ματιά – τα συμπεράσματά μας (8 από 11)

Το εύρος αξιών για τις δυο Εταιρίες όπως προκύπτει από την μέθοδο Συγκρίσιμων Συναλλαγών κυμαίνεται μεταξύ €1.130,3 εκ. έως και €1.350 εκ. για την ΠΑΝΓΑΙΑ και μεταξύ €35 εκ. έως και €39 εκ. για την MIGRE.

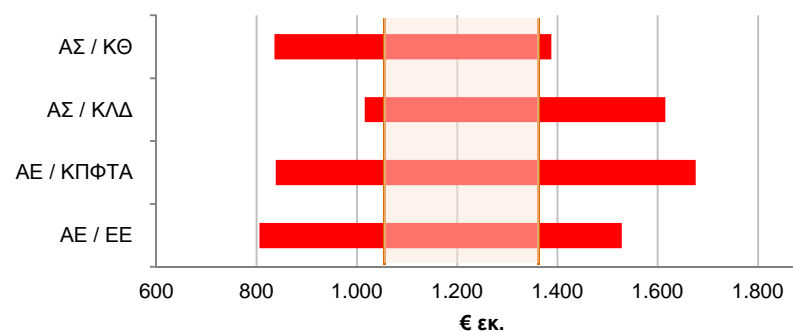
### Κύρια θέματα

### Σχόλια

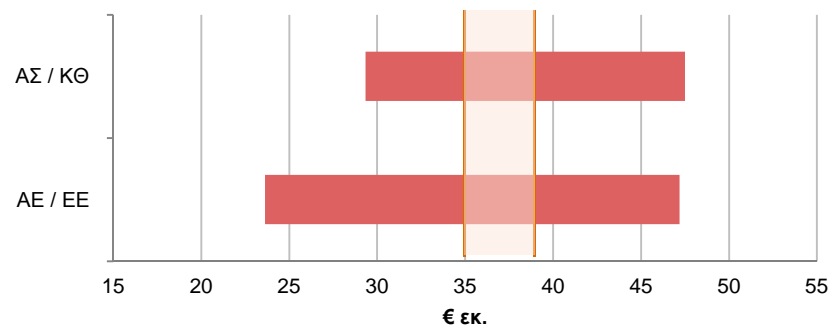
Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών (συνέχεια)

Το εύρος αξιών για τις δυο Εταιρίες όπως προκύπτει από την μέθοδο Συγκρίσιμων Συναλλαγών κυμαίνεται μεταξύ **€1.130,3 εκ. έως και €1.350 εκ. για την ΠΑΝΓΑΙΑ** και μεταξύ **€35 εκ. έως και €39 εκ. για την MIGRE.**

**Αξία του συνόλου του μετοχικού κεφαλαίου της Παναγία, την 31/01/2015**



**Αξία του συνόλου του μετοχικού κεφαλαίου της MIGRE, την 31/01/2015**



## Με μια ματιά – τα συμπεράσματά μας (9 από 11)

*Λαμβάνοντας υπόψη το πολύ χαμηλό ποσοστό διασποράς των μετοχών της Απορροφώσας, καταλήξαμε στο συμπέρασμα να μην δώσουμε βαρύτητα στη μέθοδο Χρηματιστηριακών Τιμών αναφορικά με την εξαγωγή εύρους αξιών για την MIGRE.*

### Κύρια θέματα Σχόλια

#### Μέθοδος Χρηματιστηριακών Τιμών (Μέθοδος Κεφαλαιοποίησης)

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.

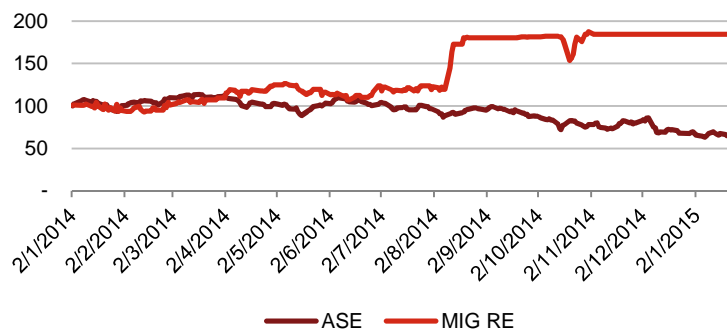
Στην συγκεκριμένη περίπτωση η MIGRE είναι η μόνη εισηγμένη Εταιρία. Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι κατά την 19η Αυγούστου 2014 ανακοινώθηκε η δημόσια πρόταση από την ΠΑΝΓΑΙΑ προς τους μετόχους της MIGRE (εφεξής η «Δημόσια Πρόταση») στην τιμή των €3,10, ενώ στις 12 Αυγούστου 2014 είχε προηγηθεί εξαγορά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

Σημειώνεται ότι οι μετοχές της Απορροφώσας έχουν μεταφερθεί στην Κατηγορία Χαμηλής Διασποράς από την 31η Οκτωβρίου 2014 με απόφαση της Διοικούσας Επιτροπής Χρηματιστηριακών Αγορών, αφού έλαβε υπόψη ότι το ποσοστό της διασποράς των μετοχών της είναι μικρότερο του 10%. Πιο συγκεκριμένα, το ποσοστό διασποράς κατά την 31/01/2015 ανερχόταν σε 3,06%.

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.

Το παρακάτω γράφημα παρουσιάζει την πορεία της μετοχής της MIGRE έναντι του Γενικού Δείκτη για την περίοδο 01/01/2014 – 31/01/2015.

**Πορεία μετοχής MIG RE έναντι Γενικού Δείκτη**



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

## Με μια ματιά – τα συμπεράσματά μας (10 από 11)

*Το εύρος αξιών για τις δυο Εταιρίες κυμαίνεται μεταξύ €1.183,7 εκ. έως και €1.330,5 εκ. για την ΠΑΝΓΑΙΑ και μεταξύ €38,1 εκ. έως και €41,2 εκ. για την MIGRE.*

### Κύρια θέματα Σχόλια

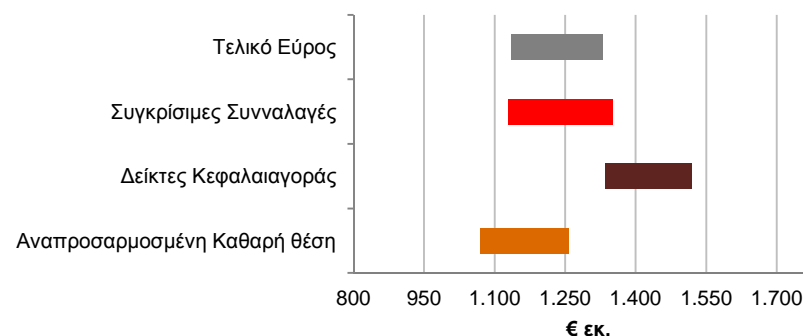
#### Συμπεράσματα

Σημειώνεται ότι κατά την εφαρμογή των ανωτέρω μεθόδων αποτίμησης δεν προέκυψαν δυσχέρειες ή δυσκολίες.

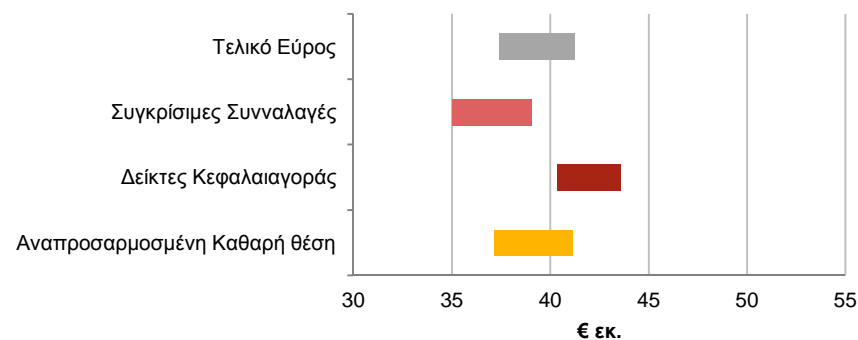
Τα παρακείμενα γραφήματα παρουσιάζουν συνοπτικά τα αποτελέσματα της εργασίας μας αναφορικά με το εύρος αξιών της ΠΑΝΓΑΙΑ και της MIGRE.

Το εύρος αξιών για τις δυο Εταιρίες κυμαίνεται μεταξύ **€1.183,7 εκ. έως και €1.330,5 εκ. για την ΠΑΝΓΑΙΑ** και μεταξύ **€38,1 εκ. έως και €41,2 εκ. για την MIGRE.**

#### Εύρη αξιών για το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου της ΠΑΝΓΑΙΑ, την 31.01.2015



#### Εύρη αξιών για το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου της MIGRE, την 31.01.2015



## Με μια ματιά – τα συμπεράσματά μας (11 από 11)

*Κατά τη γνώμη μας, η προτεινόμενη από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών σχέση αξιών και η αντίστοιχη προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής μετοχών 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.*

### Κύρια θέματα Σχόλια

#### Συμπεράσματα (συνέχεια)

Σταθμίζοντας τις αποτιμήσεις των Εταιριών αναλόγως της καταλληλότητας της μεθόδου και, συγκεκριμένα, δίνοντας ιδιαίτερη βαρύτητα στην μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης 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)**

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,

**Για κάθε 1 μετοχή της ΠΑΝΓΑΙΑ οι μέτοχοι θα λαμβάνουν 1,334251532 μετοχές της νέας εταιρίας και για κάθε 1 μετοχή της MIGRE οι μέτοχοι εκτός ΠΑΝΓΑΙΑ θα λαμβάνουν 0,591602815 μετοχές της νέας εταιρίας**

ή

**Μετοχές Απορροφώσας (MIGRE) προς 1 Μετοχή Απορροφώμενης (ΠΑΝΓΑΙΑ): 2,255316401 προς 1 (1,334251532 / 0,591602815)**

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. Όσον αφορά τις κοινές εξαγοράσιμες μετοχές της Απορροφώμενης, τις έχουμε χειρισθεί ως κοινές ονομαστικές μετοχές.



# Επισκόπηση Οικονομίας και Αγοράς Ακινήτων

	<b>Επισκόπηση Οικονομίας και Αγοράς Ακινήτων</b>	<b>17</b>
1	Επισκόπηση Ελληνικής Οικονομίας	18
2	Επισκόπηση Αγοράς Ακινήτων	20

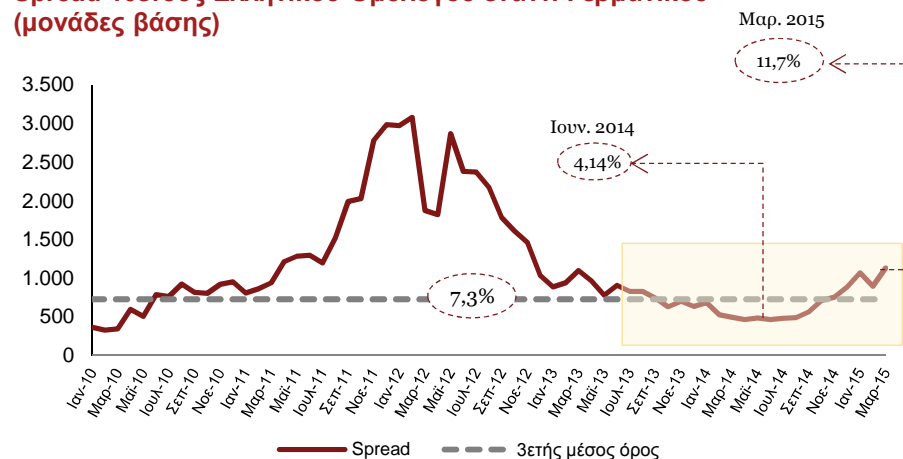
## Εξέλιξη της Ελληνικής Οικονομίας

**Κύρια σημεία** – Από τις αρχές του 2014, η Ελληνική Οικονομία έχει επέλθει σε περίοδο ανάκαμψης ενώ η αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει την πρόσφατη οικονομική και πολιτική πορεία της χώρας εκτιμάται ότι θα είναι βραχυπρόθεσμη.

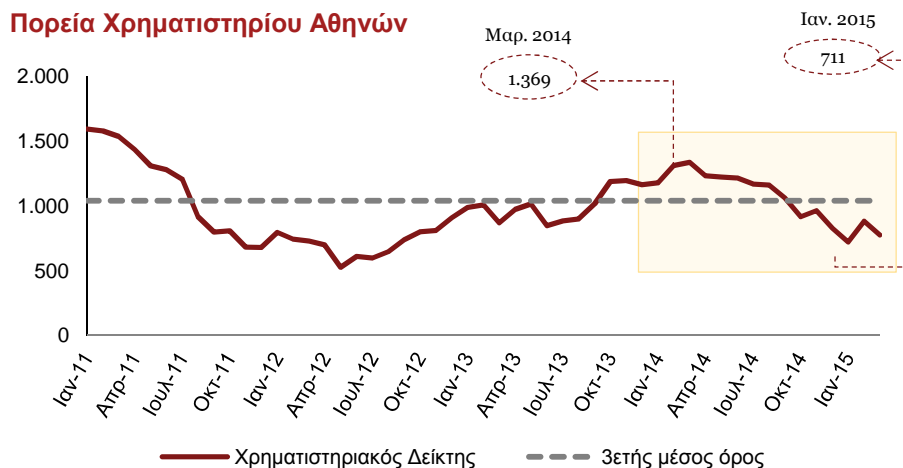
### Παρουσίαση των εξελίξεων της Ελληνικής Οικονομίας

- Μετά από έξι χρόνια οικονομικής ύφεσης και πολιτικής αστάθειας, η Ελληνική Οικονομία άρχισε να εμφανίζει σημάδια ανάκαμψης στις αρχές του 2014. Το γεγονός αυτό αντικατοπτρίζεται και στις διεθνείς αγορές ομολόγων, όπως συνοψίζει το παρακείμενο γράφημα, καθώς η διαφορά μεταξύ της απόδοσης του δεκαετούς ελληνικού ομολόγου και του αντίστοιχου γερμανικού (“spread”) υποχώρησε σε επίπεδα κάτω από τις 500 μονάδες βάσης, δείχνοντας τη σταδιακή επιστροφή της εμπιστοσύνης των επενδυτών στη χώρα.
- Ωστόσο, η αισιόδοξη προοπτική της Ελληνικής Οικονομίας επιβραδύνθηκε στα τέλη του 2014, εξαιτίας των πρόσφατων οικονομικών και πολιτικών εξελίξεων στη χώρα. Τον Ιανουάριο του 2015, το spread της απόδοσης του δεκαετούς ελληνικού ομολόγου και του αντίστοιχου γερμανικού ανήλθε σε επίπεδα άνω των 1.000 μονάδων βάσης, δείχνοντας την αβεβαιότητα των επενδυτών για την πορεία του ελληνικού χρέους και την πρόσβαση της χώρας σε χρηματοδοτική στήριξη.
- Επιπρόσθετα, το Χρηματιστήριο Αθηνών, παρά την ανοδική του πορεία τον προηγούμενο χρόνο, κατά το πρώτο τρίμηνο του 2015 παρουσίασε πτώση 38% σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους, αντανakλώντας την πολιτική αβεβαιότητα και τη βραχυπρόθεσμη μεταβλητότητα της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς.

### Spread 10ετούς Ελληνικού Ομολόγου έναντι Γερμανικού (μονάδες βάσης)



### Πορεία Χρηματιστηρίου Αθηνών



Πηγή: Bloomberg

## Μακροοικονομικοί Δείκτες της Ελληνικής Οικονομίας

**Κύρια σημεία** – Η Ελληνική Οικονομία παρουσιάζει σταθεροποιητική πορεία, ενώ, βάσει διαφόρων μακροοικονομικών δεικτών, η χώρα διαφαίνεται να εισέρχεται σε φάση ανάπτυξης.

### Παρουσίαση βασικών μακροοικονομικών δεικτών της Ελληνικής Οικονομίας

- Το πραγματικό ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα επανέλθει σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης από το 2014. Οι τελευταίες προβλέψεις εκτιμούν πως την πενταετία 2015-2019, το ΑΕΠ θα αναπτυχθεί κατά μέσο όρο 2,5% ετησίως.
- Η δημοσιονομική κατάσταση της χώρας παρουσιάζεται βελτιωμένη, καθώς το 2014 το πρωτογενές πλεόνασμα αναμένεται να ανέλθει στο 1,5% του ΑΕΠ, αυξημένο κατά 2,8% σε σχέση με τον 2012, ενώ περαιτέρω αύξηση προβλέπεται για την επόμενη πενταετία, φτάνοντας στα επίπεδα του 4,2% του ΑΕΠ το 2019.
- Όπως συνοψίζεται στον παρακείμενο πίνακα, ο πληθωρισμός αναμένεται να αυξηθεί κατά μέσο όρο 0,8% την πενταετία 2015-2019, σηματοδοτώντας την επιστροφή της χώρας στην ανάπτυξη.
- Έκθεση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (Οκτώβριος 2014) τοποθετεί την Ελλάδα στη πρώτη θέση της δημοσιονομικής προσαρμογής και επισημαίνει ότι η χώρα θα έχει «το μεγαλύτερο κυκλικά προσαρμοσμένο πρωτογενές πλεόνασμα», μία θετική εξέλιξη που θα επαναλάβει τη διετία 2015 - 2016. Παράλληλα σε έκθεση της Παγκόσμιας Τράπεζας (Οκτώβριος 2013) διαπιστώθηκε ότι, κατά την περίοδο Ιούνιος 2012 - Ιούνιος 2013, η Ελλάδα ξεπέρασε όλες τις οικονομίες σε παγκόσμιο επίπεδο στην μείωση του χρόνου για την έναρξη μιας επιχείρησης. Επιπλέον, έχουν ενισχυθεί η προστασία των επενδυτών όπως και οι διασυνοριακές εμπορικές της συναλλαγές.
- Οι ανωτέρω εκτιμήσεις δύναται να διαφοροποιηθούν ανάλογα με την οικονομική πορεία της χώρας.

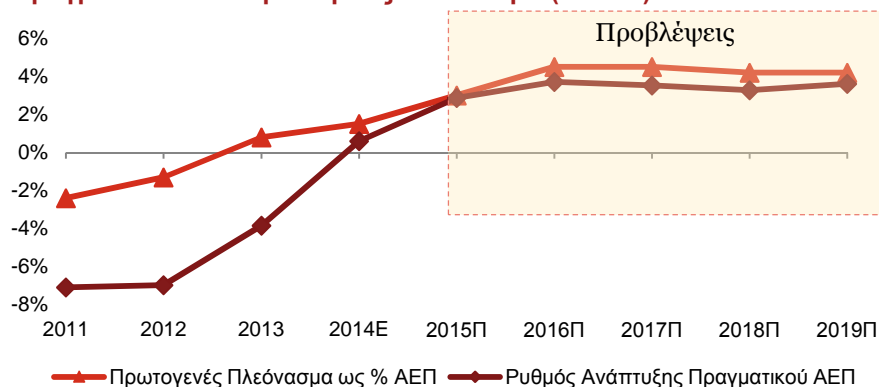
#### Πραγματικό ΑΕΠ

	2013	2014E	2015Π	2016Π	2017Π	2018Π	2019Π
Πηγή: BMI	(3,9%)	0,8%	0,9%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Πηγή: ΔΝΤ	(3,9%)	0,6%	2,9%	3,7%	3,5%	3,3%	3,6%
Πηγή: ΕΕ	(3,9%)	1,0%	2,5%	3,6%	μ/δ	μ/δ	μ/δ

#### Δείκτης Τιμών Καταναλωτή

	2013	2014E	2015Π	2016Π	2017Π	2018Π	2019Π
Πηγή: BMI	(0,9%)	(1,3%)	(0,8%)	0,3%	0,9%	1,2%	1,5%
Πηγή: ΔΝΤ	(0,9%)	(0,8%)	0,3%	1,1%	1,2%	1,2%	1,7%
Πηγή: ΕΕ	(0,9%)	(1,4%)	(0,3%)	0,8%	μ/δ	μ/δ	μ/δ

#### Πραγματικό ΑΕΠ - Πρωτογενές Πλεόνασμα (% ΑΕΠ)

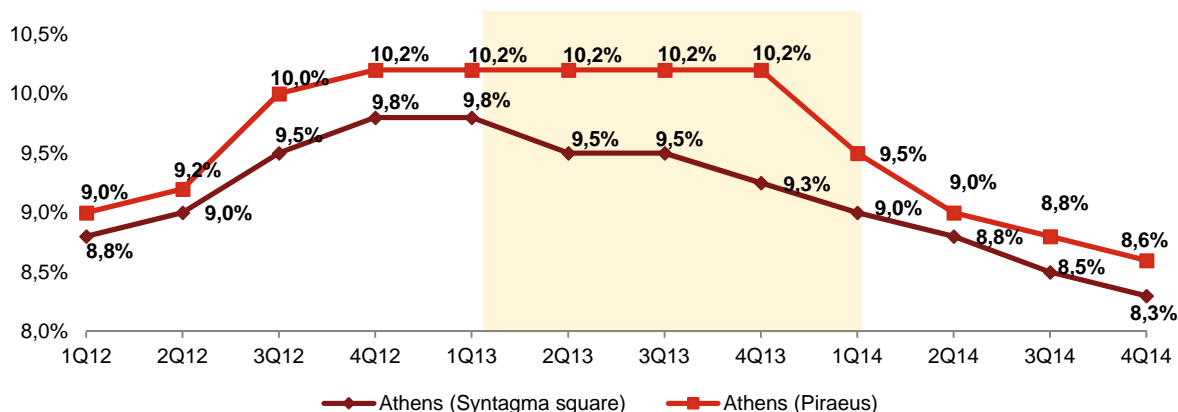


Πηγή: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

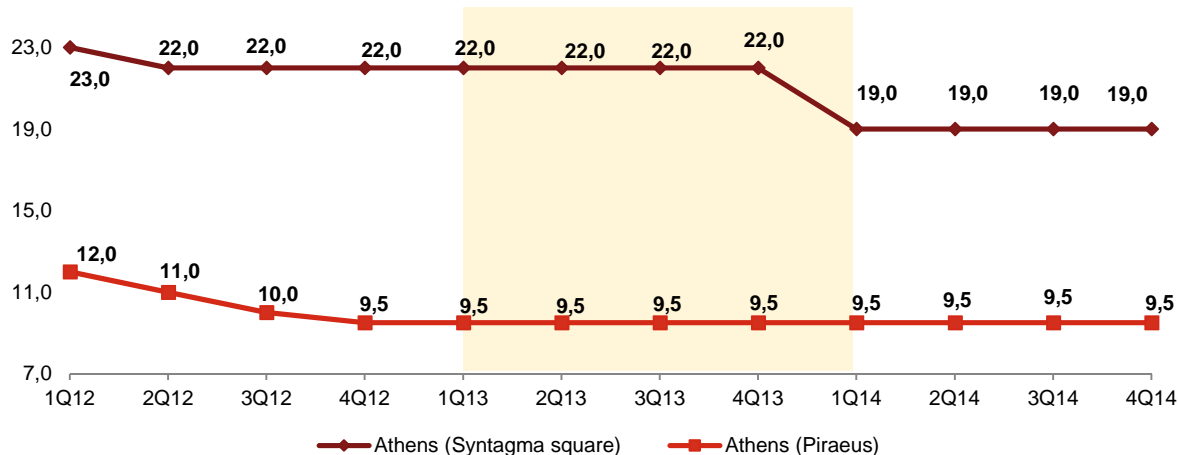
## Ελληνική αγορά γραφείων

**Κύρια Σημεία** – Η ελληνική αγορά επαγγελματικών γραφείων έχει περιοριστεί σημαντικά και χαρακτηρίζεται από μετεγκαταστάσεις καθώς και χαμηλά επίπεδα επενδύσεων.

### Εξέλιξη Αποδόσεων στην Ελληνική αγορά γραφείων (%)



### Εξέλιξη Ενοικίων στην Ελληνική αγορά γραφείων (€/τ.μ./μήνα)



Πηγή: Marketbeat Country Snapshots Cushman & Wakefield LLP

### Περιγραφή της αγοράς γραφείων

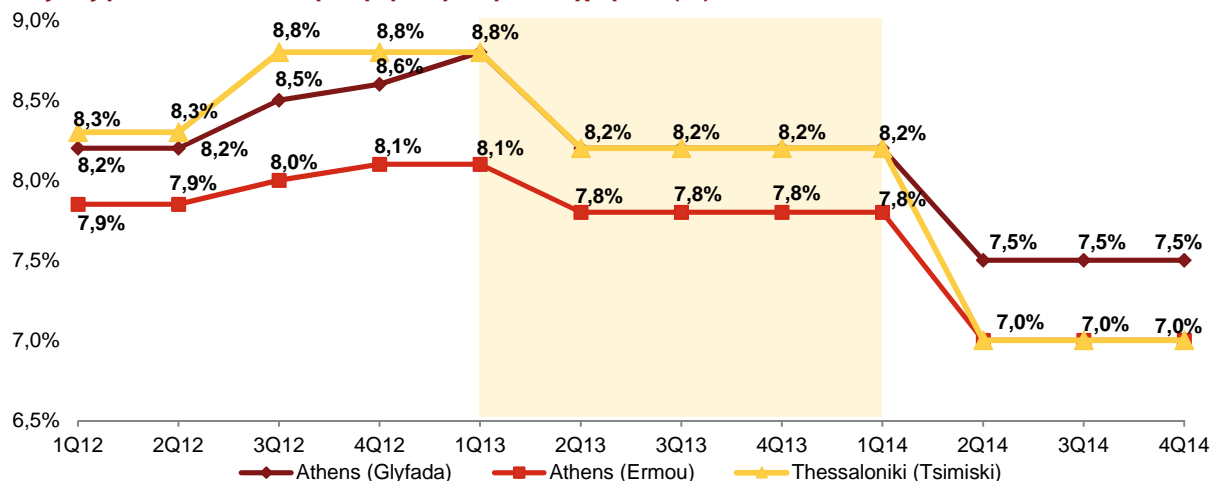
- Η προσφορά για επαγγελματικά γραφεία έχει συρρικνωθεί, ενώ δεν αναμένεται η κατασκευή νέων ή ανακαίνιση ήδη υπαρχόντων γραφειακών χώρων.
- Ειδικότερα, η κατασκευή νέων γραφειακών χώρων χαρακτηρίζεται από στασιμότητα για τους ακόλουθους κυρίως λόγους:
  - › Εξαιρετικά δύσκολη εξεύρεση χρηματοδότησης υπό τις παρούσες οικονομικές συνθήκες,
  - › Χαμηλά επίπεδα πληρότητας που αναμένεται να συνεχιστούν στο άμεσο χρονικό διάστημα.
- Η αγορά απαρτίζεται κατά κύριο λόγο από Έλληνες επενδυτές, τόσο αγοραστές όσο και πωλητές, μιας και το κύριο επενδυτικό ενδιαφέρον προσανατολίζεται σε πιο σταθερές ευρωπαϊκές αγορές όπου ο κίνδυνος είναι εμφανώς χαμηλότερος και οι προσδοκίες απόδοσης πιο ελκυστικές.



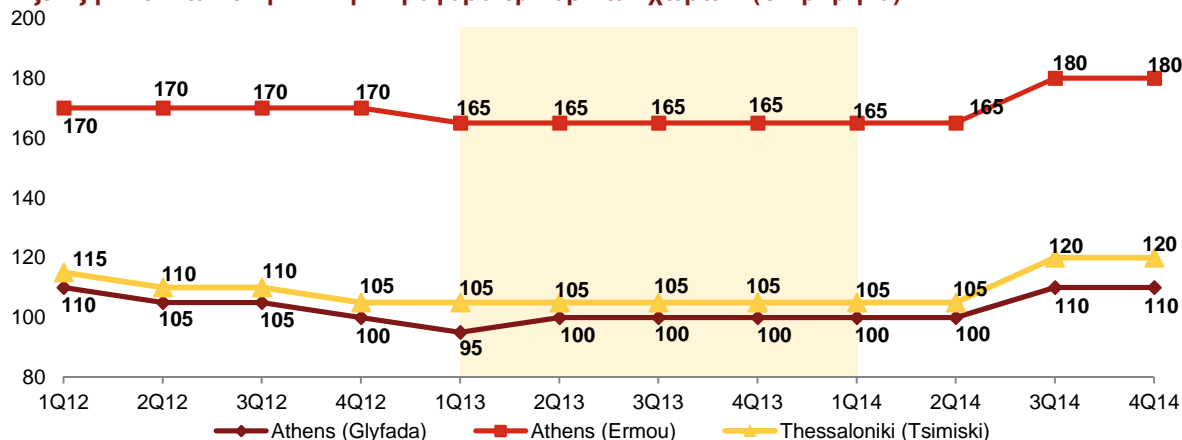
## Ελληνική αγορά εμπορικών ακινήτων

**Κύρια Σημεία** – Ενώ οι προοπτικές για την οικονομία έχουν βελτιωθεί, η πολιτική αβεβαιότητα σε συνδυασμό με την αναμενόμενη μείωση των μελλοντικών δαπανών καθώς και των πρόσθετων φορολογικών επιβαρύνσεων ενδέχεται να περιορίσουν σημαντικά την εγχώρια ζήτηση και τις καταναλωτικές δαπάνες βραχυπρόθεσμα.

### Εξέλιξη αποδόσεων στην αγορά εμπορικών χώρων (%)



### Εξέλιξη Ενοικίων στην Ελληνική αγορά εμπορικών χώρων (€/τ.μ./μήνα)



Πηγή: Marketbeat Country Snapshots Cushman & Wakefield LLP

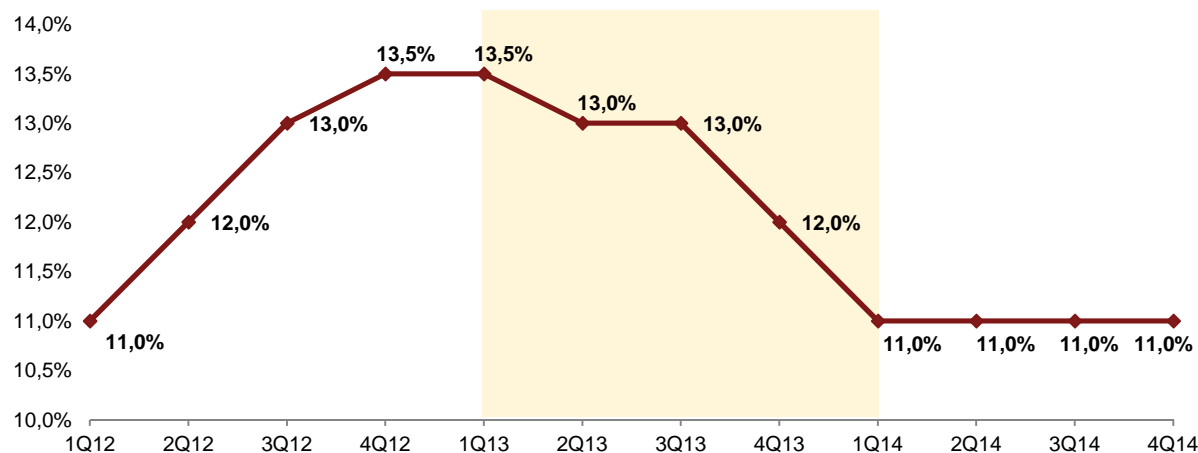
### Περιγραφή της αγοράς εμπορικών χώρων

- Ακολουθώντας την τάση των προηγούμενων τριμήνων, η ζήτηση είναι ισχυρότερη για μικρούς χώρους σε προνομιακές οδούς και εμπορικά κέντρα, με κυριότερους μισθωτές από τον χώρο εστίασης. Μεσαίου μεγέθους εμπορικοί χώροι, οι οποίοι είχαν μισθωθεί από τραπεζικά καταστήματα και εγκαταλείφθηκαν το τελευταίο τρίμηνο του 2014, αναπληρώθηκαν σχετικά εύκολα. Παρατηρείται ωστόσο περιορισμένη ζήτηση για μεγαλύτερους χώρους.
- Το επενδυτικό κλίμα βελτιώνεται σταδιακά, αν και αυτό δεν έχει ακόμη μεταφραστεί σε σημαντική ανάκαμψη στον τομέα της επενδυτικής δραστηριότητας.
- Παρά τις υψηλές προσδοκώμενες αποδόσεις, πολλοί εγχώριοι επενδυτές στοχεύουν σε ευκαιρίες στο εξωτερικό, όπου ο κίνδυνος θεωρείται χαμηλότερος. Μερικά διεθνή επενδυτικά σχήματα είναι ενεργά και αναζητούν ευκαιρίες, αν και η ζήτηση εξακολουθεί να είναι εξαιρετικά επιλεκτική.

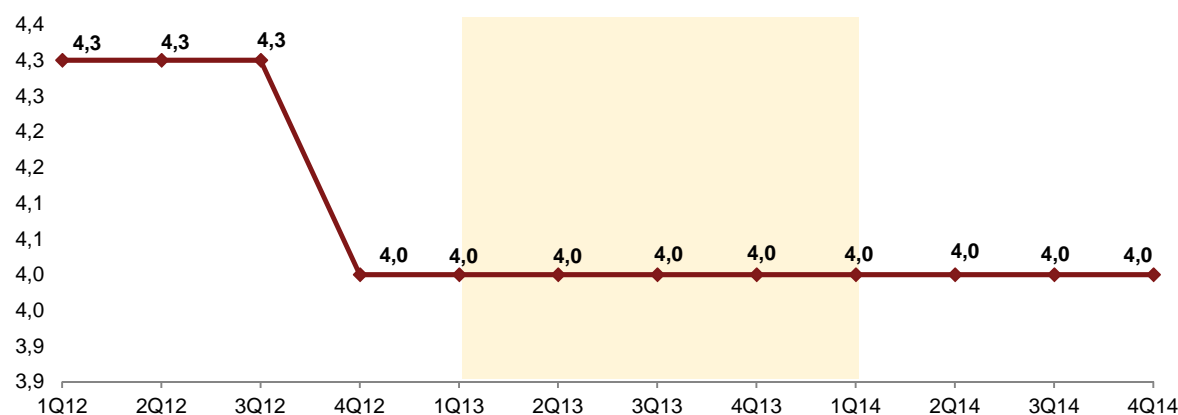
## Ελληνική αγορά επαγγελματικών / βιομηχανικών χώρων

**Κύρια Σημεία** – Η ζήτηση και η προσφορά παραμένουν σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα. Η κατασκευαστική δραστηριότητα έχει περιοριστεί δεδομένης και της έλλειψης δυνατότητας χρηματοδότησης.

Εξέλιξη Αποδόσεων στην αγορά επαγγελματικών χώρων (%)



Εξέλιξη ενοικίων στην ελληνική αγορά επαγγελματικών χώρων (€/τ.μ./μήνα)



### Περιγραφή της αγοράς επαγγελματικών χώρων

- Οποιαδήποτε δραστηριότητα αναφορικά με τη μίσθωση χώρων πηγάζει κατά κύριο λόγο από τους υφιστάμενους μισθωτές, οι οποίοι επιδιώκουν να εκμεταλλευτούν την παρούσα οικονομική συγκυρία είτε:
  - › Επαναδιαπραγματεύονται τους όρους των υφιστάμενων συμβάσεων μίσθωσης, με στόχο την εξασφάλιση χαμηλότερου ενοικίου, ή
  - › Μισθώνουν νέους χώρους με ευνοϊκότερους όρους.
- Υπάρχει πολύ περιορισμένο ενδιαφέρον στην αγορά επαγγελματικών χώρων, δεδομένης της εύθραυστης οικονομικής συγκυρίας.
- Οι αρχές προωθούν διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που στοχεύουν στη βελτίωση του ανταγωνισμού και ενθάρρυνση της καινοτομίας, γεγονός που μακροπρόθεσμα ενδέχεται να επηρεάσει θετικά την δραστηριότητα στην αγορά επαγγελματικών / βιομηχανικών χώρων.

Πηγή: Marketbeat Country Snapshots Cushman & Wakefield LLP

## Νομικό Καθεστώς Α.Ε.Ε.Α.Π.

*Κύρια Σημεία – Θέσπιση νέου ευνοϊκού νομικού καθεστώτος.*

Οι νόμοι 4141/2013, 4209/2013 και 4281/2014, βελτίωσαν το νομικό καθεστώς που διέπει τις Ελληνικές Α.Ε.Ε.Α.Π. στους ακόλουθους τομείς:

1

**Μεγαλύτερος επενδυτικός ορίζοντας, επιτρέποντας επενδύσεις σε:**

- Οικιστικά ακίνητα, τουριστικά ακίνητα, μαρίνες, κτλ
- Μακροχρόνιες παραχωρήσεις
- Ανάπτυξη ακινήτων

2

**Επενδυτική ευελιξία μέσω επένδυσης σε:**

- Κοινοπραξίες για την απόκτηση ή την ανάπτυξη ακινήτων / **ελάχιστο μερίδιο 25%**
- Εταιρίες ειδικού σκοπού οι οποίες να έχουν το ίδιο αντικείμενο με τις Α.Ε.Ε.Α.Π. / **ελάχιστο μερίδιο 80%**
- Εταιρίες συμμετοχών που να κατέχουν μετοχές των παραπάνω ΕΕΣ / **ελάχιστο μερίδιο 80%**

3

**Επιπλέον, οι Α.Ε.Ε.Α.Π.:**

- Μπορούν να δανειστούν κεφάλαια έως και 75% του συνολικού ενεργητικού τους (προηγουμένως 50%) από όλα τα είδη χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (στο παρελθόν μόνο από τις τράπεζες)
- Μπορούν να συστήσουν ειδικά οχήματα χρηματοδότησης
- Μπορούν να αποκτήσουν περιουσιακά στοιχεία από τους μετόχους τους με ποσοστό συμμετοχής άνω του 5% (στο παρελθόν απαγορευόταν), υπό ορισμένες προϋποθέσεις οι οποίες ενισχύουν την διαφάνεια των συναλλαγών.
- Είναι υποχρεωμένες να διανέμουν τουλάχιστον το 50% των καθαρών κερδών τους (στο παρελθόν 35%)
- Ενισχύθηκε η εποπτεία από τις ρυθμιστικές αρχές καθώς και οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, διασφαλίζοντας μεγαλύτερη διαφάνεια

## Φορολογικό Καθεστώς Α.Ε.Ε.Α.Π.

**Κύρια Σημεία** –Οι ΑΕΕΑΠ στην Ελλάδα απολαμβάνουν ένα ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρικές μορφές, συμπεριλαμβανομένων μια σειρά από φοροαπαλλαγές, όπως στα κεφαλαιακά κέρδη και στους φόρους από μερίσματα.

Φόροι Α.Ε.Ε.Α.Π.	Α.Ε.Ε.Α.Π.	VS.	Άλλες Εταιρικές μορφές
1 Φόρος εισοδήματος	<ul style="list-style-type: none"> <li>0,105% στον μέσο όρο της εύλογης αξίας των επενδυτικών ακινήτων και των διαθέσιμων για δύο εξάμηνα <sup>1</sup></li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>26% επί των κερδών</li> </ul>
2 Φόρος μεταβίβασης ακινήτων	<ul style="list-style-type: none"> <li>Μηδενικός</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>3% φόρος μεταβίβασης ακινήτων</li> </ul>
3 Φόρος καταχώρησης	<ul style="list-style-type: none"> <li>0,175% επί της αγοραίας τιμής του περιουσιακού στοιχείου</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>0,475% επί της αγοραίας τιμής του περιουσιακού στοιχείου</li> </ul>
4 Κεφαλαιακά κέρδη	<ul style="list-style-type: none"> <li>Μηδενικός</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>26% ως φορολογητέο εισόδημα</li> </ul>
5 Φόρος επί των μερισμάτων	<ul style="list-style-type: none"> <li>Μηδενικός</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>10% επί των μερισμάτων</li> </ul>

<sup>1</sup> Τύπος φορολόγησης = 10% \* (Επιτόκιο Αναφοράς ΕΚΤ + 1,0%)



# Επισκόπηση Εταιριών

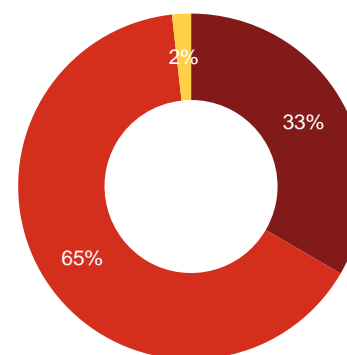
	<b>Επισκόπηση Εταιριών</b>	<b>25</b>
3	Παρουσίαση Εταιριών	26
4	Οικονομική Επισκόπηση	31

## Εθνική ΠΑΝΓΑΙΑ Α.Ε.Ε.Α.Π.

**Κύρια σημεία** – Η Εθνική ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ δραστηριοποιείται στις επενδύσεις ακίνητης περιουσίας τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Το χαρτοφυλάκιο των επενδυτικών ακινήτων της Εταιρίας αποτελείται κυρίως από γραφειακούς χώρους και καταστήματα.

- Η Εθνική ΠΑΝΓΑΙΑ Ανώνυμη Εταιρία Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία δραστηριοποιείται στον κλάδο επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία κατά τα προβλεπόμενα στο άρθρο 22 του ν. 2778/1999, όπως αυτό εκάστοτε ισχύει.
- Η Εταιρία μαζί με τις θυγατρικές της δραστηριοποιείται στις επενδύσεις ακίνητης περιουσίας τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Ειδικότερα, η Εταιρία έχει δύο θυγατρικές στην Ελλάδα, την MIG Real Estate Α.Ε.Ε.Α.Π. κατά 96,94% και την Καρελά Α.Ε. κατά 100%. Η Εταιρία, επίσης, δραστηριοποιείται στην Ιταλία μέσω των δυο θυγατρικών Nash S.r.L. και Picasso – Fondo Comune di Investimento Immobiliare Speculativo di Tipo Chiuso ad Investitori Qualificati όπως επίσης και στην Ρουμανία μέσω της θυγατρικής της MIG Real Estate, Egnatia Properties S.A.
- Η έδρα της Εταιρίας βρίσκεται στην Ελλάδα, στην Αθήνα επί της οδού Καραγεώργη Σερβίας 6, Σύνταγμα.
- Το χαρτοφυλάκιο των επενδυτικών ακινήτων του ομίλου ΠΑΝΓΑΙΑ αποτελείται από γραφειακούς χώρους και καταστήματα κατά 98,7% καθώς και από ένα γεωτεμάχιο με κτήρια μεικτής χρήσης στην περιοχή Torvaianica στην Ιταλία μέσω της θυγατρικής Nash S.r.L. Επίσης, η Εταιρία έχει στην κατοχή της δύο αποθηκευτικούς χώρους στην περιοχή της Αττικής. Ο συνολικός αριθμός ακινήτων της Εταιρίας ανέρχεται σε 278.
- Ο κύριος μισθωτής των ακινήτων της ΠΑΝΓΑΙΑ είναι η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, παρέχοντας περίπου το 74% των εσόδων από ενοίκια για το 2014.
- Κατά την διάρκεια του 2013, η ΠΑΝΓΑΙΑ προχώρησε σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ύψους €145,7 εκ. την οποία κάλυψαν κατά 49,5% και 51,5% η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος και η Invel Real Estate αντίστοιχα. Στην συνέχεια η ΕΤΕ πώλησε και μεταβίβασε ποσοστό 56,01% της συμμετοχής της στην ΠΑΝΓΑΙΑ στην Invel Real Estate, διαμορφώνοντας την τελική μετοχική σύνθεση σε 66% Invel και 34% ΕΤΕ.
- Η μετοχική σύνθεση, η οποία παρουσιάζεται στο παρακάτω γράφημα, διαμορφώθηκε μετά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου €13,4 εκ., η οποία πραγματοποιήθηκε τον Αύγουστο του 2014 στο πλαίσιο εξαγοράς μετοχών της MIG Real Estate Α.Ε.Ε.Α.Π.

**Πανγαία - Μετοχική σύνθεση την 31.01.2015**



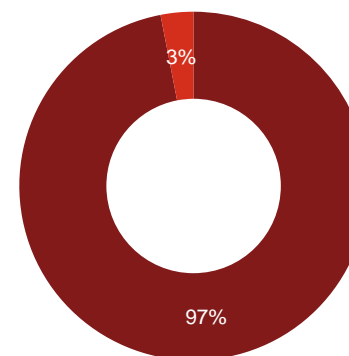
■ Εθνική Τράπεζα Ελλάδος ■ Invel Real Estate ■ Λοιποί μέτοχοι

## MIG Real Estate A.E.E.A.Π.

**Κύρια σημεία** – Η MIG Real Estate ΑΕΕΑΠ δραστηριοποιείται στη διαχείριση χαρτοφυλακίου Ακίνητης Περιουσίας στην Ελλάδα και στη Ρουμανία. Το χαρτοφυλάκιο το οποίο έχει στην κυριότητα της αποτελείται από εμπορικά ακίνητα τα οποία βρίσκονται στις κύριες αστικές περιοχές της Ελλάδας.

- Η Εταιρία ιδρύθηκε το 1999 υπό την επωνυμία «ΑΤΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΕΩΣ ΚΑΙ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ – ΤΕΧΝΙΚΗ - ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ - ΕΜΠΟΡΙΚΗ – ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ - ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ – ΑΓΡΟΤΙΚΗ – ΛΑΤΟΜΙΚΗ» και τον διακριτικό τίτλο «ΑΤΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε.». Σήμερα η επωνυμία της Εταιρίας είναι «MIG REAL ESTATE ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ», ο διακριτικός της τίτλος «MIG REAL ESTATE Α.Ε.Ε.Α.Π.». Η έδρα της Εταιρίας είναι στο Δήμο Αθηναίων επί της οδού Τζώρτζ 4.
- Από τις 13.12.2007, ημερομηνία κατά την οποία έλαβε σχετική άδεια λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η Εταιρία λειτουργεί ως εταιρία με αποκλειστικό σκοπό τις επενδύσεις σε ακίνητα και διέπεται από τις διατάξεις των άρθρων 21 - 31 του Ν. 2778/1999 «Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας – Εταιρίες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και άλλες διατάξεις», ως ισχύει, καθώς και από τις διατάξεις του κ.ν. 2190/1920.
- Η MIG Real Estate έχει μια θυγατρική, την Egnatia Properties, στην Ρουμανία, της οποίας κατέχει το 99,96% του μετοχικού κεφαλαίου.
- Η «MIG REAL ESTATE ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ» δραστηριοποιείται στη διαχείριση χαρτοφυλακίου Ακίνητης Περιουσίας στην Ελλάδα. Το χαρτοφυλάκιο το οποίο έχει στην κυριότητα της αποτελείται από 36 εμπορικά ακίνητα τα οποία βρίσκονται στις κύριες αστικές περιοχές της Ελλάδας και, πιο συγκεκριμένα, από γραφεία και καταστήματα, με τον κύριο όγκο να βρίσκεται στην Αττική.
- Όσον αφορά τους μισθωτές, η MIG δείχνει λιγότερη συγκέντρωση σε τραπεζικά καταστήματα απ' ό,τι η ΠΑΝΓΑΙΑ, έχοντας 7 ακίνητα μισθωμένα στην Τράπεζα Πειραιώς και 1 στην Alpha Bank.
- Η μετοχική σύνθεση που παρουσιάζεται στο παρακάτω γράφημα, προέκυψε μετά την Δημόσια Πρόταση της ΠΑΝΓΑΙΑ για την εξαγορά των υπολειπόμενων μετοχών της MIG Real Estate.

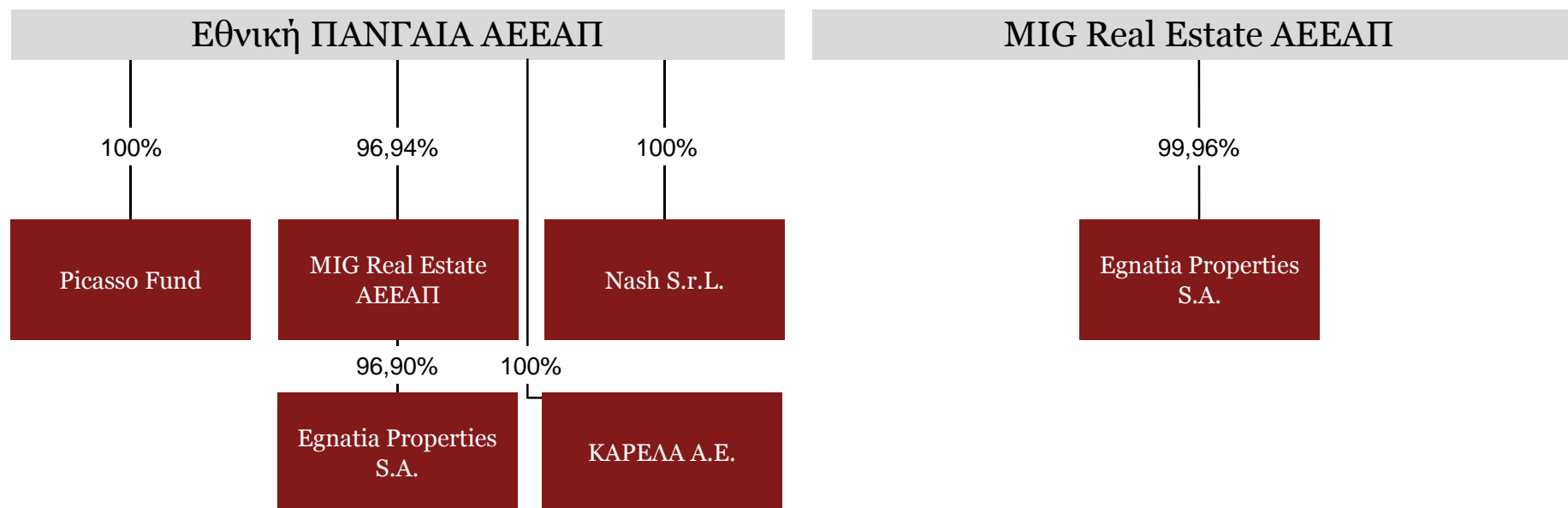
MIG Real Estate - Μετοχική σύνθεση την 31.01.2015



■ Εθνική Πανγαία ■ Λοιποί μέτοχοι / Free float

## Δομή Ομίλων

**Κύρια σημεία** – Η ΠΑΝΓΑΙΑ έχει 5 θυγατρικές, την MIGRE και την Καρελά στην Ελλάδα, τις Picasso fund και Nash στην Ιταλία και την Egnatia Properties στην Ρουμανία.



## Γεωγραφική κατανομή ακινήτων Εταιριών στην Ελλάδα

### Υπόλοιπο Μακεδονίας (ΠΑΝΓΑΙΑ)

Αριθμός ακινήτων: 26  
Αγοραία αξία: €39,26 εκ.

### Υπόλοιπο Μακεδονίας (MIGRE)

Αριθμός ακινήτων: 1  
Αγοραία αξία: €180 χιλ.

### Ήπειρος (ΠΑΝΓΑΙΑ)

Αριθμός ακινήτων: 5  
Αγοραία αξία: €7,18 εκ.

### Θεσσαλία (ΠΑΝΓΑΙΑ)

Αριθμός ακινήτων: 11  
Αγοραία αξία: €43,38 εκ.

### Θεσσαλία (MIGRE)

Αριθμός ακινήτων: 2  
Αγοραία αξία: €1,39 εκ.

### Ρουμανία (MIGRE)

Αριθμός ακινήτων: 2  
Αγοραία αξία: €6,87 εκ.

### Ιταλία (ΠΑΝΓΑΙΑ)

Αριθμός ακινήτων: 3  
Αγοραία αξία: €149,10 εκ.

### Κεντρική Ελλάδα (ΠΑΝΓΑΙΑ)

Αριθμός ακινήτων: 21  
Αγοραία αξία: €26,79 εκ.

### Πελοπόννησος (ΠΑΝΓΑΙΑ)

Αριθμός ακινήτων: 30  
Αγοραία αξία: €44,72 εκ.

### Θράκη (ΠΑΝΓΑΙΑ)

Αριθμός ακινήτων: 8  
Αγοραία αξία: €12,37 εκ.

### Θεσσαλονίκη (ΠΑΝΓΑΙΑ)

Αριθμός ακινήτων: 19  
Αγοραία αξία: €81,88 εκ.

### Θεσσαλονίκη (MIGRE)

Αριθμός ακινήτων: 4  
Αγοραία αξία: €1,41 εκ.

### Υπόλοιπο Αττικής (ΠΑΝΓΑΙΑ)

Αριθμός ακινήτων: 10  
Αγοραία αξία: €137,69 εκ.

### Αθήνα (ΠΑΝΓΑΙΑ)

Αριθμός ακινήτων: 95  
Αγοραία αξία: €631,27 εκ.

### Αθήνα (MIGRE)

Αριθμός ακινήτων: 22  
Αγοραία αξία: €37,63 εκ.

### Πειραιάς (ΠΑΝΓΑΙΑ)

Αριθμός ακινήτων: 16  
Αγοραία αξία: €82,97 εκ.

### Πειραιάς (MIGRE)

Αριθμός ακινήτων: 4  
Αγοραία αξία: €3,01 εκ.

### Ελληνικά Νησιά (ΠΑΝΓΑΙΑ)

Αριθμός ακινήτων: 30  
Αγοραία αξία: €59,4 εκ.

### Ελληνικά Νησιά (MIGRE)

Αριθμός ακινήτων: 1  
Αγοραία αξία: €990 χιλ.

## Γεγονότα που οδήγησαν στην επικείμενη Συναλλαγή

**Κύρια Σημεία** – Η Εθνική ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ απέκτησε μέσω δυο ξεχωριστών συναλλαγών τον Αύγουστο του 2014 ποσοστό περίπου 83% της MIGRE, ενώ μέσω της υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης απέκτησε επιπλέον 13,86%.

### Χρονοδιάγραμμα της Συναλλαγής



- Η MIG Holdings μεταβίβασε στην ΠΑΝΓΑΙΑ μέσω προσυμφωνημένης χρηματιστηριακής συναλλαγής πακέτο (trade block) το σύνολο των μετοχών της MIG Real Estate ΑΕΕΑΠ που κατείχε, ήτοι 4.920.000 (34,96%) έναντι τιμήματος €2,5 ανά μετοχή.
- Η ΠΑΝΓΑΙΑ σύνηψε Συμφωνία Πλαίσιο με την κυπριακή εταιρία Medscope Holdings Ltd, τον κ. Νικόλαο Ιωάννη Γουλανδρή και τον κ. Ηλία Βολονάση (οι «Πωλητές Μέτοχοι») αναφορικά με τη μεταβίβαση προς τον Προτείνοντα των μετοχών που κατείχαν στην MIG Real Estate ΑΕΕΑΠ. Συγκεκριμένα, δυνάμει της εν λόγω Συμφωνίας, οι Πωλητές Μέτοχοι μεταβίβασαν μέσω εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών στην ΠΑΝΓΑΙΑ το σύνολο των μετοχών που κατείχαν στην MIG Real Estate ΑΕΕΑΠ, ήτοι 6.734.011 μετοχές, οι οποίες αντιπροσωπεύουν περίπου το 47,85% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου, ως εισφορά εις είδος με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της ΠΑΝΓΑΙΑ ύψους €20.862.096,70 με έκδοση 3.348.651 νέων μετοχών με τιμή διάθεσης €6,23 εκάστης και με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των υφιστάμενων μετόχων. Η αξία των μετοχών της MIGRE προσδιορίστηκε στο ποσό €3,10 ανά εισφερόμενη μετοχή.



## Εθνική ΠΑΝΓΑΙΑ Α.Ε.Ε.Α.Π. – Ιστορικά Οικονομικά Στοιχεία

### NBG PANGAEA ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

σε € 000	31.12.2013	31.12.2014	31.01.2015*
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			
Επενδύσεις σε ακίνητα	930.879	1.407.659	1.404.201
Συμμετοχή σε θυγατρικές	-	-	-
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	1.433	4.334	4.487
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	245	216	214
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	-	11.737	11.773
<b>Σύνολο</b>	<b>932.557</b>	<b>1.423.946</b>	<b>1.420.675</b>
Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις	19.698	87.118	86.221
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	158.291	125.638	128.872
<b>Σύνολο</b>	<b>177.989</b>	<b>212.756</b>	<b>215.093</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>1.110.546</b>	<b>1.636.702</b>	<b>1.635.768</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
Μετοχικό Κεφάλαιο	735.712	765.193	765.193
Διαφορά Υπέρ το Άρτιο	-	15.890	15.890
Αποθεματικά	326.973	326.953	326.893
Κέρδη/(Ζημιές) εις νέον	(26.502)	151.038	153.458
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	-	1.362	1.262
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>1.036.183</b>	<b>1.260.436</b>	<b>1.262.696</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
Δανειακές υποχρεώσεις	51.390	320.054	320.181
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	26	251	251
Αναβαλλόμενες Φορολογικές υποχρεώσεις	-	382	300
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	9.183	6.497	5.632
<b>Σύνολο</b>	<b>60.599</b>	<b>327.184</b>	<b>326.364</b>
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	7.932	32.328	29.806
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	2.267	12.846	13.746
Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα	2.783	3.042	3.011
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	782	866	145
<b>Σύνολο</b>	<b>13.764</b>	<b>49.082</b>	<b>46.708</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>74.363</b>	<b>376.266</b>	<b>373.072</b>
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων</b>	<b>1.110.546</b>	<b>1.636.702</b>	<b>1.635.768</b>

\*pro forma / μη ελεγμένα

Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις, Ισοζύγια

**Κύρια σημεία** – Εντός του 2014, η αξία των επενδύσεων του ομίλου σε ακίνητα αυξήθηκε κατά €476,8 εκ. σε σχέση με τον προηγούμενο χρόνο, ενώ προέβη σε έκδοση ομολογιακού δανείου ύψους €237,5 εκ.

### Επισκόπηση υφιστάμενης κατάστασης

- Στην ενότητα αυτή παρατίθενται οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας Εθνική ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ και των θυγατρικών της.
- Σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία για τις ΑΕΕΑΠ, οι αξίες των επενδύσεων σε ακίνητα αποτιμώνται στην εύλογη αξία κάθε έξι μήνες από τακτικούς εκτιμητές. Η τελευταία εκτίμηση των ακινήτων της Εταιρίας έγινε από τον τακτικό εκτιμητή στις 31 Δεκεμβρίου 2014.
- Κατά την 31<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2015, οι αξίες των επενδύσεων σε ακίνητα της Εταιρίας αποτιμήθηκαν από τρεις ανεξάρτητους εκτιμητές (Savills, Proprius και Protos). Στο Παράρτημα 8 παρουσιάζονται συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα της εν λόγω άσκησης.
- Τα ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία περιλαμβάνουν τα ιδιοχρησιμοποιούμενα για διοικητικές υπηρεσίες ακίνητα της Εθνική ΠΑΝΓΑΙΑ και της MIGRE που βρίσκονται στην Αθήνα, στις οδούς Καραγεώργη Σερβίας 6 και Τζώρτζ 4 αντίστοιχα.
- Οι λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις περιλαμβάνουν προκαταβολές για την αγορά ακινήτων στη Βουλγαρία και την Κύπρο από εταιρίες του ομίλου Μαρινόπουλος ΑΕ, ύψους €11,6 εκ..
- Για το 2014, οι εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις περιλαμβάνουν €58,17 εκ. καταβληθέν προσωρινό μέρισμα το οποίο ενώ έχει εκταμειωθεί, δεν έχει εγκριθεί από τη γενική συνέλευση της Εταιρίας.

## Εθνική ΠΑΝΓΑΙΑ Α.Ε.Α.Π. – Ιστορικά Οικονομικά Στοιχεία (συνέχεια)

### NBG PANGAEA ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

σε € 000	31.12.2013	31.12.2014	31.01.2015*
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			
Επενδύσεις σε ακίνητα	930.879	1.407.659	1.404.201
Συμμετοχή σε θυγατρικές	-	-	-
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	1.433	4.334	4.487
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	245	216	214
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	-	11.737	11.773
<b>Σύνολο</b>	<b>932.557</b>	<b>1.423.946</b>	<b>1.420.675</b>
Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις	19.698	87.118	86.221
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	158.291	125.638	128.872
<b>Σύνολο</b>	<b>177.989</b>	<b>212.756</b>	<b>215.093</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>1.110.546</b>	<b>1.636.702</b>	<b>1.635.768</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
Μετοχικό Κεφάλαιο	735.712	765.193	765.193
Διαφορά Υπέρ το Άρτιο	-	15.890	15.890
Αποθεματικά	326.973	326.953	326.893
Κέρδη/(Ζημιές) εις νέον	(26.502)	151.038	153.458
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	-	1.362	1.262
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>1.036.183</b>	<b>1.260.436</b>	<b>1.262.696</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
Δανειακές υποχρεώσεις	51.390	320.054	320.181
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	26	251	251
Αναβαλλόμενες Φορολογικές υποχρεώσεις	-	382	300
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	9.183	6.497	5.632
<b>Σύνολο</b>	<b>60.599</b>	<b>327.184</b>	<b>326.364</b>
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	7.932	32.328	29.806
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	2.267	12.846	13.746
Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα	2.783	3.042	3.011
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	782	866	145
<b>Σύνολο</b>	<b>13.764</b>	<b>49.082</b>	<b>46.708</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>74.363</b>	<b>376.266</b>	<b>373.072</b>
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων</b>	<b>1.110.546</b>	<b>1.636.702</b>	<b>1.635.768</b>

\*pro forma / μη ελεγμένα

Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις, Ισοζύγια

**Κύρια σημεία** – Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρίας περιλαμβάνει 187.949.678 κοινές ονομαστικές μετά ψήφου μετοχές ονομαστικής αξίας €4,0 εκάστη και 3.348.651 κοινές εξαγοράσιμες μετά ψήφου μετοχές ονομαστικής αξίας €4,0 εκάστη.

### Επισκόπηση υφιστάμενης κατάστασης (συνέχεια)

- Με βάση τη χρονική απεικόνιση των πελατών και εμπορικών απαιτήσεων του ομίλου, απαιτήσεις ύψους €559 χιλ. είναι ληξιπρόθεσμες για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο των 241 ημερών.
- Κατά την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2014, το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρίας περιλαμβάνει 187.949.678 κοινές ονομαστικές μετά ψήφου μετοχές ονομαστικής αξίας €4,0 εκάστη και 3.348.651 κοινές εξαγοράσιμες μετά ψήφου μετοχές ονομαστικής αξίας €4,0 εκάστη και με αξία εξαγοράς €7,16 εκάστη.
- Σύμφωνα με το καταστατικό της Εταιρίας, το δικαίωμα εξαγοράς τους είναι δυνατόν να εξασκηθεί μετά την 30η Μαρτίου 2015 στην περίπτωση που δεν έχουν εισαχθεί οι μετοχές της ΠΑΝΓΑΙΑ στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Επίσης, εάν οι μετοχές της τελευταίας δεν έχουν εισαχθεί στο ΧΑ μέχρι την 30η 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 30η 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.

## Εθνική ΠΑΝΓΑΙΑ Α.Ε.Ε.Π. – Ιστορικά Οικονομικά Στοιχεία (συνέχεια)

### NBG PANGAEA ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

σε € 000	31.12.2013	31.12.2014	31.01.2015*
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			
Επενδύσεις σε ακίνητα	930.879	1.407.659	1.404.201
Συμμετοχή σε θυγατρικές	-	-	-
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	1.433	4.334	4.487
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	245	216	214
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	-	11.737	11.773
<b>Σύνολο</b>	<b>932.557</b>	<b>1.423.946</b>	<b>1.420.675</b>
Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις	19.698	87.118	86.221
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	158.291	125.638	128.872
<b>Σύνολο</b>	<b>177.989</b>	<b>212.756</b>	<b>215.093</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>1.110.546</b>	<b>1.636.702</b>	<b>1.635.768</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
Μετοχικό Κεφάλαιο	735.712	765.193	765.193
Διαφορά Υπέρ το Άρτιο	-	15.890	15.890
Αποθεματικά	326.973	326.953	326.893
Κέρδη/(Ζημιές) εις νέον	(26.502)	151.038	153.458
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	-	1.362	1.262
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>1.036.183</b>	<b>1.260.436</b>	<b>1.262.696</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
Δανειακές υποχρεώσεις	51.390	320.054	320.181
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	26	251	251
Αναβαλλόμενες Φορολογικές υποχρεώσεις	-	382	300
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	9.183	6.497	5.632
<b>Σύνολο</b>	<b>60.599</b>	<b>327.184</b>	<b>326.364</b>
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	7.932	32.328	29.806
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	2.267	12.846	13.746
Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα	2.783	3.042	3.011
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	782	866	145
<b>Σύνολο</b>	<b>13.764</b>	<b>49.082</b>	<b>46.708</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>74.363</b>	<b>376.266</b>	<b>373.072</b>
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων</b>	<b>1.110.546</b>	<b>1.636.702</b>	<b>1.635.768</b>

\*pro forma / μη ελεγμένα

Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις, Ισοζύγια

**Κύρια σημεία** – Η εταιρία Καρελά ΑΕ, θυγατρική εταιρία του ομίλου ΠΑΝΓΑΙΑ, έχει συνάψει τρεις συμβάσεις ανταλλαγής επιτοκίων (interest rate swaps) με την τράπεζα Πειραιώς, την Εμπορική και Εθνική τράπεζα.

### Επισκόπηση υφιστάμενης κατάστασης (συνέχεια)

- Οι δανειακές υποχρεώσεις αφορούν κυρίως ομολογιακό δάνειο ύψους €237,5 εκ. το οποίο εξέδωσε η Εταιρία τον Αύγουστο του 2014.
- Βάσει του ΔΛΠ 19, οι Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία έχουν προσδιοριστεί μέσω αναλογιστικής μελέτης, την οποία και λάβαμε από την Εταιρία.
- Στις λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις συγκαταλέγονται €3,3 εκ. προκαταβολές μισθωμάτων και €3,2 εκ. μακροπρόθεσμες εγγυήσεις.
- Στο κονδύλι προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις περιλαμβάνεται ποσό €9,4 εκ. σχετικά με υποχρεώσεις από φόρους τέλη και, πιο συγκεκριμένα, χαρτόσημο μισθωμάτων και πρόβλεψη για τον ΕΝΦΙΑ, ενώ ποσό €2,8 εκ. αφορά υποχρεώσεις προς τους προμηθευτές του ομίλου. Το παραπάνω υπόλοιπο εμφανίζεται αυξημένο σε σχέση με τις προηγούμενες χρήσεις λόγω της αύξησης του αριθμού των επενδυτικών ακινήτων. Επιπλέον, στον εν λόγω λογαριασμό έχει συμπεριληφθεί ποσό €2,8 εκ. που αφορά κυρίως δεδουλευμένους τόκους ομολογιακών δανειών.
- Τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα αφορούν συμβάσεις ανταλλαγής επιτοκίων (interest rate swaps) που έχει συνάψει η εταιρία Καρελά ΑΕ, θυγατρική εταιρία του ομίλου ΠΑΝΓΑΙΑ. Την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2014, το ονομαστικό κεφάλαιο των συμβάσεων ανταλλαγής επιτοκίων ανέρχονταν σε €49,2 εκ.

## Εθνική ΠΑΝΓΑΙΑ Α.Ε.Ε.Π. – Ιστορικά Οικονομικά Στοιχεία (συνέχεια)

### NBG PANGAEA ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

σε € 000	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Εσοδα από μισθώματα	70.024	79.166	93.054
Άμεσα έξοδα σχετιζόμενα με επενδύσεις σε ακίνητα	(2.654)	(2.850)	(6.718)
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού	(510)	(484)	(1.287)
Λοιπά έσοδα	-	921	4.472
Λοιπά έξοδα	(393)	(435)	(1.435)
<b>ΚΠΦΤΑ</b>	<b>66.467</b>	<b>76.318</b>	<b>88.086</b>
% περιθώριο	95%	96%	95%
Αποσβέσεις	(41)	(43)	(52)
<b>ΚΠΦΤ (προ αναπροσαρμογών)</b>	<b>66.426</b>	<b>76.275</b>	<b>88.034</b>
% περιθώριο	95%	96%	95%
Καθαρό κέρδος / (ζημιά) από αναπροσαρμογή επενδύσεων σε ακίνητα σε εύλογη αξία	(50.416)	(101.988)	98.651
Καθαρή μεταβολή στην εύλογη αξία χρηματοοικονομικών μέσων	-	293	(125)
<b>ΚΠΦΤ</b>	<b>16.010</b>	<b>(25.420)</b>	<b>186.560</b>
Έσοδα από τόκους	5.522	5.510	3.233
Χρηματοοικονομικά έξοδα	-	(4.032)	(10.693)
<b>ΚΠΦ</b>	<b>21.532</b>	<b>(23.942)</b>	<b>179.100</b>
Φόρος	(1.747)	(1.666)	(1.482)
<b>Καθαρά κέρδη / (ζημιές)</b>	<b>19.785</b>	<b>(25.608)</b>	<b>177.618</b>

Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις

**Κύρια σημεία** – Η αύξηση των εσόδων από μισθώματα της Εταιρίας (+18%), σε συνδυασμό με το καθαρό κέρδος λόγω της αναπροσαρμογής των επενδύσεων σε ακίνητα στην εύλογη αξία συνέβαλαν στα θετικά αποτελέσματα του ομίλου ΠΑΝΓΑΙΑ το 2014.

### Επισκόπηση υφιστάμενης κατάστασης (συνέχεια)

- Σύμφωνα με τους όρους των συμβάσεων λειτουργικής μίσθωσης των ακινήτων του χαρτοφυλακίου του Ομίλου, η περίοδος μισθώσεων κυμαίνεται, στις περισσότερες περιπτώσεις, μεταξύ 20 και 25 έτη, ενώ για την πλειοψηφία αυτών των μισθώσεων, τα μισθώματα αναπροσαρμόζονται ετησίως βάσει του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή προσαυξημένου κατά 1,0%. Τα έσοδα από μισθώματα αυξήθηκαν κατά 18% το 2014, λόγω της αύξησης του αριθμού των επενδυτικών ακινήτων και ως εκ τούτου των μισθωμάτων.
- Τα Άμεσα έξοδα σχετιζόμενα με επενδύσεις σε ακίνητα περιλαμβάνουν κυρίως φόρους - τέλη ακίνητης περιουσίας ύψους €4 εκ. το 2014 (εκ των οποίων €3,3 εκ. αφορούν πληρωμή ΕΝ.Φ.Ι.Α.). Επιπλέον, περίπου 90% των εξόδων αφορά τα μισθωμένα ακίνητα της Εταιρίας ενώ το 10% κενούς (μη μισθωμένους) χώρους. Ομοίως με τα έσοδα από μισθώματα, τα άμεσα έξοδα αυξήθηκαν το 2014 ως συνέπεια του μεγαλύτερου αριθμού επενδυτικών ακινήτων.
- Οι αποσβέσεις αφορούν τα ιδιοχρησιμοποιούμενα κτίρια και τον εξοπλισμό της Εταιρίας, καθώς οι επενδύσεις σε ακίνητα έχουν αποτιμηθεί στην εύλογη αξία τους.
- Τα Λοιπά έσοδα περιλαμβάνουν αρνητική υπεραξία ύψους €3,6 εκ. από την απόκτηση του 100% των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου Picasso Fund στην Ιταλία τον Μάρτιο του 2014, αλλά και από την απόκτηση της MIGRE σε τιμή χαμηλότερη της εύλογης αξίας των περιουσιακών στοιχείων που αποκτήθηκαν.

## Εθνική ΠΑΝΓΑΙΑ Α.Ε.Ε.Π. – Ιστορικά Οικονομικά Στοιχεία (συνέχεια)

### NBG PANGAEA ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

σε € 000	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Εσοδα από μισθώματα	70.024	79.166	93.054
Άμεσα έξοδα σχετιζόμενα με επενδύσεις σε ακίνητα	(2.654)	(2.850)	(6.718)
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού	(510)	(484)	(1.287)
Λοιπά έσοδα	-	921	4.472
Λοιπά έξοδα	(393)	(435)	(1.435)
<b>ΚΠΦΤΑ</b>	<b>66.467</b>	<b>76.318</b>	<b>88.086</b>
% περιθώριο	95%	96%	95%
Αποσβέσεις	(41)	(43)	(52)
<b>ΚΠΦΤ (προ αναπροσαρμογών)</b>	<b>66.426</b>	<b>76.275</b>	<b>88.034</b>
% περιθώριο	95%	96%	95%
Καθαρό κέρδος / (ζημιά) από αναπροσαρμογή επενδύσεων σε ακίνητα σε εύλογη αξία	(50.416)	(101.988)	98.651
Καθαρή μεταβολή στην εύλογη αξία χρηματοοικονομικών μέσων	-	293	(125)
<b>ΚΠΦΤ</b>	<b>16.010</b>	<b>(25.420)</b>	<b>186.560</b>
Έσοδα από τόκους	5.522	5.510	3.233
Χρηματοοικονομικά έξοδα	-	(4.032)	(10.693)
<b>ΚΠΦ</b>	<b>21.532</b>	<b>(23.942)</b>	<b>179.100</b>
Φόρος	(1.747)	(1.666)	(1.482)
<b>Καθαρά κέρδη / (ζημιές)</b>	<b>19.785</b>	<b>(25.608)</b>	<b>177.618</b>

Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις

**Κύρια σημεία** – Βάσει της τελευταίας εκτίμησης των ακινήτων της Εταιρίας στην εύλογη αξία κατά την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2014, προέκυψε καθαρό κέρδος λόγω αναπροσαρμογής στην εύλογη αξία ύψους €98,7 εκ.

### Επισκόπηση υφιστάμενης κατάστασης (συνέχεια)

- Τα **Λοιπά έξοδα** περιλαμβάνουν αμοιβές μελών Δ.Σ. και Επενδυτικής Επιτροπής ύψους €104 χιλ., αμοιβές τρίτων ποσού €443 χιλ., έξοδα σχετιζόμενα με την απόκτηση επιπλέον συμμετοχής σε θυγατρικές ύψους €121 χιλ. καθώς και λοιπούς φόρους και τέλη ποσού €317 χιλ.
- Βάσει της τελευταίας εκτίμησης των ακινήτων της Εταιρίας στην εύλογη αξία, όπως αυτή πραγματοποιήθηκε από ανεξάρτητο εκτιμητή κατά την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2014, προέκυψε **καθαρό κέρδος** λόγω αναπροσαρμογής στην εύλογη αξία ύψους €98,7 εκ.



## MIG Real Estate A.E.E.A.Π. – Ιστορικά Οικονομικά Στοιχεία

### MIG RE ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

σε € 000	31.12.2013	31.12.2014	31.01.2015*
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			
Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις	1.875	1.861	1.803
Επενδύσεις σε ακίνητα	51.574	52.503	50.004
Συμμετοχές σε θυγατρικές επιχειρήσεις	-	-	-
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	6	11	9
<b>Σύνολο</b>	<b>53.455</b>	<b>54.375</b>	<b>51.815</b>
Βραχυπρόθεσμες Απαιτήσεις	174	297	220
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	3.670	2.857	2.805
<b>Σύνολο</b>	<b>3.844</b>	<b>3.154</b>	<b>3.025</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>57.299</b>	<b>57.529</b>	<b>54.840</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
Μετοχικό Κεφάλαιο	42.222	42.222	42.222
Διαφορά Υπέρ το Άρτιο	2.630	2.630	2.630
Αποθεματικά	3.079	2.714	2.653
Κέρδη/(Ζημιές) εις νέον	(5.593)	(3.625)	(6.044)
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	0,3	-	(0,1)
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>42.338</b>	<b>43.941</b>	<b>41.461</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	134	166	166
Αναβαλλόμενες Φορολογικές υποχρεώσεις	-	322	263
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	11.304	10.076	10.064
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	469	300	300
<b>Σύνολο</b>	<b>11.907</b>	<b>10.864</b>	<b>10.794</b>
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	894	756	726
Φόρος εισοδήματος πληρωτέος	346	154	145
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	1.814	1.814	1.714
<b>Σύνολο</b>	<b>3.054</b>	<b>2.724</b>	<b>2.585</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>14.961</b>	<b>13.588</b>	<b>13.379</b>
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων</b>	<b>57.299</b>	<b>57.529</b>	<b>54.840</b>

\*pro forma / μη ελεγμένα

Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις, Ισοζύγια

**Κύρια σημεία** – Οι επενδύσεις σε ακίνητα της MIGRE αποτιμώνται στην εύλογη αξία, σύμφωνα με το ΔΛΠ 40. Η τελευταία αναπροσαρμογή στην εύλογη αξία πραγματοποιήθηκε την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2014 και το ύψος των εν λόγω επενδύσεων ανέρχονταν σε €52,5 εκ.

### Επισκόπηση υφιστάμενης κατάστασης

- Στην ακόλουθη ενότητα παρατίθενται οι ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις του ομίλου της MIGRE ΑΕΕΑΠ.
- Στις ενσώματες ακίνητοποιήσεις συγκαταλέγονται ιδιοχρησιμοποιούμενα ακίνητα αξίας €1,8 εκ. και αφορά τμήμα του ακινήτου επί της οδού Τζωρτζ 4 στην Αθήνα, το οποίο χρησιμοποιείται ως γραφεία της διοίκησης. Τα ιδιοχρησιμοποιούμενα ακίνητα αποτιμώνται στην αναπόσβεστη αξία τους.
- Οι επενδύσεις σε ακίνητα της MIGRE αποτιμώνται στην εύλογη αξία, σύμφωνα με το ΔΛΠ 40. Η τελευταία αναπροσαρμογή στην εύλογη αξία πραγματοποιήθηκε την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2014 και το ύψος των εν λόγω επενδύσεων ανέρχονταν σε €52,5 εκ.
- Κατά την 31<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2015, οι αξίες των επενδύσεων σε ακίνητα της Εταιρίας αποτιμήθηκαν από την εταιρία ανεξάρτητων εκτιμητών Savills. Στο Παράρτημα 8 παρουσιάζονται συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα της εν λόγω άσκησης.
- Με βάση τη χρονική απεικόνιση των πελατών και εμπορικών απαιτήσεων του ομίλου, απαιτήσεις ύψους €77 χιλ. θεωρούνται αμφιβόλου εισπραξιμότητας καθώς είναι ληξιπρόθεσμες για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο των 360 ημερών.



## MIG Real Estate A.E.E.A.Π. – Ιστορικά Οικονομικά Στοιχεία (συνέχεια)

### MIG RE ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

σε € 000	31.12.2013	31.12.2014	31.01.2015*
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			
Ενσώματες Ακινητοποιήσεις	1.875	1.861	1.803
Επενδύσεις σε ακίνητα	51.574	52.503	50.004
Συμμετοχές σε θυγατρικές επιχειρήσεις	-	-	-
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	6	11	9
<b>Σύνολο</b>	<b>53.455</b>	<b>54.375</b>	<b>51.815</b>
Βραχυπρόθεσμες Απαιτήσεις	174	297	220
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	3.670	2.857	2.805
<b>Σύνολο</b>	<b>3.844</b>	<b>3.154</b>	<b>3.025</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>57.299</b>	<b>57.529</b>	<b>54.840</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
Μετοχικό Κεφάλαιο	42.222	42.222	42.222
Διαφορά Υπέρ το Άρτιο	2.630	2.630	2.630
Αποθεματικά	3.079	2.714	2.653
Κέρδη/(Ζημιές) εις νέον	(5.593)	(3.625)	(6.044)
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	0,3	-	(0,1)
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>42.338</b>	<b>43.941</b>	<b>41.461</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	134	166	166
Αναβαλλόμενες Φορολογικές υποχρεώσεις	-	322	263
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	11.304	10.076	10.064
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	469	300	300
<b>Σύνολο</b>	<b>11.907</b>	<b>10.864</b>	<b>10.794</b>
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	894	756	726
Φόρος εισοδήματος πληρωτέος	346	154	145
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	1.814	1.814	1.714
<b>Σύνολο</b>	<b>3.054</b>	<b>2.724</b>	<b>2.585</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>14.961</b>	<b>13.588</b>	<b>13.379</b>
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων</b>	<b>57.299</b>	<b>57.529</b>	<b>54.840</b>

\*pro forma / μη ελεγμένα

Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις, Ισοζύγια

**Κύρια σημεία** – Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρίας περιλαμβάνει 14.074.000 ονομαστικές μετά ψήφου μετοχές, ονομαστικής αξίας €3,0 εκάστη.

### Επισκόπηση υφιστάμενης κατάστασης (συνέχεια)

- Βάσει του ΔΛΠ 19, οι υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία έχουν προσδιοριστεί μέσω αναλογιστικής μελέτης, την οποία και λάβαμε από την Εταιρία.
- Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρίας κατά την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2014 ανέρχεται στο ποσό των €42,2 εκ. ολοσχερώς καταβεβλημένο και διαιρούμενο σε 14.074.000 ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας €3,0/μετοχή. Κάθε μετοχή της Εταιρίας παρέχει δικαίωμα μίας ψήφου.
- Οι δανειακές υποχρεώσεις περιλαμβάνουν το μακροπρόθεσμο ομολογιακό δάνειο της Εταιρίας αρχικού ποσού €7 εκ. και τρέχοντος υπολοίπου €5,2 εκ. που έχει χορηγηθεί από την Alpha Bank A.E. Όλες οι μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις φέρουν κυμαινόμενο επιτόκιο.
- Το υπόλοιπο των προμηθευτών και λοιπών υποχρεώσεων περιλαμβάνει υπόλοιπα προμηθευτών ποσού €165 χιλ. έσοδα επόμενων χρήσεων ποσού €17 χιλ., παρακρατούμενους φόρους και τέλη ύψους €142 χιλ., ασφαλιστικούς οργανισμούς ποσού €20 χιλ. καθώς και λοιπές υποχρεώσεις ύψους €350 χιλ..

## MIG Real Estate A.E.E.A.Π. – Ιστορικά Οικονομικά Στοιχεία (συνέχεια)

### MIG RE ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

σε € 000	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Εσοδα από μισθώματα	4.453	3.932	3.032
Λειτουργικά έξοδα σχετιζόμενα με επενδύσεις σε ακίνητα	(450)	(369)	(181)
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού	(430)	(437)	(495)
Λοιπά έσοδα	270	228	127
Λοιπά λειτουργικά έξοδα	(488)	(575)	(601)
<b>ΚΠΦΤΑ</b>	<b>3.354</b>	<b>2.779</b>	<b>1.882</b>
% περιθώριο	75%	71%	62%
Αποσβέσεις	(40)	(25)	(23)
<b>ΚΠΦΤ (προ αναπροσαρμογών)</b>	<b>3.314</b>	<b>2.754</b>	<b>1.859</b>
% περιθώριο	74%	70%	61%
Καθαρό κέρδος / (ζημιά) από αναπροσαρμογή επενδύσεων σε ακίνητα σε εύλογη αξία	(12.636)	(2.040)	437
<b>ΚΠΦΤ</b>	<b>(9.322)</b>	<b>714</b>	<b>2.296</b>
Έσοδα από τόκους	140	118	78
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(579)	(433)	(296)
<b>ΚΠΦ</b>	<b>(9.762)</b>	<b>399</b>	<b>2.078</b>
Φόρος	(198)	(291)	(448)
<b>Καθαρά κέρδη / (ζημιές)</b>	<b>(9.960)</b>	<b>108</b>	<b>1.630</b>

Πηγή: Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις

**Κύρια σημεία** – Τα έσοδα από μισθώματα μειώθηκαν κατά 23% το 2014, ενώ τα ΚΠΦΤΑ μειώθηκαν κατά 32%, οδηγώντας το περιθώριο ΚΠΦΤΑ στο 62%.

### Επισκόπηση υφιστάμενης κατάστασης (συνέχεια)

- Τα έσοδα από μισθώματα εμφανίζονται μειωμένα κατά 23% σε σχέση με το 2013. Το 70% των μισθωμάτων προέρχεται από ενοίκια καταστημάτων, ενώ το υπόλοιπο 30% από μισθώματα γραφείων.
- Βάσει της τελευταίας εκτίμησης του χαρτοφυλακίου ακινήτων της Εταιρίας στην εύλογη αξία, όπως αυτή πραγματοποιήθηκε από ανεξάρτητο εκτιμητή κατά την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2014, προέκυψε καθαρό κέρδος από αναπροσαρμογή στην εύλογη αξία ύψους €437 χιλ.
- Από τα λειτουργικά έξοδα σχετιζόμενα με επενδύσεις σε ακίνητα, το 64% περίπου αυτών αφορά τα μισθωμένα ακίνητα της Εταιρίας, το οποίο θεωρείται εύλογο δεδομένου ότι τα κενά ακίνητα ανέρχονται σε 14 (το σύνολο των επενδυτικών ακινήτων που διαθέτει η εταιρία MIGRE κατά τη 31.12.2014 ανήλθε σε 36).
- Για το 2014, στα λοιπά λειτουργικά έξοδα συγκαταλέγονται φόροι – τέλη ύψους €331 χιλ. και αμοιβές τρίτων ύψους €175 χιλ. Στα λοιπά έσοδα, ποσό ύψους €33 χιλ. αφορά αποζημίωση λόγω λήξης σύμβασης μισθωτηρίου.
- Οι αποσβέσεις της Εταιρίας παρουσιάζονται σε χαμηλά επίπεδα, καθώς τα ακίνητα της Εταιρίας έχουν αποτιμηθεί στην εύλογη αξία και στον εν λόγω λογαριασμό περιλαμβάνονται αποσβέσεις που αφορούν τον εξοπλισμό και τα μεταφορικά μέσα της Εταιρίας.

# Αποτίμηση Εταιριών

<b>Αποτίμηση Εταιριών</b>		<b>39</b>
5	Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση	40
6	Δείκτες Κεφαλαιαγοράς	47
7	Συγκρίσιμες Συναλλαγές	52
8	Μέθοδος Χρηματιστηριακών Τιμών	58
9	Συμπεράσματα	59

## Μέθοδος αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης

- 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 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 ανεξάρτητους εκτιμητές (Savills, Proprius και Protos).
- Πιο συγκεκριμένα, η Savills εκτίμησε 224 ακίνητα της ΠΑΝΓΑΙΑ και 36 της MIGRE, συμπεριλαμβανομένων των ακινήτων της Ρουμανίας. Η Proprius εκτίμησε την αγοραία αξία 51 ακινήτων ιδιοκτησίας ΠΑΝΓΑΙΑ, ενώ η Protos παρείχε εκτιμήσεις για τα ακίνητα της Ιταλίας (3 στο σύνολο).
- 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).

**Κύρια σημεία** – 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 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). Η στάθμιση των δυο μεθόδων έγινε ως εξής: 80% επενδυτική μέθοδος και 20% συγκριτική.
- 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.
- Ο παρακάτω πίνακας συνοψίζει τα χαρτοφυλάκια ακινήτων των δύο Εταιριών βάσει τύπου και αγοραίας αξίας:

### Σύνοψη χαρτοφυλακίου ακινήτων

		Ελλάδα	Ιταλία	Ρουμανία	Σύνολο
<b>ΠΑΝΓΑΙΑ</b>	Καταστήματα	230	-	-	<b>230</b>
	Γραφεία	42	2	-	<b>44</b>
	Άλλα	3	1	-	<b>4</b>
<b>MIGRE</b>	Καταστήματα	23	-	-	<b>23</b>
	Γραφεία	11	-	2	<b>13</b>
Αριθμός Ακινήτων		309	3	2	<b>314</b>
Επιφάνεια (τμ) 31.12.2014		810.335	33.249	3.283	<b>846.866</b>
Αγοραία Αξία (€ χιλ.)		1.251.105	149.100	6.870	<b>1.407.075</b>

Πηγή: Εκθέσεις Ανεξάρτητων Εκτιμητών, Ανάλυση PwC

## Μέθοδος αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης

**Κύρια σημεία** – Για τους σκοπούς της άσκησης μας, προβήκαμε σε επισκόπηση εκτιμήσεων των 22 ακινήτων με την μεγαλύτερη αγοραία αξία όσον αφορά τη μεθοδολογία και τις παραδοχές της εκτίμησης.

- Πέραν των εκθέσεων, μας παρασχέθηκαν τα αρχεία με τους υπολογισμούς της Επενδυτικής μεθόδου. Για τους σκοπούς της άσκησης μας, προβήκαμε σε επισκόπηση εκτιμήσεων των 22 ακινήτων με την μεγαλύτερη αγοραία αξία όσον αφορά τη μεθοδολογία και τις παραδοχές της εκτίμησης. Πιο συγκεκριμένα, εξετάσαμε την ορθή εφαρμογή της εκάστοτε μεθοδολογίας, τη λογικότητα των παραδοχών αναφορικά με την αναπροσαρμογή μισθωμάτων βάσει των εκάστοτε συμβολαίων, τον συντελεστή προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών καθώς και το δείγμα των συγκριτικών στοιχείων.
- ① Με βάση τις εκθέσεις των εκτιμητών, προβήκαμε σε αναπροσαρμογή της αξίας των επενδυτικών ακινήτων σε αγοραίες αξίες με ημερομηνία αποτίμησης την 31/01/2015. Η αξία του συνόλου του χαρτοφυλακίου της ΠΑΝΓΑΙΑ ανέρχεται σε €1.407,07 εκ. συμπεριλαμβανομένων των ιδιοχρησιμοποιούμενων ακινήτων, Τζωρτζ 4 και Καραγεώργη Σερβίας 6.
- ① Η αξία των ορόφων των συγκεκριμένων ακινήτων οι οποίοι χρησιμοποιούνται για την στέγαση των Εταιριών συμπεριλαμβάνεται στα ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία και αναγράφεται στην αναπόσβεστη αξία τους. Ως εκ τούτου, αναπροσαρμόσαμε την αξία των ενσώματων παγίων έτσι ώστε να μην συμπεριλαμβάνει τα ιδιοχρησιμοποιούμενα ακίνητα, τα οποία ενσωματώθηκαν στο υπόλοιπο των επενδυτικών ακινήτων σε αγοραίες αξίες.
- Σε συνέχεια της επισκόπησης και βάσει των παρατηρήσεών μας, προβήκαμε σε προσαρμογή αναφορικά με κύριες παραδοχές εκτίμησης των επενδυτικών ακινήτων.
- Πιο συγκεκριμένα, στις αποτιμήσεις των ανεξάρτητων εκτιμητών βάσει της επενδυτικής μεθόδου δεν έχουν συνυπολογισθεί στα κόστη, έξοδα για τον φόρο κατοχής (ΕΝΦΙΑ) ο οποίος βαραινει το ιδιοκτήτη, καθώς και κόστη απόκτησης από έναν υποτιθέμενο αγοραστή (purchaser's costs).

### Εθνική Πανγαία Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση

σε € 000	31.01.2015 Μη ελεγμένα*	Προσαρμογές	31.01.2015 Προσαρμοσμένα
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			
Επενδύσεις σε ακίνητα	1.407.075	(53.245) ①	1.353.830
Συμμετοχή σε θυγατρικές	-		-
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	1.602	①	1.602
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	214		214
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	11.773		11.773
<b>Σύνολο</b>	<b>1.420.664</b>	<b>(53.245)</b>	<b>1.367.419</b>
Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις	86.221	(58.248) ②	27.973
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	128.872		128.872
<b>Σύνολο</b>	<b>215.093</b>	<b>(58.248)</b>	<b>156.845</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>1.635.757</b>	<b>(111.493)</b>	<b>1.524.264</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
Δανειακές υποχρεώσεις	320.181		320.181
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	251		251
Αναβαλλόμενες Φορολογικές υποχρεώσεις	300		300
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.632	(1) ②	5.631
<b>Σύνολο</b>	<b>326.364</b>	<b>(1)</b>	<b>326.363</b>
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	29.806		29.806
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	13.746		13.746
Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα	3.011	③	3.011
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	145		145
<b>Σύνολο</b>	<b>46.708</b>	<b>-</b>	<b>46.708</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>373.072</b>	<b>(1)</b>	<b>373.071</b>
<b>Ίδια Κεφάλαια</b>	<b>1.262.685</b>	<b>(111.492)</b>	<b>1.151.193</b>
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	(1.262)	④	(1.262)
<b>ΠΑΝΓΑΙΑ 100%</b>	<b>1.261.423</b>	<b>(111.492)</b>	<b>1.149.931</b>

\* Προσαρμοσμένα για την αγοραία αξία των ιδιοχρησιμοποιούμενων κτιρίων

## Μέθοδος αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης

- Επιπλέον, αναφορικά με την αναπροσαρμογή μισθωμάτων βάσει Δείκτη Τιμών Καταναλωτή («ΔΤΚ») έχει χρησιμοποιηθεί ένα σταθερό ποσοστό της τάξης του 2% για όλη την διάρκεια των συμβολαίων.
- Σημειώνεται ότι επισημάναμε τις παραπάνω παρατηρήσεις στους ανεξάρτητους εκτιμητές. Η απάντηση για τα έξοδα ΕΝΦΙΑ αναφέρεται στο γεγονός ότι η πάγια τακτική είναι να μην συμπεριλαμβάνεται στις αποτιμήσεις, καθώς και ότι οι συγκεκριμένοι φόροι αλλάζουν ανά τακτά χρονικά διαστήματα καθιστώντας τους δύσκολο να προβλεφθούν. Όσον αφορά τον ΔΤΚ, η απάντηση ανέφερε ότι το 2% που χρησιμοποιήθηκε αντικατοπτρίζει μια μακροπρόθεσμη πρόβλεψη για τον Ελληνικό ΔΤΚ βασισμένη σε ιστορικές παρατηρήσεις. Σχετικά με τα κόστη αγοραστή η απάντηση αναφέρεται στους κανόνες αποτίμησης ακινήτων βάσει IVS όπου αναφέρεται ότι τα συγκεκριμένα κόστη δεν συμπεριλαμβάνονται στις χρηματοροές.
- ① Με βάση τις παραπάνω παρατηρήσεις, προβήκαμε σε ανάλυση ευαισθησίας αναφορικά με τις εν λόγω παραμέτρους. Πιο αναλυτικά, χρησιμοποιήσαμε προβλέψεις από το ΔΝΤ για τον πληθωρισμό την επόμενη πενταετία. Στις περιπτώσεις εκείνες όπου ο συντελεστής προεξόφλησης υπερβαίνει τον συντελεστή μηδενικού κινδύνου, ο οποίος ορίστηκε στο 10%, 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.

**Κύρια σημεία** – Σε συνέχεια της επισκόπησης και βάσει των παρατηρήσεών μας, προβήκαμε σε ανάλυση ευαισθησίας αναφορικά με κύριες παραδοχές εκτίμησης των επενδυτικών ακινήτων.

### Εθνική Πανγαία Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση

σε € 000	31.01.2015 Μη ελεγμένα*	Προσαρμογές	31.01.2015 Προσαρμοσμένα
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			
Επενδύσεις σε ακίνητα	1.407.075	(53.245) ①	1.353.830
Συμμετοχή σε θυγατρικές	-		-
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	1.602	①	1.602
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	214		214
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	11.773		11.773
<b>Σύνολο</b>	<b>1.420.664</b>	<b>(53.245)</b>	<b>1.367.419</b>
Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις	86.221	(58.248) ②	27.973
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	128.872		128.872
<b>Σύνολο</b>	<b>215.093</b>	<b>(58.248)</b>	<b>156.845</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>1.635.757</b>	<b>(111.493)</b>	<b>1.524.264</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
Δανειακές υποχρεώσεις	320.181		320.181
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	251		251
Αναβαλλόμενες Φορολογικές υποχρεώσεις	300		300
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.632	(1) ②	5.631
<b>Σύνολο</b>	<b>326.364</b>	<b>(1)</b>	<b>326.363</b>
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	29.806		29.806
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	13.746		13.746
Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα	3.011	③	3.011
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	145		145
<b>Σύνολο</b>	<b>46.708</b>	<b>-</b>	<b>46.708</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>373.072</b>	<b>(1)</b>	<b>373.071</b>
<b>Ίδια Κεφάλαια</b>	<b>1.262.685</b>	<b>(111.492)</b>	<b>1.151.193</b>
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	(1.262)	④	(1.262)
<b>ΠΑΝΓΑΙΑ 100%</b>	<b>1.261.423</b>	<b>(111.492)</b>	<b>1.149.931</b>

\* Προσαρμοσμένα για την αγοράία αξία των ιδιοχρησιμοποιούμενων κτιρίων



## Μέθοδος αναπροσαρμοσμένης καθαής θέσης

- Η άσκηση ευαισθησίας εκπονήθηκε στα 16 ακίνητα με την μεγαλύτερη αγοραία αξία, ιδιοκτησίας ΠΑΝΓΑΙΑ και αντίστοιχα στα 6 με την μεγαλύτερη αξία ιδιοκτησίας MIGRE. Η 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.
- Μπορείτε να ανατρέξετε στο Παράρτημα 10 αναφορικά με τις αναπροσαρμοσμένες αξίες των 22 ακινήτων με βάση την επενδυτική μέθοδο.
- Τα παραπάνω ποσοστά εφαρμόστηκαν στο σύνολο των επενδυτικών ακινήτων ανάλογα με την παραγωγική ή μη κατάσταση τους (εκτός των ακινήτων της Ιταλίας και της Ρουμανίας όπου εφαρμόστηκαν τα ποσοστά όπως προέκυψαν από τις αναλύσεις ευαισθησίας στα συγκεκριμένα ακίνητα).
- Σημειώνεται ότι τα παραπάνω ποσοστά εφαρμόστηκαν στο 80% της αρχικής τιμής τους, διότι η επενδυτική μέθοδος σταθμίζεται κατά 80% στην εξαγωγή τελικού αποτελέσματος.
- ② Αναφορικά με το υπόλοιπο των εμπορικών και λοιπών απαιτήσεων, αυτό αναπροσαρμόστηκε αρχικά βάσει ανάλυσης ενηλικίωσης η οποία μας παρασχέθηκε από την Διοίκηση, καθώς και βάσει των εκτιμήσεων της Διοίκησης για την εισπραξιμότητα των υπερήμερων απαιτήσεων.
- Η συνολική προσαρμογή βάσει της παραπάνω ανάλυσης ανέρχεται σε €74,1 χιλ. Σημειώνεται οι υπερήμερες απαιτήσεις αρχικά ανέρχονταν σε περίπου €74,8 χιλ., ωστόσο ένα ποσό της τάξεως των €700 υπάρχει σαν εγγύηση στις Λοιπές Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις και σαν αποτέλεσμα αυτού, η τελική προσαρμογή ανέρχεται σε €74,1 χιλ.

**Κύρια σημεία** – Η άσκηση ευαισθησίας εκπονήθηκε στα 16 ακίνητα με την μεγαλύτερη αγοραία αξία, ιδιοκτησίας ΠΑΝΓΑΙΑ και αντίστοιχα στα 6 με την μεγαλύτερη αξία ιδιοκτησίας MIGRE. Σταθμίζοντας τις δύο εκτιμητικές μεθόδους (συγκριτική και επενδυτική), προέκυψε διαφορά της τάξεως του 3,8% επί του συνόλου των επενδυτικών ακινήτων της ΠΑΝΓΑΙΑ.

### Εθνική Πανγαία Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση

σε € 000	31.01.2015		31.01.2015	
	Μη ελεγμένα*	Προσαρμογές	Προσαρμοσμένα	
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>				
Επενδύσεις σε ακίνητα	1.407.075	(53.245) ①	1.353.830	
Συμμετοχή σε θυγατρικές	-		-	
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	1.602		1.602	①
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	214		214	
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	11.773		11.773	
<b>Σύνολο</b>	<b>1.420.664</b>	<b>(53.245)</b>	<b>1.367.419</b>	
Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις	86.221	(58.248) ②	27.973	
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	128.872		128.872	
<b>Σύνολο</b>	<b>215.093</b>	<b>(58.248)</b>	<b>156.845</b>	
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>1.635.757</b>	<b>(111.493)</b>	<b>1.524.264</b>	
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>				
Δανειακές υποχρεώσεις	320.181		320.181	
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	251		251	
Αναβαλλόμενες Φορολογικές υποχρεώσεις	300		300	
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.632	(1) ②	5.631	
<b>Σύνολο</b>	<b>326.364</b>	<b>(1)</b>	<b>326.363</b>	
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	29.806		29.806	
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	13.746		13.746	
Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα	3.011		3.011	③
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	145		145	
<b>Σύνολο</b>	<b>46.708</b>	<b>-</b>	<b>46.708</b>	
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>373.072</b>	<b>(1)</b>	<b>373.071</b>	
<b>Ίδια Κεφάλαια</b>	<b>1.262.685</b>	<b>(111.492)</b>	<b>1.151.193</b>	
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	(1.262)		(1.262)	④
<b>ΠΑΝΓΑΙΑ 100%</b>	<b>1.261.423</b>	<b>(111.492)</b>	<b>1.149.931</b>	

\* Προσαρμοσμένα για την αγοραία αξία των ιδιοχρησιμοποιούμενων κτιρίων

## Μέθοδος αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης

**Κύρια σημεία** – Το εύρος αξιών όπως προκύπτει από την μέθοδο Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης κυμαίνεται μεταξύ €1.149,9 εκ. έως και €1.261,4 εκ. για την ΠΑΝΓΑΙΑ.

- 2 Σχετικά με την υπόλοιπη προσαρμογή, αυτή σχετίζεται με μερίσματα τα οποία έχουν εκταμειωθεί, αλλά δεν έχουν εγκριθεί από την γενική συνέλευση της Απορροφώμενης και, συνεπώς, δεν έχουν επηρεάσει την Καθαρή Θέση. Η αξία των μερισμάτων ανέρχεται σε €58,17 εκ.
- Αναφορικά με τα υπολειπόμενα στοιχεία ενεργητικού της ΠΑΝΓΑΙΑ, 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 της Εταιρίας θεωρείται ότι αντικατοπτρίζει την αγοραία αξία καθώς τα επιτόκια βάσης είναι κυμαινόμενα.
- 3 Τα υπόλοιπα στοιχεία του παθητικού θεωρήθηκαν ότι ήδη αποτυπώνονται σε αγοραίες αξίες δεδομένης της βραχυπρόθεσμης και άμεσα ρευστοποιήσιμης φύσης τους. Στο Παράρτημα 6 παρουσιάζεται η εσωτερική άσκηση αποτίμησης των Παραγώγων Χρηματοπιστωτικών Μέσων της Εταιρίας.
- Συνεπώς, με τον τρόπο αυτό 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, ενώ το άνω άκρο του εύρους αντικατοπτρίζει τις αξίες των ακινήτων βάσει των αρχικών εκτιμήσεων.
- 4 Σχετικά με την αποτίμηση της ΠΑΝΓΑΙΑ, αυτή προσαρμόσθηκε καταλλήλως έτσι ώστε να μην λαμβάνει υπόψη της την αξία των δικαιωμάτων μειοψηφίας, ήτοι των μετόχων της MIGRE, αφαιρώντας τις μη ελέγχουσες συμμετοχές ποσού €1,26 εκ. από το τελικό αποτέλεσμα.
- Το εύρος αξιών όπως προκύπτει από την μέθοδο Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης κυμαίνεται μεταξύ **€1.149,9 εκ. έως και €1.261,4 εκ. για την ΠΑΝΓΑΙΑ.**

### Εθνική Πανγαία Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση

σε € 000	31.01.2015 Μη ελεγμένα*	Προσαρμογές	31.01.2015 Προσαρμοσμένα
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			
Επενδύσεις σε ακίνητα	1.407.075	(53.245) ①	1.353.830
Συμμετοχή σε θυγατρικές	-		-
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	1.602	①	1.602
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	214		214
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	11.773		11.773
<b>Σύνολο</b>	<b>1.420.664</b>	<b>(53.245)</b>	<b>1.367.419</b>
Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις	86.221	(58.248) ②	27.973
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	128.872		128.872
<b>Σύνολο</b>	<b>215.093</b>	<b>(58.248)</b>	<b>156.845</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>1.635.757</b>	<b>(111.493)</b>	<b>1.524.264</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
Δανειακές υποχρεώσεις	320.181		320.181
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	251		251
Αναβαλλόμενες Φορολογικές υποχρεώσεις	300		300
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.632	(1) ②	5.631
<b>Σύνολο</b>	<b>326.364</b>	<b>(1)</b>	<b>326.363</b>
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	29.806		29.806
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	13.746		13.746
Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα	3.011	③	3.011
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	145		145
<b>Σύνολο</b>	<b>46.708</b>	<b>-</b>	<b>46.708</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>373.072</b>	<b>(1)</b>	<b>373.071</b>
<b>Ίδια Κεφάλαια</b>	<b>1.262.685</b>	<b>(111.492)</b>	<b>1.151.193</b>
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	(1.262)	④	(1.262)
<b>ΠΑΝΓΑΙΑ 100%</b>	<b>1.261.423</b>	<b>(111.492)</b>	<b>1.149.931</b>

\* Προσαρμοσμένα για την αγοραία αξία των ιδιοχρησιμοποιούμενων κτιρίων

## Μέθοδος αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης

- Ο παρακείμενος πίνακας παρουσιάζει τα αποτελέσματα της μεθόδου αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης για την MIGRE.
- ❶ Ομοίως με την αποτίμηση της ΠΑΝΓΑΙΑ, βάσει των εκθέσεων των ανεξάρτητων εκτιμητών, προβήκαμε σε αναπροσαρμογή της αξίας των επενδυτικών ακινήτων σε αγοραίες αξίες με ημερομηνία αποτίμησης την 31/01/2015. Η αξία του συνόλου του χαρτοφυλακίου της MIGRE ανέρχεται σε €51,48 εκ. συμπεριλαμβανομένου του ιδιοχρησιμοποιούμενου ακινήτου στην οδό Τζωρτζ 4 στην Αθήνα.
- ❶ Επίσης, αναπροσαρμόσαμε την αξία των ενσώματων ακινητοποιήσεων, έτσι ώστε να μην συμπεριλαμβάνει την αξία του ιδιοχρησιμοποιούμενου ακινήτου, το οποίο προστέθηκε στο υπόλοιπο των επενδυτικών ακινήτων σε αγοραία αξία.
- Βάσει των προαναφερθέντων παρατηρήσεων, διενεργήσαμε ανάλυση ευαισθησίας στις αποτιμήσεις των επενδυτικών ακινήτων. Η συνολική αξία των ακινήτων βάσει των αποτελεσμάτων της ανάλυσης ευαισθησίας ανέρχεται σε €48,8 εκ.
- ❷ Αναφορικά με το υπόλοιπο των βραχυπρόθεσμων απαιτήσεων, αυτό αναπροσαρμόστηκε βάσει ανάλυσης ενηλικίωσης η οποία μας παρασχέθηκε από την Διοίκηση, καθώς και βάσει των εκτιμήσεων της Διοίκησης για την εισπραξιμότητα των υπερήμερων απαιτήσεων. Η συνολική προσαρμογή βάσει της παραπάνω ανάλυσης ανέρχεται σε €77,04 χιλ.

**Κύρια σημεία** – Ομοίως με την αποτίμηση της ΠΑΝΓΑΙΑ, βάσει των εκθέσεων των ανεξάρτητων εκτιμητών, προβήκαμε σε αναπροσαρμογή της αξίας των επενδυτικών ακινήτων σε αγοραίες αξίες με ημερομηνία αποτίμησης την 31/01/2015. Σταθμίζοντας τις δύο εκτιμητικές μεθόδους (συγκριτική και επενδυτική), προέκυψε διαφορά της τάξεως του 5,2% επί του συνόλου των επενδυτικών ακινήτων της MIGRE.

### MIG RE Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση

σε € 000	31.01.2015 Μη ελεγμένα*	Προσαρμογές	31.01.2015 Προσαρμοσμένα
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			
Επενδύσεις σε ακίνητα	51.480	(2.656) ❶	48.824
Ενσώματες Ακινητοποιήσεις	14	❶	14
Συμμετοχές σε θυγατρικές επιχειρήσεις	-		-
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	9		9
<b>Σύνολο</b>	<b>51.503</b>	<b>(2.656)</b>	<b>48.847</b>
Βραχυπρόθεσμες Απαιτήσεις	220	(77) ❷	143
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	2.805		2.805
<b>Σύνολο</b>	<b>3.025</b>	<b>(77)</b>	<b>2.948</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>54.528</b>	<b>(2.733)</b>	<b>51.795</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	166		166
Αναβαλλόμενες Φορολογικές υποχρεώσεις	263		263
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	10.064		10.064
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	300		300
<b>Σύνολο</b>	<b>10.794</b>	-	<b>10.794</b>
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	726		726
Φόρος εισοδήματος πληρωτέος	145		145
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	1.714		1.714
<b>Σύνολο</b>	<b>2.585</b>	-	<b>2.585</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>13.379</b>	-	<b>13.379</b>
<b>Ίδια Κεφάλαια</b>	<b>41.149</b>	<b>(2.733)</b>	<b>38.416</b>

\* Προσαρμοσμένα για την αγοραία αξία των ιδιοχρησιμοποιούμενων κτιρίων

## Μέθοδος αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης

- Αναφορικά με τα υπολειπόμενα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού της MIGRE, θεωρήθηκε ότι η αξία που αναγράφεται στον ισολογισμό αντικατοπτρίζει την αγοραία αξία των εν λόγω στοιχείων δεδομένης της βραχυπρόθεσμης και άμεσα ρευστοποιήσιμης φύσης τους.
- Το εύρος αξιών όπως προκύπτει από την μέθοδο Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης κυμαίνεται **μεταξύ €38,4 εκ. έως και €41,2 εκ. για την MIGRE.**

**Κύρια σημεία** – Το εύρος αξιών όπως προκύπτει από την μέθοδο Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης κυμαίνεται μεταξύ €38,4 εκ. έως και €41,2 εκ. για την MIGRE.

### MIG RE Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση

σε € 000	31.01.2015 Μη ελεγμένα*	Προσαρμογές	31.01.2015 Προσαρμοσμένα
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			
Επενδύσεις σε ακίνητα	51.480	(2.656) ①	48.824
Ενσώματες Ακινήτοποιήσεις	14	①	14
Συμμετοχές σε θυγατρικές επιχειρήσεις	-		-
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	9		9
<b>Σύνολο</b>	<b>51.503</b>	<b>(2.656)</b>	<b>48.847</b>
Βραχυπρόθεσμες Απαιτήσεις	220	(77) ②	143
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	2.805		2.805
<b>Σύνολο</b>	<b>3.025</b>	<b>(77)</b>	<b>2.948</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>54.528</b>	<b>(2.733)</b>	<b>51.795</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	166		166
Αναβαλλόμενες Φορολογικές υποχρεώσεις	263		263
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	10.064		10.064
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	300		300
<b>Σύνολο</b>	<b>10.794</b>	<b>-</b>	<b>10.794</b>
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	726		726
Φόρος εισοδήματος πληρωτέος	145		145
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	1.714		1.714
<b>Σύνολο</b>	<b>2.585</b>	<b>-</b>	<b>2.585</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>13.379</b>	<b>-</b>	<b>13.379</b>
<b>Ίδια Κεφάλαια</b>	<b>41.149</b>	<b>(2.733)</b>	<b>38.416</b>

\* Προσαρμοσμένα για την αγοραία αξία των ιδιοχρησιμοποιούμενων κτιρίων

## Μέθοδος δεικτών κεφαλαιαγοράς

**Κύρια σημεία** – Η μέθοδος δεικτών κεφαλαιαγοράς αποτιμά την αγοραία αξία μιας εταιρίας βάσει δεικτών συγκρίσιμων εταιριών, οι μετοχές των οποίων διαπραγματεύονται σε κάποια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά.

### Μέθοδος δεικτών κεφαλαιαγοράς

- Η μέθοδος δεικτών κεφαλαιαγοράς αποτιμά την αγοραία αξία μιας εταιρίας βάσει δεικτών συγκρίσιμων εταιριών, οι μετοχές των οποίων διαπραγματεύονται σε κάποια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά.

### Επιλογή των Συγκρίσιμων εταιριών

- Συγκεντρώσαμε και αναλύσαμε στοιχεία για 16 εταιρίες οι οποίες είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια 7 χωρών, καθώς και για 2 ελληνικές εταιρίες, οι μετοχές των οποίων διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Οι εταιρίες που εξετάστηκαν για το σκοπό της εργασίας μας είναι οι ακόλουθες:
  - Alstria office REIT-AG
  - Befimmo SA
  - Beni Stabili SpA SIIQ
  - Citycon
  - Cofinimmo NV/SA
  - Deutsche EuroShop AG
  - Eurocommercial Properties NV
  - Fonciere des Regions SA
  - Grivalia Properties REIC
  - Hammerson plc
  - Icade SA
  - Land Securities Group plc

- Mercialis SA
- SEGRO plc
- Trastor Real Estate Investment Company SA
- VastNed Retail NV
- Σημειώνεται ότι το αρχικό δείγμα εταιριών ήταν ευρύτερο, αλλά περιορίστηκε στο ανωτέρω δείγμα κατόπιν εξαίρεσης κάποιων εταιριών με λιγότερο συναφείς προς τις Εταιρίες και τον κλάδο δραστηριότητες.
- Κατά συνέπεια, 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.
- Σύντομη περιγραφή των συγκρίσιμων εταιριών παρατίθεται στο Παράρτημα 2.
- Οι δείκτες αποτίμησης που υπολογίστηκαν για τις παραπάνω συγκρίσιμες εταιρίες παρουσιάζονται παρακάτω στην συγκεκριμένη ενότητα. Τα οικονομικά στοιχεία των συγκρίσιμων εταιριών που χρησιμοποιήθηκαν αφορούσαν στην οικονομική χρήση που λήγει 31.12.2014 εκτός των Land Securities Group, Icade, Fonciere des Regions και Befimmo, όπου χρησιμοποιήθηκαν τα τελευταία διαθέσιμα αποτελέσματα.

## Μέθοδος δεικτών κεφαλαιαγοράς

**Κύρια σημεία** – Τα αποτελέσματα τις μεθόδου προσαρμόστηκαν περαιτέρω για πρωμοδότηση ελέγχου (*control premium*) καθώς και για έκπτωση λόγω έλλειψης εμπορευσιμότητας (*marketability discount*) των μετοχών των Εταιριών.

### Υπολογισμός εκπτώσεων (*discounts*) και προσαυξήσεων (*premia*)

#### Έκπτωση εμπορευσιμότητας (*marketability discount*)

- Όπως περιγράφηκε ανωτέρω, οι μετοχές των εταιριών που επιλέχθηκαν είναι εισηγμένες σε οργανωμένες αγορές, αν αντιθέσει με τις μετοχές της ΠΑΝΓΑΙΑ οι οποίες δε διαπραγματεύονται σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά. Επιπροσθέτως, 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).
- Κατά συνέπεια, η αποτίμησή μας προσαρμόστηκε αναλόγως ώστε να αντικατοπτρίζει τη μειωμένη εμπορευσιμότητα των μετοχών των δύο Εταιριών. Βάσει εσωτερικής άσκησης, όπως αναλυτικά παρουσιάζεται στο Παράρτημα 5, η προσαρμογή λόγω έκπτωσης εμπορευσιμότητας ανέρχεται σε 13% επί των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από την εν λόγω μέθοδο.

### Προσαύξηση ελέγχου (*control premium*)

- Η συγκεκριμένη μεθοδολογία αντικατοπτρίζει αποτελέσματα σε εμπορεύσιμη, μη πλειοψηφική βάση. Συνεπώς, προσαρμόσαμε τα αποτελέσματα της άσκησης μας για πριμ ελέγχου (*control premium*).
- Η προσαύξηση ελέγχου προσαρμόζει την αποτίμησή μας ώστε να ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι ένας μέτοχος πλειοψηφίας έχει αυξημένα δικαιώματα και έλεγχο αναφορικά με τη λειτουργία της εταιρίας, επηρεάζοντας σημαντικά τις αποφάσεις της διοίκησης.
- Σημειώνεται ότι δεν είναι απαραίτητο για έναν επενδυτή να ασκήσει πρακτικά αυτά τα δικαιώματα αλλά να είναι σε θέση και να έχει αυτή τη δυνατότητα ειδικά όταν η επένδυσή του είναι σε κίνδυνο.
- Η προσαύξηση ελέγχου που προκύπτει από την άσκηση που διενεργήσαμε ανέρχεται σε 20% επί των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από την ανωτέρω μέθοδο. Αναλυτική παρουσίαση του υπολογισμού της προσαύξησης ελέγχου παρατίθεται στο Παράρτημα 4.



## Μέθοδος δεικτών κεφαλαιαγοράς

**Κύρια σημεία** – Αναφορικά με την αποτίμηση της ΠΑΝΓΑΙΑ, αυτή προσαρμόστηκε καταλλήλως, έτσι ώστε να λαμβάνει υπόψη την αξία των δικαιωμάτων μειοψηφίας των μετόχων της MIGRE.

### Λοιπές προσαρμογές

- Για την αποτίμηση της MIGRE εφαρμόσαμε επιπλέον έκπτωση μεγέθους (size discount) λόγω της μεγάλης αξιακής διαφοράς σε σχέση με το δείγμα συγκρίσιμων εταιριών. Η έκπτωση μεγέθους ανήλθε σε επιπλέον 5% επί της προκύπτουσας αξίας που προκύπτει με την εν λόγω μέθοδο, βάσει της εμπειρίας του αποτιμητή.
- Στον υπολογισμό του καθαρού δανεισμού των δύο Εταιριών, έχουν συμπεριληφθεί οι υποχρεώσεις αποζημίωσης προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία, ύψους €215 χιλ. και €166 χιλ. για την ΠΑΝΓΑΙΑ και την MIGRE αντίστοιχα, καθώς και ποσό €7,7 εκ. 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 ύψους €11,6 εκ. για την αγορά ακινήτων στη Βουλγαρία και την Κύπρο από εταιρίες του ομίλου Μαρινόπουλος ΑΕ.
- Τα αποτελέσματα που προκύπτουν για τις δύο Εταιρίες έχουν προσαρμοστεί κατά το ύψος των εμπορικών και λοιπών απαιτήσεων που θεωρούνται μη εισπραξιμες, βάσει της ανάλυσης ενηλικίωσης που μας παρασχέθηκε από την Διοίκηση και των εκτιμήσεων της Διοίκησης για την εισπραξιμότητα των υπερήμερων απαιτήσεων. Η συνολική προσαρμογή ανέρχεται σε €74,1 χιλ. για την ΠΑΝΓΑΙΑ και €77 χιλ. για την MIGRE.
- Επιπροσθέτως, σχετικά με την αποτίμηση της ΠΑΝΓΑΙΑ, όπως αυτή προκύπτει από το δείκτη Χρ. Α / Καθαρή Θέση, προβήκαμε σε περαιτέρω προσαρμογή της αξίας αναφορικά με τα μερίσματα ύψους €58,17 εκ. τα οποία έχουν εκταμιευθεί, αλλά δεν έχουν εγκριθεί από την γενική συνέλευση της Απορροφώμενης και, συνεπώς, δεν έχουν επηρεάσει την Καθαρή Θέση της ΠΑΝΓΑΙΑ.
- Τέλος, αναφορικά με την αποτίμηση της ΠΑΝΓΑΙΑ, αυτή προσαρμόστηκε καταλλήλως, έτσι ώστε να λαμβάνει υπόψη την αξία των δικαιωμάτων μειοψηφίας των μετόχων της MIGRE, ύψους €1,26 εκ.

## Μέθοδος δεικτών κεφαλαιαγοράς

### Δείκτες Αποτίμησης

Για τους σκοπούς της αποτίμησης χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες:

- ΑΕ / Έσοδα από Ενοίκια
- ΑΕ / ΚΠΦΤΑ
- Χρ.Α / Κεφάλαια από Λειτουργικές Δραστηριότητες (ΚΛΔ)
- Χρ.Α / Καθαρή Θέση
- Αναφορικά με τα ΚΛΔ (Funds from Operations - FFO), 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.
- Για την εξαγωγή κατάλληλων δεικτών χρησιμοποιήσαμε τη μέση χρηματιστηριακή αξία του διμήνου μετά την δημοσίευση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων των εταιριών (31.12.2014), προκειμένου να έχουν ήδη ενσωματωθεί στις προβλέψεις της χρηματιστηριακής αγοράς τα οικονομικά αποτελέσματα των εταιριών.

**Κύρια σημεία** – Για την εξαγωγή κατάλληλων δεικτών χρησιμοποιήσαμε τη μέση χρηματιστηριακή αξία του διμήνου μετά την δημοσίευση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων των εταιριών, προκειμένου να έχουν ήδη ενσωματωθεί στις προβλέψεις της χρηματιστηριακής αγοράς τα οικονομικά αποτελέσματα των εταιριών.

### Δείκτες Κεφαλαιαγοράς

Εταιρία	ΑΕ/ΕΕ	ΑΕ/ΚΠΦΤΑ	Χρ.Α/ΚΛΔ	Χρ.Α/ΚΘ
alstria office REIT-AG	17.0x	21.1x	19.0x	1.1x
Befimmo SA	16.8x	18.2x	15.7x	1.1x
Beni Stabili SpA SIQ	16.2x	22.4x	n/a	0.8x
Citycon	12.4x	19.3x	23.1x	1.1x
Cofinimmo NV/SA	18.3x	16.6x	15.7x	1.2x
Deutsche EuroShop AG	16.7x	18.7x	17.1x	1.4x
Eurocommercial Properties NV	15.2x	19.8x	19.7x	1.1x
Fonciere des Regions SA	17.5x	20.5x	16.6x	1.2x
Grivalia Properties REIC	13.4x	15.4x	18.2x	0.9x
Hammerson plc	22.0x	27.2x	29.3x	1.0x
Icade SA	5.8x	18.5x	15.0x	1.4x
Land Securities Group plc	17.8x	27.6x	17.5x	0.9x
Mercialys SA	18.0x	20.9x	18.7x	2.6x
SEGRO plc	16.3x	15.1x	9.9x	1.1x
Trastor Real Estate Investment Company SA	14.0x	20.8x	22.0x	0.8x
VastNed Retail NV	15.7x	19.7x	16.0x	1.1x
<i>Μέσος όρος</i>	<i>15.8x</i>	<i>20.1x</i>	<i>18.2x</i>	<i>1.2x</i>
<i>Διάμεσος</i>	<i>16.5x</i>	<i>19.7x</i>	<i>17.5x</i>	<i>1.1x</i>
<b>Μέσος όρος εξαιρουμένων ακραίων τιμών</b>	<b>16.5x</b>	<b>18.9x</b>	<b>17.7x</b>	<b>1.1x</b>

Πηγή: Bloomberg, Ανάλυση PwC

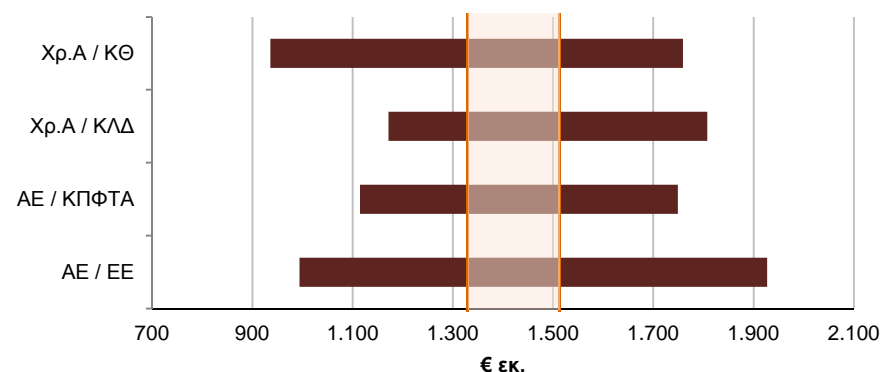
## Μέθοδος δεικτών κεφαλαιαγοράς

**Κύρια σημεία** – Το ενδεικτικό εύρος αξιών στο οποίο καταλήξαμε με την μέθοδο δεικτών κεφαλαιαγοράς κυμαίνεται για την ΠΑΝΓΑΙΑ από €1.338,3 εκ. έως €1.518,3 εκ. και για την MIGRE από €40,4 έως €43,6 εκ.

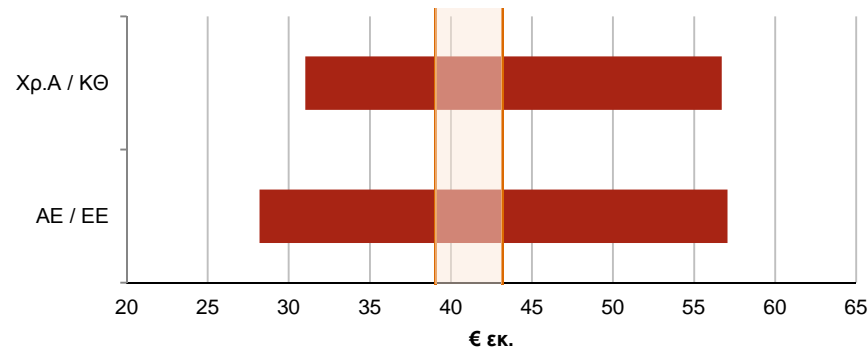
### Συμπεράσματα

- Στα διπλανά διαγράμματα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των αποτιμήσεων των δύο Εταιριών για το σύνολο του μετοχικού τους κεφαλαίου κατά την 31<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2015, βάσει της μεθόδου δεικτών κεφαλαιαγοράς.
- Σημειώνεται ότι για την εξαγωγή του τελικού εύρους βασιστήκαμε στη ελάχιστη και μέγιστη τιμή μεταξύ των διαμέσων των τεσσάρων κεφαλαιακών δεικτών, καθώς, εναλλακτικά, η χρήση των ελάχιστων και μέγιστων τιμών που αντιστοιχούν σε κάθε κεφαλαιακό δείκτη του δείγματος θα οδηγούσε σε ακραία αποτελέσματα.
- Αναφορικά με την αποτίμηση των μετοχών της MIGRE, οι δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν στην εξαγωγή του εύρους αξιών είναι οι ΑΕ/ Έσοδα από Ενοίκια και Χρ.Α / Καθαρή Θέση, καθώς οι λοιποί δύο δείκτες δεν οδηγούν σε εύλογα αποτελέσματα.
- Σημειώνεται ότι, οι δείκτες που προέκυψαν από την ανάλυσή μας εφαρμόστηκαν στα έσοδα από ενοίκια, ΚΠΦΤΑ και ΚΛΔ των δύο Εταιριών για τους 12 μήνες μέχρι την 31η Δεκεμβρίου 2014, καθώς, σύμφωνα με τη Διοίκηση, δεν ήταν εφικτός ο υπολογισμός των εν λόγω λογαριασμών για το 12μηνο που λήγει την 31 Ιανουαρίου 2015. Προφανώς, η αξία της καθαρής θέσης, του δανεισμού και των ταμειακών διαθέσιμων έχει υπολογισθεί με 31 Ιανουαρίου 2015.
- Το ενδεικτικό εύρος αξιών στο οποίο καταλήξαμε με την μέθοδο δεικτών κεφαλαιαγοράς κυμαίνεται για την ΠΑΝΓΑΙΑ από **€1.338,3 εκ. έως €1.518,3 εκ. και για την MIGRE από €40,4 εκ. έως €43,6 εκ.**

### Αξία του συνόλου του μετοχικού κεφαλαίου της ΠΑΝΓΑΙΑ, την 31/01/2015



### Αποτίμηση του συνόλου του μετοχικού κεφαλαίου της MIGRE, την 31/01/2015



Πηγή: Ανάλυση PwC

## Μέθοδος συγκρίσιμων συναλλαγών

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.

### Εκπτώσεις / Προσαυξήσεις

- Όσον αφορά την προσαύξηση ελέγχου, αυτή εφαρμόστηκε στις συναλλαγές όπου ο αγοραστής κατέληξε να κατέχει μειοψηφικό πακέτο στην εξαγορασθείσα εταιρία. Το πριμ ελέγχου όπως αυτό προέκυψε από την άσκηση που διενεργήσαμε ανέρχεται σε 20%. Αναλυτικότερη παρουσίαση του υπολογισμού του πριμ ελέγχου παρατίθεται στο Παράρτημα 4.
- Αναφορικά με την έκπτωση εμπορευσιμότητας, πρέπει να σημειωθεί ότι και σε αυτήν την περίπτωση, θεωρήθηκε ότι οι μετοχές της MIGRE, παρότι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, δεν είναι εμπορεύσιμες λόγω χαμηλής διασποράς.
- Η έκπτωση εμπορευσιμότητας εφαρμόστηκε στις συναλλαγές εκείνες όπου οι μετοχές των στόχων διαπραγματεύονται χρηματιστηριακά. Η εν λόγω έκπτωση όπως αυτή προέκυψε από την άσκηση που διενεργήσαμε ανέρχεται σε 13%. Αναλυτικότερη παρουσίαση του υπολογισμού της έκπτωσης εμπορευσιμότητας παρατίθεται στο Παράρτημα 5.

**Κύρια σημεία** – 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.

### Λοιπές προσαρμογές

- Στον υπολογισμό του καθαρού δανεισμού των δύο Εταιριών, έχουν συμπεριληφθεί οι υποχρεώσεις αποζημίωσης προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία, ύψους €215 χιλ. και €166 χιλ. για την ΠΑΝΓΑΙΑ και την MIGRE αντίστοιχα, καθώς και ποσό €7,7 εκ. 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 οι προκαταβολές ύψους €11,6 εκ. για την αγορά ακινήτων στη Βουλγαρία και την Κύπρο από εταιρίες του ομίλου Μαρινόπουλος ΑΕ.
- Επίσης, αναπροσαρμόσαμε τις αξίες και των δυο Εταιριών όπως προκύπτουν από όλους τους δείκτες, για απαιτήσεις οι οποίες είναι υπερήμερες και εκτιμάται ότι δεν θα εισπραχθούν. Για την ΠΑΝΓΑΙΑ η εν λόγω προσαρμογή ανέρχεται σε €74,1 χιλ., ενώ για την MIGRE σε €77,04 χιλ.
- Επιπλέον, πρέπει να σημειωθεί ότι αναφορικά με την αποτίμηση της ΠΑΝΓΑΙΑ, όπως αυτή προκύπτει από το δείκτη ΑΣ / Καθαρή Θέση, προβήκαμε σε περαιτέρω προσαρμογή της αξίας αναφορικά με τα μερίσματα ύψους €58,17 εκ. τα οποία έχουν εκταμειωθεί, 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, ήτοι των μετόχων της MIGRE, αφαιρώντας τις μη ελέγχουσες συμμετοχές ποσού €1,26 εκ. από το τελικό αποτέλεσμα.

## Μέθοδος συγκρίσιμων συναλλαγών

**Κύρια σημεία** – Συνολικά εξετάσαμε 9 συναλλαγές οι οποίες έλαβαν χώρα στην Ευρώπη κατά την περίοδο 2014 – 2015.

Ο κάτωθι πίνακας παρουσιάζει μια σύνοψη των επιλεγμένων συναλλαγών. Περιγραφή των συναλλαγών σε περισσότερη λεπτομέρεια παρατίθεται στο Παράρτημα 3.

### Συγκρίσιμες Συναλλαγές

Στόχος	Αγοραστής	Ημερομηνία ολοκλήρωσης	Εξαγορασθέν %	Αξία 100% μετοχικού κεφαλαίου στόχου (σε € εκ.)
Trastor REIC	Piraeus Bank S.A.	23/3/2015	37,08%	76,8
Corio N.V.	Klepierre S.A.	8/1/2015	93,60%	4.172,3
MIG Real Estate*	NBG Pangaea REIC	22/10/2014	13,86%	43,6
MIG Real Estate*	NBG Pangaea REIC	12/8/2014	34,96%	35,2
MIG Real Estate*	NBG Pangaea REIC	12/8/2014	47,85%	43,6
SIIC de Paris S.A.	Eurosic S.A.	23/7/2014	58,95%	938,2
SFL	Qatar Holding LLC	15/5/2014	7,25%	1.889,1
Gecina S.A.	Blackstone Group / Ivanhoe Cambridge	31/1/2014	22,98%	5.735,7
NBG Pangaea REIC*	Invel Real Estate / York Capital Management	2/1/2014	66,00%	989,4

\* Αναλύονται περαιτέρω παρακάτω στην ενότητα

Πηγή: Bloomberg, Mergermarket

## Προηγούμενες Συναλλαγές που αφορούν τις υπό εξέταση Εταιρίες

**Κύρια Σημεία** – Στην εν λόγω μεθοδολογία συνεκτιμήθηκαν και προηγούμενες συναλλαγές αναφορικά με το μετοχικό κεφάλαιο των Εταιριών, οι οποίες ολοκληρώθηκαν επιτυχώς και σε πρόσφατο σχετικά χρονικό διάστημα.

Οι συναλλαγές οι οποίες αφορούν στο μετοχικό κεφάλαιο των Εταιριών υπό αποτίμηση είναι οι εξής:

- › Η εξαγορά της MIG Real Estate ΑΕΕΑΠ από την ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ τον Αύγουστο του 2014. Η εν λόγω εξαγορά υπήρξε το αποτέλεσμα των ακόλουθων πράξεων:
  - ο Μεταβίβασης ποσοστού (34,96%) μέσω προσυμφωνημένης χρηματιστηριακής συναλλαγής (πακέτο),
  - ο Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου του Προτείνοντα μέσω εισφοράς εις είδος, η οποία εισφορά αφορούσε ποσοστό συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο της MIG Real Estate ΑΕΕΑΠ (47,85%),
  - ο Δημόσια Πρόταση, η οποία κατέστη υποχρεωτική λόγω των ανωτέρω συναλλαγών για το υπόλοιπο ποσοστό της MIG Real Estate ΑΕΕΑΠ (17,19%).
- › Ως αποτέλεσμα όλων των παραπάνω συναλλαγών, ο Προτείνων αύξησε το ποσοστό συμμετοχής του στην MIG Real Estate ΑΕΕΑΠ σε 96,67% κατά την 31.12.2014.
- › Η εξαγορά σημαντικού ποσοστού (66,0%) του μετοχικού κεφαλαίου της ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ από μία ομάδα εταιριών (Invel Real Estate (Netherlands) II BV, York Capital Management LLC και BSG Real Estate Limited). Σημειώνεται ότι η προσφερόμενη τιμή ανά μετοχή της ΠΑΝΓΑΙΑ ανήλθε σε €6,71, η οποία εμπίπτει στο εύρος αξιών για την ΠΑΝΓΑΙΑ.

Η αποτίμηση των εταιριών με βάση τις εν λόγω δύο συναλλαγές, δικαιολογείται μεταξύ άλλων από τους ακόλουθους λόγους:

- › Πρόκειται για επιτυχημένες συναλλαγές, οι οποίες έχουν γίνει αποδεκτές από την πλειοψηφία των μετόχων των εταιριών,
- › Έχουν πραγματοποιηθεί σχετικά πρόσφατα, οπότε μπορεί να θεωρηθεί ότι σε αρκετά σημαντικό βαθμό αντικατοπτρίζουν τις υφιστάμενες οικονομικές και επιχειρηματικές συνθήκες.



## Μέθοδος συγκρίσιμων συναλλαγών

**Κύρια σημεία** – Για την εξαγωγή των δεικτών αποτίμησης χρησιμοποιήθηκε η αξία του 100% του μετοχικού κεφαλαίου των στόχων όπως αυτή προκύπτει από την προσφερόμενη τιμή του αγοραστή.

### Δείκτες Αποτίμησης

Για τους σκοπούς της αποτίμησης χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες:

- ΑΕ / Έσοδα από Ενοίκια
  - ΑΕ / ΚΠΦΤΑ
  - ΑΣ / Κεφάλαια από Λειτουργικές Δραστηριότητες (FFO)
  - ΑΣ / Καθαρή Θέση
- Για την εξαγωγή των παραπάνω δεικτών χρησιμοποιήθηκε η αξία του 100% του μετοχικού κεφαλαίου των στόχων όπως αυτή προκύπτει από την προσφερόμενη τιμή του αγοραστή. Επιπλέον, χρησιμοποιήθηκαν τα τελευταία διαθέσιμα πριν την ανακοίνωση της συναλλαγής, οικονομικά στοιχεία των στόχων.

- Ο κάτωθι πίνακας συνοψίζει τους πολλαπλασιαστές όπως αυτοί προκύπτουν μετά από τυχόν αναπροσαρμογές για πριμ ελέγχου, έκπτωση για έλλειψη εμπορευσιμότητας:

### Δείκτες Αποτίμησης

Στόχος συναλλαγής	ΑΕ / Έσοδα από			
	Ενοίκια	ΑΕ / ΚΠΦΤΑ	ΑΣ / ΚΛΔ	ΑΣ / ΚΘ
Trastor REIC	17,03x	26,79x	937,30x	0,93x
Corio N.V.	15,11x	18,91x	17,47x	1,03x
MIG Real Estate*	12,86x	18,22x	16,63x	0,88x
MIG Real Estate*	10,83x	15,35x	13,41x	0,71x
MIG Real Estate*	12,86x	18,22x	16,63x	0,88x
SIIC de Paris S.A.	18,60x	22,38x	21,40x	1,15x
SFL	25,25x	31,19x	98,81x	0,91x
Gecina S.A.	17,55x	21,52x	19,89x	0,95x
NBG Pangaea REIC*	11,77x	12,40x	19,62x	1,05x
<b>Διάμεσος</b>	<b>15,11x</b>	<b>18,91x</b>	<b>19,62x</b>	<b>0,93x</b>
<b>Μέσος όρος εξαιρουμένων ακραίων τιμών</b>	<b>14,58x</b>	<b>18,14x</b>	<b>17,86x</b>	<b>0,94x</b>

Σημείωση: Οι ακραίες τιμές συμβολίζονται με γκρι χρώμα

## Μέθοδος συγκρίσιμων συναλλαγών

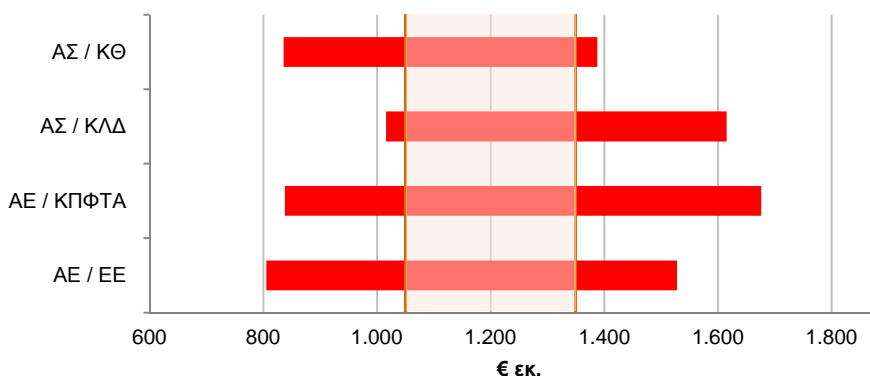
**Κύρια Σημεία** – Το τελικό εύρος αξιών για τις δυο Εταιρίες όπως προκύπτει από την μέθοδο Συγκρίσιμων Συναλλαγών κυμαίνεται μεταξύ €1.130,3 εκ. έως και €1.350 εκ. για την ΠΑΝΓΑΙΑ και μεταξύ €35,0 εκ. έως και €39,0 εκ. για την MIGRE.

### Συμπεράσματα

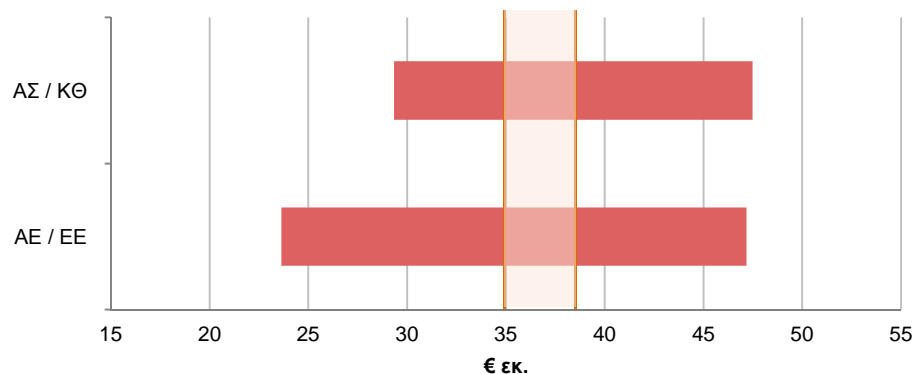
Τα παρακείμενα γραφήματα παρουσιάζουν τα αποτελέσματα της μεθόδου των συγκρίσιμων συναλλαγών.

- Σημειώνεται ότι για την εξαγωγή του τελικού εύρους αξιών για τις δυο Εταιρίες χρησιμοποιήθηκαν οι αξίες που προκύπτουν από τους μέσους όρους εξαιρουμένων ακραίων τιμών των δεικτών.
- Το τελικό εύρος αξιών για τις δυο Εταιρίες όπως προκύπτει από την μέθοδο Συγκρίσιμων Συναλλαγών κυμαίνεται μεταξύ **€1.130,3 εκ. έως και €1.350 εκ. για την ΠΑΝΓΑΙΑ** και μεταξύ **€35,0 εκ. έως και €39,0 εκ. για την MIGRE.**

### Αξία του συνόλου του μετοχικού κεφαλαίου της Πανγαία, την 31/01/2015



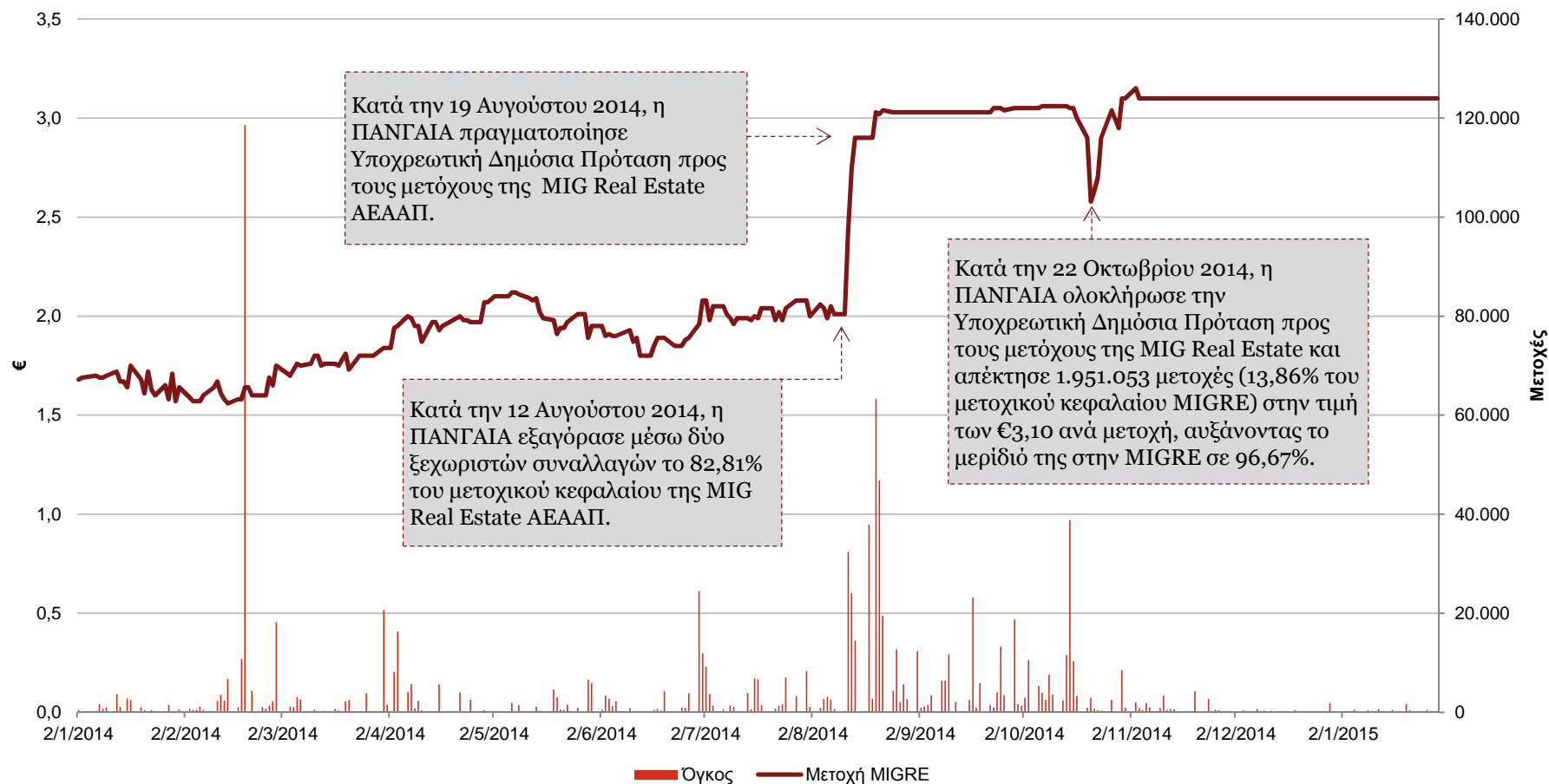
### Αξία του συνόλου του μετοχικού κεφαλαίου της MIGRE, την 31/01/2015



## Μέθοδος Χρηματιστηριακών Τιμών (Μέθοδος Κεφαλαιοποίησης)

**Κύρια Σημεία** – Η ΠΑΝΓΑΙΑ προέβη στις 12/08/2014 σε αγορά πακέτου μετοχών και κατόπιν αυτού, σε υποχρεωτική Δημόσια Πρόταση.

### MIGRE πορεία μετοχής



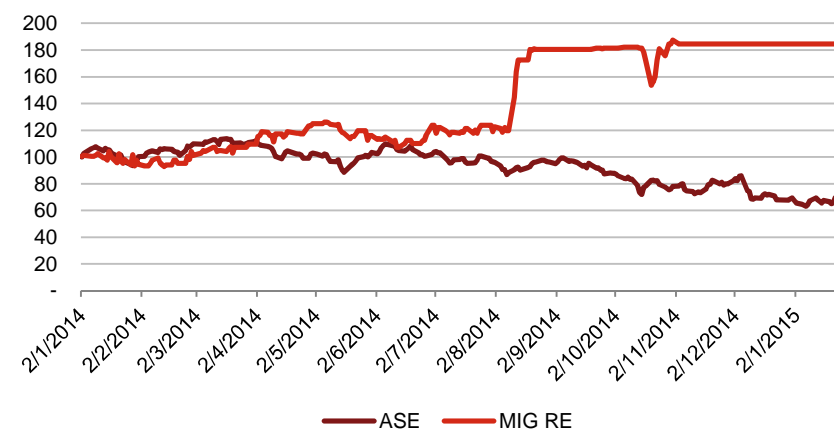
## Μέθοδος Χρηματιστηριακών Τιμών (Μέθοδος Κεφαλαιοποίησης)

**Κύρια Σημεία** – Λόγω της χαμηλής ρευστότητας/διασποράς της μετοχής της MIGRE συνεπεία της ΔΠ, η συγκεκριμένη μέθοδος δεν συνυπολογίστηκε στην εξαγωγή του τελικού μας συμπεράσματος.

### Μέθοδος Χρηματιστηριακών Τιμών

- Στο διπλανό γράφημα παρουσιάζεται η χρηματιστηριακή πορεία της μετοχής της MIGRE σε σχέση με το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, κατά την περίοδο 2.1.2014 έως και 31.3.2015.
- Όπως διαφαίνεται, για την περίοδο 19.08.2014 (ημερομηνία Δημόσιας Πρότασης) έως και 31.01.2015 (ημερομηνία Αποτίμησης), δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ της τιμής της μετοχής της MIGRE και του Χρηματιστηριακού Δείκτη. Πιο συγκεκριμένα, κατά το εν λόγω διάστημα, η τιμή της μετοχής σταθεροποιήθηκε στα €3,10, την προσφερόμενη τιμή της Δημόσιας Πρότασης που «έτρεχε» την δεδομένη χρονική στιγμή.
- Επιπροσθέτως, ο όγκος συναλλαγών της μετοχής της MIGRE κινήθηκε σε χαμηλά επίπεδα καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο, ενώ κατά τους τελευταίους έξι μήνες πριν την ημερομηνία Αποτίμησης, ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών ανήλθε σε μόλις 4.477 μετοχές. Μάλιστα, την περίοδο κατά την οποία η ΠΑΝΓΑΙΑ είχε πραγματοποιήσει τη Δημόσια Πρόταση (ήτοι από 19.08.2014 έως και 22.10.2014), ο όγκος συναλλαγών ανήλθε σε 8.304 μετοχές κατά μέσο όρο ημερησίως, ενώ κατά το τελευταίο τρίμηνο έως την 31/01/2015, ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών ανήλθε σε 534 τεμάχια ο οποίος αντιστοιχεί σε μια περίοδο 2,4 ετών για να «γυρίσει» το σύνολο των free float μετοχών.
- Στο σημείο αυτό σημειώνεται ότι με βάση απόφαση της Διοικούσας Επιτροπής Χρηματιστηριακών Αγορών, οι μετοχές της MIGRE έχουν μεταφερθεί στην Κατηγορία Χαμηλής Διασποράς από την 31 Οκτωβρίου 2014, καθώς το ποσοστό της διασποράς είναι μικρότερο από 10%.

### Πορεία μετοχής MIG RE έναντι Γενικού Δείκτη



Πηγή: Bloomberg

Περίοδος	Κεφαλαιοποίηση (σε € εκ.)	Μέσος Όρος		
		Ημερήσιου Όγκου (σε # μετοχών)	Ως % free float*	Turnover (ημέρες)
3μηνός μέσος όρος έως την 31.01.2015	43,6	534	0,11%	878
6μηνός μέσος όρος έως την 31.01.2015	42,0	4.477	0,25%	395
12μηνός μέσος όρος έως την 31.01.2015	34,3	3.930	0,19%	533
3μηνός μέσος όρος έως την 19.08.2014	28,6	4.019	0,17%	602
6μηνός μέσος όρος έως την 19.08.2014	28,2	3.355	0,14%	721
12μηνός μέσος όρος έως την 19.08.2014	25,1	3.176	0,13%	762

\* Το ποσοστό free float έχει σταθμιστεί ανάλογα με την περίοδο την οποία υπολογίστηκε

Πηγή: Bloomberg, Ανάλυση PwC

- Επομένως, βασιζόμενοι στους παραπάνω περιορισμούς, θεωρούμε περιορισμένη την καταλληλότητα της μεθόδου για τους σκοπούς της άσκησης μας και ως εκ τούτου δεν ελήφθη υπόψη για τον υπολογισμό του τελικού εύρους αξιών της MIGRE.

## Συμπεράσματα

Τα διπλανά γραφήματα παρουσιάζουν συνοπτικά τα αποτελέσματα της εργασίας μας αναφορικά με το εύρος αξιών της ΠΑΝΓΑΙΑ και της MIGRE.

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

Σταθμίζοντας τις αποτιμήσεις των Εταιριών αναλόγως της καταλληλότητας της μεθόδου και, συγκεκριμένα, δίνοντας ιδιαίτερη βαρύτητα στην μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης καταλήξαμε στα εξής εύρη ανά Εταιρία:

Για την ΠΑΝΓΑΙΑ, το σταθμισμένο εύρος αξιών κυμαίνεται από **€1.183,7 εκ. έως και €1.330,5 εκ.**

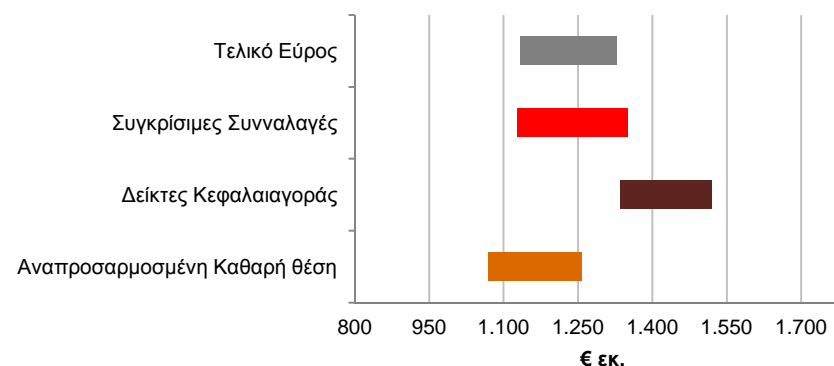
Για την MIGRE, το σταθμισμένο εύρος αξιών κυμαίνεται από **€38,1 εκ. έως και €41,2 εκ.**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει το εύρος για τη σχέση αξιών και το λόγο ανταλλαγής μετοχών αντίστοιχα, όπως αυτό προκύπτει με βάση τη κάθε μέθοδο αποτίμησης ξεχωριστά

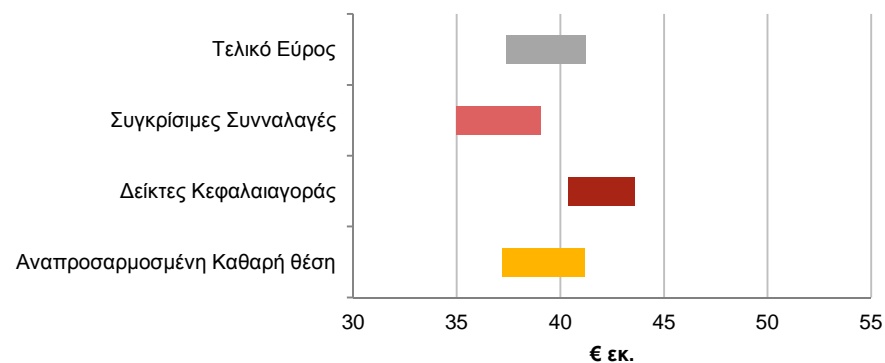
Μέθοδος αποτίμησης	Εύρος σχέσης αξιών	Εύρος Λόγων Ανταλλαγής	
		Μετοχές MIGRE προς 1 Μετοχή Πανγαία	Μετοχών
Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή θέση	27,95 έως και 32,84 προς 1	2,06 έως και 2,42 προς 1	
Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	30,72 έως και 37,63 προς 1	2,26 έως και 2,77 προς 1	
Συγκρίσιμων Συνναλαγών	28,96 έως και 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	

**Κύρια σημεία** – Για την ΠΑΝΓΑΙΑ, το σταθμισμένο εύρος αξιών κυμαίνεται από €1.183,7 εκ. έως και €1.330,5 εκ., ενώ για την MIGRE, το σταθμισμένο εύρος αξιών κυμαίνεται από €38,1 εκ. έως και €41,2 εκ.

**Εύρη αξιών για το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου της ΠΑΝΓΑΙΑ, την 31.01.2015**



**Εύρη αξιών για το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου της MIGRE, την 31.01.2015**



## Συμπεράσματα

Σταθμίζοντας την αποτίμηση βάσει των προαναφερθέντων ποσοστών 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)**

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.

**Κύρια σημεία** – Κατά τη γνώμη μας, η προτεινόμενη από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών σχέση αξιών και σχέση ανταλλαγής μετοχών εμπίπτουν στα εύρη σχέσεων αξιών και σχέσεων ανταλλαγής μετοχών που προέκυψαν από την αποτίμηση των Εταιριών και, επομένως οι προτεινόμενες σχέσεις είναι δίκαιες και λογικές.

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. Επιπλέον, σημειώνεται ότι τις κοινές εξαγοράσιμες μετοχές τις έχουμε χειρισθεί ως κοινές ονομαστικές μετοχές.

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 όπως προκύπτει από την διαίρεση των νέων μετοχών που θα λαμβάνουν οι μέτοχοι της ΠΑΝΓΑΙΑ προς τις νέες μετοχές που θα λαμβάνουν οι μέτοχοι της MIGRE, ήτοι (1,334251532 / 0,591602815)

- **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.



# Παραρτήματα

	<b>Παραρτήματα</b>	<b>61</b>
1	Μεθοδολογίες Αποτίμησης	62
2	Περιγραφή Συγκρίσιμων Εταιριών	64
3	Περιγραφή Συγκρίσιμων Συναλλαγών	68
4	Υπολογισμός Πριμ Ελέγχου	70
5	Υπολογισμός Έκπτωσης Εμπορευσιμότητας	71
6	Αποτίμηση Συμβολαίων Ανταλλαγής Επιτοκίων	73
7	Πηγές Πληροφόρησης	76
8	Σύνοψη Ακινήτων	77
9	Ενδεικτική Έκθεση Έκτιμησης	90
10	Ανάλυση Ευαισθησίας επί 22 Επενδυτικών Ακινήτων	109
11	Σύμβαση	132
12	Γλωσσάριο	138

## Μεθοδολογίες αποτίμησης

### Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης

- Η μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης δείχνει την αξία της αγοράς των κοινών ονομαστικών μετοχών μιας επιχείρησης προσαρμόζοντας τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού της υποκείμενης εταιρίας στην ισοδύναμη αγοραία αξία τους. Η μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης βασίζεται στο άθροισμα των επιμέρους τιμών των υποκείμενων στοιχείων του ενεργητικού. Η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων σε εμπορεύσιμη και πλειοψηφική βάση υποδεικνύεται στη συνέχεια από το άθροισμα της αγοραίας αξίας των περιουσιακών στοιχείων μείον την αγοραία αξία των υποχρεώσεων. Αυτή η προσέγγιση γίνεται σε δύο στάδια:
  - Εκτιμάται η αξία όλων των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων.
  - Η καθαρή θέση της επιχείρησης υπολογίζεται αφαιρώντας την αξία των υποχρεώσεων από την αξία των περιουσιακών στοιχείων.
- Η μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης έχει μια σειρά από παραλλαγές. Τυπικά η προσέγγιση μπορεί να εφαρμοστεί χρησιμοποιώντας μια «going concern» υπόθεση η οποία χρησιμοποιεί την έννοια του κόστους αντικατάστασης ως ένδειξη της αξίας. Το σκεπτικό είναι ότι ένας επενδυτής δεν θα πληρώσει περισσότερο για μια επιχείρηση από το ποσό για το οποίο θα μπορούσαν τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης να αντικατασταθούν. Στο βαθμό που τα υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία μιας εταιρίας παρέχουν λιγότερη χρησιμότητα από νέα περιουσιακά στοιχεία, η αξία των περιουσιακών στοιχείων μειώνεται για να απεικονιστεί η φυσική φθορά, η λειτουργική απαξίωση, και η οικονομική απαξίωση.

## Μεθοδολογίες αποτίμησης

### Μέθοδος Συγκρίσιμων Εταιριών (Δεικτών Κεφαλαιαγοράς)

- Η μέθοδος των Συγκρίσιμων Εταιριών προσδιορίζει την αγοραία αξία μίας εταιρίας συγκρίνοντάς την με εισηγμένες εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε παρόμοιους κλάδους. Οι συνθήκες και οι προοπτικές των εταιριών που δραστηριοποιούνται σε παρόμοιους τομείς εξαρτώνται από κοινούς παράγοντες όπως η συνολική ζήτηση για τα προϊόντα και τις υπηρεσίες τους.
- Η ανάλυση των δεικτών κεφαλαιαγοράς (multiples) των εταιριών που δραστηριοποιούνται σε παρόμοιες αγορές προσφέρει μία εικόνα για τις αντιλήψεις των επενδυτών και ως εκ τούτου, της αξίας της εταιρίας που επιθυμούμε να αποτιμήσουμε.
- Αφού εντοπίσουμε και επιλέξουμε τις συγκρίσιμες εισηγμένες εταιρίες, τα επιχειρηματικά και οικονομικά τους προφίλ αναλύονται για να διαπιστωθεί εάν υπάρχει επίσης ομοιότητα. Οι δείκτες κεφαλαιαγοράς βάσει της κεφαλαιοποίησης ή της Αξίας Επιχείρησης (ΑΕ) των εισηγμένων εταιριών υπολογίζονται και έπειτα, προσαρμόζονται για παράγοντες όπως το σχετικό τους μέγεθος, το ρυθμό ανάπτυξης, την κερδοφορία, το ρίσκο και την απόδοση.
- Αυτοί οι προσαρμοσμένοι δείκτες εφαρμόζονται στα λειτουργικά αποτελέσματα της υπο εξέταση εταιρίας ώστε να εκτιμήσουμε ένα εύρος αξιών για την εταιρία. Έπειτα, θα πρέπει να εφαρμόσουμε μία προσαύξηση για τον έλεγχο της εταιρίας και μία έκπτωση για τη μειωμένη εμπορευσιμότητα (σε περίπτωση που η υπο εξέταση εταιρία δεν είναι εισηγμένη), ώστε να προκύψει ένα εύρος αξιών υπό εμπορεύσιμη, πλειοψηφική βάση. Σε ορισμένες περιπτώσεις, οι δύο αυτές προσαρμογές αλληλο-αναιρούνται, και συνεπώς παραλείπονται.

### Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών

- Η μέθοδος των συγκρίσιμων συναλλαγών έχει ως σκοπό τον υπολογισμό πολλαπλασιαστών 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.
- Η επιλογή των δεικτών που χρησιμοποιούνται για τη σύγκριση τους με την χρηματιστηριακή αξία των εταιριών εξαρτάται κατά περίπτωση από τον κλάδο και το είδος των προϊόντων ή υπηρεσιών που οι συγκεκριμένες εταιρίες παρέχουν.
- Αξία Συναλλαγής (ΑΣ), η οποία συνήθως αναφέρεται στην αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εξαγοραζόμενης. Στην περίπτωση που η αγοράστρια εταιρία αναλαμβάνει και το δανεισμό της υπό εξαγορά Εταιρίας στόχου τότε αναφερόμαστε στην Αξία Επιχείρησης.

## Περιγραφή Συγκρίσιμων Εταιριών

### Alstria office REIT-AG

Η Alstria REIT AG είναι Γερμανική εταιρία με βάση τις επενδύσεις σε ακίνητα (REIT). Η Εταιρία επικεντρώνεται στην απόκτηση και διαχείριση γραφειακών χώρων στη Γερμανία. Οι κτηματομεσιτικές δραστηριότητες της εταιρίας καλύπτουν το Asset Management, Κτηματική και Τεχνική Διαχείριση. Η εταιρία διαθέτει ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο ακινήτων, το οποίο περιλαμβάνει περίπου 84 ακίνητα, σε όλη την Γερμανία, αλλά κυρίως στην πόλη του Αμβούργου. Το χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνει επίσης ακίνητα στις πόλεις του Βερολίνου, Βόννη, Detmold, Ντόρτμουντ, Δρέσδης, Ντίσελντορφ, Ερφούρτη, Έσσεν, Φρανκφούρτη, Halle, Ανόβερο, Ιένα, Κολωνία, Λειψία, Μαγδεμβούργο, Mannheim, Μόναχο, Neuss, Νυρεμβέργη, Πότσταμ, Στουτγκάρδη, Βισμπάντεν, Βούπερταλ, Wurzburg και Τσβίκαου.

### Befimmo SA

Η Befimmo είναι μια Βέλγικη εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (SICAFI), η οποία επικεντρώνει τις επενδύσεις της σε κτίρια γραφείων στο Βέλγιο, κυρίως στις Βρυξέλλες και στο Λουξεμβούργο. Δρα ως διαχειριστής ακινήτων και περιουσιακών στοιχείων και κατέχει χαρτοφυλάκια ακινήτων.

### Beni Stabili SpA SIIQ

Η Beni Stabili SpA SIIQ είναι μια εταιρία με έδρα την Ιταλία που δραστηριοποιείται στον τομέα των ακινήτων. Η εταιρία δραστηριοποιείται μέσω χαρτοφυλακίου ακινήτων εντός τριών επιχειρηματικών μονάδων και μια εταιρία διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων. Το βασικό της χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνει γραφεία τα οποία μισθώνει με μακροπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα συμβόλαια.

### Citycon

Η Citycon είναι μια Φινλανδική εταιρία επενδύσεων σε ακίνητα που ειδικεύεται στα καταστήματα λιανικής πώλησης. Οι κύριες δραστηριότητες της περιλαμβάνουν τη χρηματοδοτική μίσθωση, τη διαχείριση και την ανάπτυξη του χαρτοφυλακίου ακινήτων, καθώς και το σχεδιασμό και τη κατασκευή νέων κτιριακών εγκαταστάσεων. Οι δραστηριότητές της, διακρίνονται σε τρεις επιχειρηματικές μονάδες: στην Φινλανδία, στη Σουηδία και στις χώρες της Βαλτικής.

### Cofinimmo NV/SA

Η Cofinimmo είναι μια εταιρία με έδρα το Βέλγιο. Η εταιρία εξειδικεύεται στη μίσθωση ακινήτων, όπως γραφεία, νοσοκομεία και κτίρια δημόσιας περιουσίας. Επιπλέον, η εταιρία προσφέρει μια σειρά από σχετικές υπηρεσίες προς τους πελάτες της, όπως η διαχείριση των εγκαταστάσεων, περιπολίες και διαχείριση του χώρου εργασίας. Η Cofinimmo διαχειρίζεται ένα χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει γραφεία που βρίσκονται κυρίως στην Αμβέρσα και στις Βρυξέλλες.

## Περιγραφή Συγκρίσιμων Εταιριών

### Deutsche EuroShop AG

Η Deutsche Euroshop AG είναι μια Γερμανική εταιρία η οποία επικεντρώνεται στην απόκτηση, διαχείριση, χρήση και πώληση σε εμπορικά ακίνητα. Η εταιρία είναι οργανωμένη, μαζί με τις θυγατρικές της, σε δύο γεωγραφικά τμήματα: εγχώριες και διεθνείς. Η διαχείριση των εμπορικών κέντρων της έχει ανατεθεί σε εξωτερικό συνεργάτη την OEE Projektmanagement GmbH & Co.KG, η οποία δραστηριοποιείται στην ανάπτυξη, το σχεδιασμό, την υλοποίηση, την εκμίσθωση και διαχείριση εμπορικών κέντρων. Το χαρτοφυλάκιο της Εταιρίας αποτελείται από περίπου 20 εμπορικά κέντρα σε όλη τη Γερμανία, καθώς και σε αρκετές πόλεις διεθνώς: Γκντανσκ στην Πολωνία, Πετς στην Ουγγαρία και Κλάγκενφουρτ στην Αυστρία. Η εταιρία δραστηριοποιείται μέσω των θυγατρικών της, συμπεριλαμβανομένων των DES Verwaltung GmbH, DES Management GmbH και DES shoppingcenter GmbH & Co. KG, μεταξύ άλλων.

### Eurocommercial Properties NV

Η Eurocommercial Properties NV είναι μια εταιρία επενδύσεων σε ακίνητα με έδρα την Ολλανδία. Η εταιρία επενδύει, κατέχει και διαχειρίζεται εμπορικά ακίνητα, κυρίως εμπορικά κέντρα, αλλά και αποθήκες και χώρους γραφείων. Οι δραστηριότητές της επικεντρώνονται στην Γαλλία, τη Σουηδία και τη Βόρεια Ιταλία, με χαρτοφυλάκιο ακινήτων το οποίο περιλαμβάνει περισσότερα από 30 εμπορικά κέντρα.

### Fonciere des Regions SA

Η Fonciere des Regions είναι μια εταιρία επενδύσεων σε ακίνητα η οποία εδρεύει στη Γαλλία. Το χαρτοφυλάκιο της αποτελείται κυρίως από γραφεία. Η Εταιρία εκμισθώνει ακίνητα σε κατασκευαστές και εταιρίες παροχής υπηρεσιών, συμπεριλαμβανομένης της France Telecom, Thales, EDF, Accor, Dassault Systemes, Suez Environnement, IBM και Eiffage. Τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας αποτελούνται από χώρους γραφείων στη Γαλλία και την Ιταλία, μέσω της θυγατρικής της Beni Stabili.

### Grivalia Properties REIC

Η Grivalia Properties Ανώνυμη Εταιρία Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (Α.Ε.Ε.Α.Π.), δραστηριοποιείται στο κλάδο των επενδύσεων σε ακίνητα, διαχειρίζεται ένα χαρτοφυλάκιο εμπορικών ακινήτων στην Ελλάδα και την Ανατολική Ευρώπη και διατηρεί μακροχρόνιες μισθώσεις με εταιρίες / χρήστες των ακινήτων ιδιοκτησίας της.

### Hammerson plc

Η Hammerson plc είναι μια εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (REIT). Οι κύριες δραστηριότητες της Εταιρίας περιλαμβάνουν επενδύσεις σε ακίνητα και την ανάπτυξη ακινήτων. Επενδύει σε εμπορικά κέντρα, καταστήματα λιανικής, πάρκα και γραφεία. Η εταιρία διαθέτει ένα χαρτοφυλάκιο περιουσιακών στοιχείων στο Ηνωμένο Βασίλειο και τη Γαλλία. Το εμπορικό χαρτοφυλάκιο της περιλαμβάνει 20 εμπορικά κέντρα. Στη Γαλλία, η εταιρία κατέχει συνολικά οκτώ εμπορικά κέντρα στην ευρύτερη περιοχή του Παρισιού. Το χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνει ακίνητα περίπου 300.000 τετραγωνικών μέτρων και 900 μισθωτές.

## Περιγραφή Συγκρίσιμων Εταιριών

### Icade SA

Η Icade SA είναι μια Γαλλική εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Οι κύριες δραστηριότητες της Εταιρίας περιλαμβάνουν επενδύσεις σε εμπορικά ακίνητα. Επενδύει σε γραφεία, εμπορικά κέντρα, πάρκα, αποθήκες και κτίρια υγειονομικής περίθαλψης. Επιπλέον, η εταιρία επενδύει σε κτίρια που ανατίθενται από την κυβέρνηση και τα οποία εκμισθώνει σε δημόσιους φορείς, όπως διάφορες κρατικές υπηρεσίες και τοπικές αρχές.

### Land Securities Group plc

Η Land Securities Group plc είναι μια εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (REIT) με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο. Η εταιρία κατέχει και διαχειρίζεται εμπορικά κέντρα περίπου 24 εκ. τετραγωνικών μέτρων ενώ παρέχει υπηρεσίες διαχείρισης ακινήτων σε πελάτες του ιδιωτικού και δημοσίου τομέα. Η εταιρία λειτουργεί εμπορικά κέντρα, εκπαιδευτικά κέντρα, πάρκα και καταστήματα τροφίμων. Παράλληλα, η εταιρία συμμετέχει σε κοινοπραξίες με άλλες επιχειρήσεις για την ανάπτυξη της γκαλερί Martineau και του κέντρου της πόλης του Μπρίστολ καθώς και την ανάπτυξη άλλων κτιρίων στο κέντρο του Λονδίνου.

### Mercialys SA

Η Mercialys SA εδρεύει στη Γαλλία και αποτελεί εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (REIT). Το χαρτοφυλάκιο της αποτελείται κυρίως από εμπορικά ακίνητα, όπως είναι εστιατόρια, μεγάλα εμπορικά και μικρότερα τοπικά εμπορικά κέντρα καθώς και καταστήματα τα οποία είναι δίπλα σε κέντρα που ανήκουν στην εταιρία Groupe Casino. Η εταιρία μισθώνει κυρίως τους χώρους της σε επώνυμα καταστήματα γαλλικής προέλευσης, αλυσίδες καταστημάτων και καταστήματα δικαιοχρησίας (franchise).

### Segro plc

Η Segro plc, με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο, είναι μια εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (REIT). Δρα ως ιδιοκτήτης και διαχειριστής ακινήτων, ενώ το χαρτοφυλάκιο της περιλαμβάνει αποθήκες εφοδιαστικής αλυσίδας βιομηχανικές εγκαταστάσεις, γραφεία και αποθήκες αεροδρομίων. Μεταξύ άλλων η εταιρία διαθέτει ακίνητα στο αεροδρόμιο Heathrow και Royal Park καθώς και ακίνητη περιουσία συνολικής έκτασης 575 χιλ. τετραγωνικών μέτρων στην οποία στεγάζονται 300 περίπου επιχειρήσεις. Η εταιρία διαθέτει ακόμα περιουσιακά στοιχεία στη Γερμανία, το Βέλγιο, την Ολλανδία, τη Γαλλία, την Ιταλία, την Πολωνία και την Τσεχία.



## Περιγραφή Συγκρίσιμων Εταιριών

### Trastor ΑΕΕΑΠ

Η Trastor Ανώνυμη Εταιρία Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (Α.Ε.Ε.Α.Π.), έχει έδρα την Ελλάδα και αποτελεί εταιρία επενδύσεων ακίνητης περιουσίας, παρόμοια με τις αντίστοιχες εταιρίες REIT του εξωτερικού. Κύριος σκοπός της εταιρίας είναι η επένδυση σε εμπορικά και επαγγελματικά ακίνητα εισοδήματος και η διαχείριση αυτών. Το χαρτοφυλάκιο της εταιρίας αποτελείται από 10 εμπορικά και επαγγελματικά ακίνητα, ένα χαρτοφυλάκιο 11 πρατηρίων υγρών καυσίμων και 3 οικόπεδα. Το 52% του χαρτοφυλακίου της εταιρίας κατανέμεται στην Αθήνα, το 9% στη Θεσσαλονίκη ενώ το υπόλοιπο χαρτοφυλάκιο της εταιρίας αφορά ακίνητα στη υπόλοιπη χώρα. Οι μισθωτές περιλαμβάνουν μεγάλους οργανισμούς και εταιρίες λιανικής, όπως: Τράπεζα Πειραιώς, BP Ελλάς, Όμιλος Inditex και η H&M.

### VastNed Retail NV

Η Vastned Retail NV είναι εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (REIT) με έδρα την Ολλανδία. Το χαρτοφυλάκιο της εταιρίας αφορά κυρίως καταστήματα λιανικής σε κεντρικούς εμπορικούς δρόμους σε πόλεις της Δυτικής Ευρώπης (Ολλανδία, Βέλγιο, Γαλλία, Ισπανία) και την Κωνσταντινούπολη.

## Περιγραφή Συγκρίσιμων Συναλλαγών

### Trastor ΑΕΕΑΠ - Τράπεζα Πειραιώς

Η Τράπεζα Πειραιώς υπέγραψε συμφωνία για την εξαγορά ποσοστού 37,08% στην Trastor ΑΕΕΑΠ από την Pasa Development με αντάλλαγμα το χρέος που οφείλει η Pasa στην Τράπεζα Πειραιώς. Η συναλλαγή ανακοινώθηκε στις 10/03/2015 και ολοκληρώθηκε στις 23/03/2015. Η Trastor είναι μια εταιρία αξιοποίησης ακίνητης περιουσίας, εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών, με έδρα την Αθήνα. Πριν από την συναλλαγή η Τράπεζα Πειραιώς κατείχε 33,8% στην Trastor. Η προσφερόμενη τιμή ανέρχεται στα €1,4 ανά μετοχή και αποτιμά το 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Trastor στα €76,8 εκ.

### Gecina S.A. – Blackstone Group

Η Blackstone μαζί με την Ivanhoe Cambridge εξαγόρασαν το 22,98% του μετοχικού κεφαλαίου της Gecina S.A. Η συναλλαγή ανακοινώθηκε και ολοκληρώθηκε στις 31/01/2014. Η Gecina είναι μια εταιρία αξιοποίησης ακίνητης περιουσίας, εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Παρισιού, με έδρα το Παρίσι. Η προσφερόμενη τιμή ανέρχεται στα €91,23 ανά μετοχή και αποτιμά το 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Gecina στα €5,735.7 εκ.

### Societe Fonciere Lyonnaise SA - Qatar Holding LLC

Η Qatar Holding εξαγόρασε 7,25% του μετοχικού κεφαλαίου της Societe Fonciere Lyonnaise (SFL) από την Unibail-Rodamco SA. Η συναλλαγή ανακοινώθηκε στις 29/04/2014 και ολοκληρώθηκε στις 15/05/2014. Η SFL είναι μια εταιρία αξιοποίησης ακίνητης περιουσίας, εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Παρισιού, με έδρα το Παρίσι. Η προσφερόμενη τιμή ανέρχεται στα €40,6 ανά μετοχή και αποτιμά το 100% του μετοχικού κεφαλαίου της SFL στα €1,889.1 εκ.

### SIIC de Paris SA - Eurosic SA

Η Eurosic εξαγόρασε 58,95% του μετοχικού κεφαλαίου της SIIC de Paris από την Realia Business SA. Η συναλλαγή ανακοινώθηκε στις 05/06/2014 και ολοκληρώθηκε στις 23/07/2014. Η SIIC de Paris είναι μια εταιρία αξιοποίησης ακίνητης περιουσίας, εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Παρισιού, με έδρα το Παρίσι. Η προσφερόμενη τιμή ανέρχεται στα €21,77 ανά μετοχή και αποτιμά το 100% του μετοχικού κεφαλαίου της SIIC de Paris στα €938.2 εκ.

### MIG Real Estate – NBG Pangaea (1)

Η Εθνική ΠΑΝΓΑΙΑ εξαγόρασε ποσοστό 34,96% του μετοχικού κεφαλαίου της MIG Real Estate από την MIG Holdings. Η συναλλαγή ανακοινώθηκε και ολοκληρώθηκε στις 12/08/2014. Η MIGRE είναι μια εταιρία αξιοποίησης ακίνητης περιουσίας, εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών, με έδρα την Αθήνα. Η προσφερόμενη τιμή ανέρχεται στα €2,5 ανά μετοχή και αποτιμά το 100% του μετοχικού κεφαλαίου της MIGRE στα €35.2 εκ.

### MIG Real Estate – NBG Pangaea (2)

Η Εθνική ΠΑΝΓΑΙΑ εξαγόρασε ποσοστό 47,85% του μετοχικού κεφαλαίου της MIG Real Estate από την Medscope Holdings, τον κ. Νικόλαο Γουλανδρή και τον κ. Ηλία Βολονάση. Η συναλλαγή ανακοινώθηκε και ολοκληρώθηκε στις 12/08/2014. Η MIGRE είναι μια εταιρία αξιοποίησης ακίνητης περιουσίας, εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών, με έδρα την Αθήνα. Η προσφερόμενη τιμή ανέρχεται στα €3,1 ανά μετοχή και αποτιμά το 100% του μετοχικού κεφαλαίου της MIGRE στα €43.6 εκ.

## Περιγραφή Συγκρίσιμων Συναλλαγών

### Corio N.V. - Klepierre SA

Η Klepierre εξαγόρασε 93,6% του μετοχικού κεφαλαίου της Corio από την APG Group N.V. Η συναλλαγή ανακοινώθηκε στις 29/07/2014 και ολοκληρώθηκε στις 08/01/2015. Η Corio είναι μια εταιρία αξιοποίησης ακίνητης περιουσίας, εισηγμένη στο Χρηματιστήριο του Άμστερνταμ, με έδρα το Άμστερνταμ. Η προσφερόμενη τιμή ανέρχεται στα €41,4 ανά μετοχή και αποτιμά το 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Corio στα €4,172.3 εκ.

### MIG Real Estate – NBG Pangaea (3)

Η Εθνική ΠΑΝΓΑΙΑ εξαγόρασε ποσοστό 13,86% του μετοχικού κεφαλαίου της MIG Real Estate μέσω Δημόσιας Πρότασης. Η συναλλαγή ανακοινώθηκε στις 19/08/2014 και ολοκληρώθηκε στις 22/10/2014. Η MIGRE είναι μια εταιρία αξιοποίησης ακίνητης περιουσίας, εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών, με έδρα την Αθήνα. Η προσφερόμενη τιμή ανέρχεται στα €3,1 ανά μετοχή και αποτιμά το 100% του μετοχικού κεφαλαίου της MIGRE στα €43.6 εκ.

### NBG Pangaea – Invel Real Estate

Η Invel Real Estate μαζί με την York Capital Management εξαγόρασαν ποσοστό 66% του μετοχικού κεφαλαίου της Εθνικής ΠΑΝΓΑΙΑ. Η συναλλαγή ανακοινώθηκε στις 17/11/2013 και ολοκληρώθηκε στις 02/01/2014. Η Εθνική ΠΑΝΓΑΙΑ είναι μια εταιρία αξιοποίησης ακίνητης περιουσίας, με έδρα την Αθήνα. Η προσφερόμενη τιμή ανέρχεται στα €6,71 ανά μετοχή και αποτιμά το 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Εθνικής ΠΑΝΓΑΙΑ στα €989.4 εκ.

## Υπολογισμός Προσαύξησης Ελέγχου

### Σύνοψη

Αγοραστής	Στόχος	Ημερομηνία ανακοίνωσης	Αξία συναλλαγής (σε εκ.)	Προσαύξηση ελέγχου
Fornebu Utvikling ASA	Obos BBL	31/1/2012	NOK 3.644,88	47,10%
AREA Property Partners LP	Minerva Ltd	26/5/2011	GBP 1.053,15	30,69%
ADLER Real Estate AG	Accentro Real Estate AG	3/6/2014	EUR 49,4	17,16%
Deutsche Annington Immobilien SE	Gagfah SA	1/12/2014	EUR 8.176,4	15,89%
Klovern AB	Dagon AB	6/12/2011	SEK 5.251,06	24,48%
Private Investor	CPI Property Group SA	2/6/2013	EUR 1.391,44	18,99%
Deutsche Wohnen AG	GSW Immobilien AG	20/8/2013	EUR 3.376,91	12,36%
Abu Dhabi Financial Group LLC	Northcare Plc	17/1/2013	GBP 26,21	1,64%
Gazit-Globe Ltd	Atrium European Real Estate Limited	22/1/2015	EUR 229,106	7,58%
NBG Pangaea REIC	MIG Real Estate Reic	12/8/2014	EUR 12,30	24,4%
NBG Pangaea REIC	MIG Real Estate Reic	12/8/2014	EUR 20,88	54,2%
Klepierre SA	Corio N.V.	29/7/2014	EUR 7.108,49	15,85%
Cofitem-Cofimur SA	Fonciere Paris France	30/7/2013	EUR 485,22	7,11%
Metric Property Investments Plc	London & Stamford Property Plc	9/11/2012	EUR 282,83	9,99%
Piraeus Bank SA	Trastor Reic	10/3/2015	EUR 32,85	17,65%
Izaki Group	Atlas Estate Ltd	26/4/2010	GBP 260,29	9,76%
<b>Μέσος Όρος (στρογγυλοποιημένος)</b>				<b>20,00%</b>

Πηγή: Bloomberg, Mergermarket

- Όσον αφορά τον υπολογισμό της προσαύξησης ελέγχου, εξετάσαμε συναλλαγές οι οποίες έλαβαν χώρα στην Ευρώπη τα τελευταία 5 χρόνια στον κλάδο αξιοποίησης ακίνητης περιουσίας.
- Στις υπό εξέταση συναλλαγές ο αγοραστής μετά από την ολοκλήρωση της εξαγοράς ασκούσε έλεγχο στον στόχο διότι, είτε κατείχε ένα μειοψηφικό ποσοστό και το αύξησε σε πλειοψηφικό, είτε εξαγόρασε απευθείας πλειοψηφικό πακέτο.
- Ο υπολογισμός της προσαύξησης ελέγχου διενεργήθηκε υπολογίζοντας την ποσοστιαία διαφορά της τιμής της μετοχής του στόχου μια ημέρα πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς σε σχέση με την τιμή που προσέφερε ο αγοραστής. Σημειώνεται ότι για τους σκοπούς της άσκησης μας χρησιμοποιήθηκε ο μέσος όρος των εν λόγω πριμ ελέγχου.

## Υπολογισμός Έκπτωσης Εμπορευσιμότητας

Συναλλαγές με στόχους που διαπραγματεύονται σε χρηματιστήριο			
Ημερομηνία Ανακοίνωσης	Αγοραστής	Στόχος	PE ratio
22/07/2014	Marina Topco (Jersey) Limited	Max Property Group Plc	6,61x
11/07/2014	Porr AG	UBM Realitaetenentwicklung AG (56.3% Stake)	11,22x
16/05/2014	Novavest Real Estate AG	Pretium AG (68.1% Stake)	12,23x
11/03/2014	Adler Real Estate AG	Estavis AG	28,17x
15/11/2013	Primary Health Properties Plc	Prime Public Partnerships (Holdings) Limited	6,27x
19/09/2013	Ackermans & Van Haaren NV	Compagnie d'Entreprises CFE SA (87.89% Stake)	12,00x
20/08/2013	Deutsche Wohnen AG	GSW Immobilien AG	14,43x
30/07/2013	Cofitem-Cofimur SA	Fonciere Paris France (83.3% Stake)	20,75x
11/06/2013	Fonciere des Regions SA	Fonciere Developpement Logements (68.4% Stake)	16,12x
09/11/2012	London & Stamford Property Plc	Metric Property Investments Plc	31,50x
23/05/2012	Internos Real Investors LLP	Invista Real Estate Investment Management Limited	48,08x
16/05/2012	Backahill AB	Brinova Fastigheter AB (57.3% Stake)	11,81x
15/03/2012	Pensionskassernes Ejendomme A/S	Dan-Ejendomme Holding A/S	12,95x
23/12/2011	ICADE	Societe Immobiliere de Location pour l'Industrie et le Commerce (93.28% Stake)	23,58x
06/12/2011	Klovern AB	Dagon AB	12,37x
07/10/2011	Paris Hotels Roissy Vaugirard	Fonciere Paris France	8,40x
19/07/2011	Monroe	Eurosic SA (54.37% Stake)	6,82x
15/06/2011	Multiple bidders	Eurosic SA	6,82x
14/04/2011	ProLogis	Prologis European Properties (62% Stake)	57,62x
25/11/2010	Intu Properties Plc	The Trafford Centre Limited	25,35x
04/06/2010	Grainger Plc	Sovereign Reversions plc	10,98x
<b>Μέσος Όρος</b>			<b>18,29x</b>

- Αναφορικά με τον υπολογισμό έκπτωσης εμπορευσιμότητας, εξετάσαμε Ευρωπαϊκές συναλλαγές για τα τελευταία 5 χρόνια στον κλάδο αξιοποίησης ακίνητης περιουσίας.
- Διαχωρίσαμε τις παραπάνω συναλλαγές σε αυτές όπου οι μετοχές των στόχων διαπραγματεύονται σε χρηματιστηριακές αγορές κατά την ημερομηνία της συναλλαγής και σε αυτές όπου οι στόχοι ήταν ιδιωτικές εταιρίες. Σημειώνεται ότι κατά την επιλογή των συναλλαγών χρησιμοποιήθηκαν μόνο αυτές όπου ο αγοραστής απέκτησε πλειοψηφικό ποσοστό στον στόχο, έτσι ώστε να εμπεριέχεται σε όλες πριμ ελέγχου.
- Στη συνέχεια, υπολογίσαμε τον δείκτη κεφαλαιοποίηση προς κέρδη όπως προκύπτει από κάθε συναλλαγή. Η διαφορά μεταξύ του μέσου όρου των δεικτών υποδηλώνει την έκπτωση στην τιμή εξαγοράς λόγω της έλλειψης εμπορευσιμότητας των μετοχών των ιδιωτικών εταιριών.
- Τα αποτελέσματα της άσκησης παρουσιάζονται στον παρακείμενο πίνακα, καθώς και στην επόμενη σελίδα.

## Υπολογισμός Έκπτωσης Εμπορευσιμότητας

Συναλλαγές με στόχους που δεν διαπραγματεύονται σε χρηματιστήριο			
Ημερομηνία Ανακοίνωσης	Αγοραστής	Στόχος	PE ratio
23/12/2014	Pye Properties Limited	Leicester Real Property Company Limited (93% Stake)	21,86x
04/12/2014	Pinewood Shepperton Plc	Shepperton Studios Property Partnership (50% Stake)	13,14x
12/06/2014	CPI Property Group	Czech Property Investments a.s.	15,79x
17/11/2013	York Capital Management LLC; Invel Real Estate (Netherlands) II BV; BSG Real Estate Limited	NBG PANGAEA Real Estate Investment Company (66% Stake)	38,90x
08/04/2013	A consortium led by PATRIZIA Immobilien AG	GBWAG Bayerische Wohnungs-Aktiengesellschaft (91.92% Stake)	10,99x
18/03/2013	Legal & General Group Plc; Electra Partners LLP; Patron Capital Limited	CALA Group Limited	11,11x
14/12/2012	Tredje AP-fonden	Hemso Fastighets AB (50% Stake)	4,53x
12/12/2012	Lone Star Funds	TLG Immobilien GmbH	32,28x
19/11/2012	Places for People Group Limited	Touchstone	8,85x
16/11/2012	Centerbridge Partners, L.P.	Aktua Soluciones Financieras, S.A.	18,81x
05/11/2012	Patrimoine et Commerce SA	Fonciere Sepric SA	5,71x
18/03/2012	BC Partners Limited	Foxtons Group Plc (50% Stake)	4,43x
04/11/2011	LSL Property Services Plc	Marsh & Parsons Limited	13,70x
10/10/2011	AF Gruppen ASA	KB Gruppen Kongsvinger AS	1,28x
17/03/2010	Bowmark Capital LLP	Leaders Ltd	40,68x
19/02/2010	Capita Symonds, Ltd.	NB Real Estate Group Limited	19,34x
24/12/2009	Interparking Hispania SA	Metropark Aparcamientos SA	22,99x
26/06/2009	Multiple Acquirers	Empark Aparcamientos y Servicios, S.A. (99.92% Stake)	20,45x
25/06/2009	Corio N.V.	Principe Pio Gestion SA (95% Stake)	20,61x
15/05/2009	AFK Sistema OAO	Mosdachrest OJSC (58% Stake)	1,80x
08/01/2009	Telereal Services Limited	Trillium Holdings Ltd	5,60x
<b>Μέσος Όρος</b>			<b>15,85x</b>

Πηγή: Bloomberg, Mergermarket

- Στη συνέχεια, υπολογίσαμε το δείκτη κεφαλαιοποίηση προς κέρδη (ΧρΑ/Κ) όπως προκύπτει από κάθε συναλλαγή. Η διαφορά μεταξύ του μέσου όρου των δεικτών υποδηλώνει την έκπτωση στην τιμή εξαγοράς λόγω της έλλειψης εμπορευσιμότητας των μετοχών των ιδιωτικών εταιριών.
- Τα αποτελέσματα της άσκησης παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Μέσος Όρος Συναλλαγών με στόχο που δεν διαπραγματεύεται χρηματιστηριακά	15,85x
Μέσος Όρος Συναλλαγών με στόχο που διαπραγματεύεται χρηματιστηριακά	18,29x
<b>Ποσοστιαία Διαφορά (στρογγυλοποιημένη)</b>	<b>-13,00%</b>



## Αποτίμηση Συμβολαίων Ανταλλαγής Επιτοκίων

### Αποτίμηση Συμβολαίων Ανταλλαγής Επιτοκίων

σε €

Αποτίμηση στις  
31.01.2015

NBG €9.9 εκ.	(529.920)
Εμπορική €22.5 εκ.	(1.231.714)
Piraeus Bank €20.8 εκ.	(1.249.026)
<b>Σύνολο</b>	<b>(3.010.660)</b>

<HELP> for explanation.

91) Actions - 92) Products - 93) Views - 94) Data & Settings - 95) Info - Swap Manager

Solver (Premium) 31) Load 32) Save 33) Trade 34) CCP 43) Send to TR ID SLCE1XQ4

3) Main 4) Details 5) Curves 6) Cashflow 7) Resets 9) Scenario 10) Risk 11) CVA 12) Matrix

Mode CVA DVA **Bilateral** 98) Portfolio CVA

21) Pricing Analysis 22) Exposure Graph CVA Options

Deal Summary

+Notional (EUR) 9,900,000 Effective Maturity 5Y 01/02/2013 12/29/2017 Coupon 2.300000 %

Credit Spreads

Counterparty Investor

CDS Curve Type CDS Default Curve

Reference Entity National Bank of Greece SA

Credit Curve ETEGA CDS EUR SR CURVE Corp

CDS Recovery 40.00% Parallel Shift 0 bp

Term	Market Spread	Shift	Shifted Spread	Default Prob
6 MO	695.180	0.000	695.180	0.0719
1 YR	813.080	0.000	813.080	0.1452
2 YR	899.250	0.000	899.250	0.2799
3 YR	957.730	0.000	957.730	0.4043
4 YR	1,066.390	0.000	1,066.390	0.5445
5 YR	1,101.120	0.000	1,101.120	0.6383
7 YR	1,146.050	0.000	1,146.050	0.7761
10 YR	1,125.290	0.000	1,125.290	0.8625

Valuation Settings

Curve Date 01/31/2015

Valuation Date 01/31/2015

Counterparty Deal Recovery 40.00%

Investor Deal Recovery 40.00%

Valuation Ccy EUR

Market

Disct 201 Mid Euro (vs 3M Euribor)

Vol Cube VCUB Mid EUR BVOL Cube

Greeks/Sensitivity

Field	Risk Free	Bilateral	Net
IR Sens	2,678.81	301.75	2,377.05
IR Vega	0.00	0.00	0.00
CR Sens	0.00	10.63	-10.63
Inv. CR Sens	0.00	-58.97	58.97

Valuation Results

Bilateral -58,310.18 Pct. Notional (bp) -58.90 Running Bilateral Spread (bp) 24.30

Risk Free MV -588,229.73

Credit Adjusted MV -529,919.55

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.  
SN 239703 EDT GMT-4:00 H212-1847-3 14-May-2015 05:26:58

## Αποτίμηση Συμβολαίων Ανταλλαγής Επιτοκίων

<HELP> for explanation.

91) Actions 92) Products 93) Views 94) Data & Settings 95) Info Swap Manager

Solver (Premium) 31) Load 32) Save 33) Trade 34) CCP 43) Send to TR ID SLCE1XQ7

3) Main 4) Details 5) Curves 6) Cashflow 7) Resets 9) Scenario 10) Risk 11) CVA 12) Matrix

Mode CVA DVA **Bilateral** 98) Portfolio CVA

21) Pricing Analysis 22) Exposure Graph CVA Options

Deal Summary

+Notional	(EUR)	22,500,000	Effective Maturity	--	01/02/2013	Coupon	2.350000 %
				5Y	12/29/2017		

Credit Spreads

Counterparty	Investor
CDS Curve Type	CDS Standard Curve
Reference Entity	Alpha Bank AE
Credit Curve	ALPHA CDS EUR SR CURVE Corp
CDS Recovery	40.00% Parallel Shift 0 bp

Term	Market Spread	Shift	Shifted Spread	Default Prob
6 MO	710.650	0.000	710.650	0.0735
1 YR	868.860	0.000	868.860	0.1547
2 YR	877.830	0.000	877.830	0.2727
3 YR	867.030	0.000	867.030	0.3686
4 YR	963.700	0.000	963.700	0.5015
5 YR	996.330	0.000	996.330	0.5947
7 YR	1,018.360	0.000	1,018.360	0.7239
10 YR	969.380	0.000	969.380	0.8028

Valuation Settings

Curve Date	01/31/2015
Valuation Date	01/31/2015
Counterparty Deal Recovery	40.00%
Investor Deal Recovery	40.00%
Valuation Ccy	EUR

Market

Dscent	201	Mid	Euro (vs 3M Euribor)
Vol Cube	VCUB	Mid	EUR BVOL Cube

Greeks/Sensitivity

Field	Risk Free	Bilateral	Net
IR Sens	6,092.93	684.46	5,408.47
IR Vega	0.00	-0.04	0.04
CR Sens	0.00	24.69	-24.69
Inv. CR Sens	0.00	-136.86	136.86

Valuation Results

Bilateral	-135,471.41	Pct. Notional (bp)	-60.21	Running Bilateral Spread (bp)	24.84
		Risk Free MV	-1,367,185.87		
		Credit Adjusted MV	-1,231,714.47		

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.  
SN 239703 EDT GMT-4:00 H212-1847-3 14-May-2015 05:36:38

## Αποτίμηση Συμβολαίων Ανταλλαγής Επιτοκίων

<HELP> for explanation.

91) Actions 92) Products 93) Views 94) Data & Settings 95) Info Swap Manager

Solver (Premium) 31) Load 32) Save 35) Trade 38) CCP 43) Send to TR ID SLCE1XQA

3) Main 4) Details 5) Curves 6) Cashflow 7) Resets 9) Scenario 10) Risk 11) CVA 12) Matrix

Mode CVA DVA **Bilateral** 98) Portfolio CVA

21) Pricing Analysis 22) Exposure Graph CVA Options

Deal Summary

Notional (EUR) 20,880,000 Effective Maturity -- 01/02/2013 5Y 12/29/2017 Coupon 2.550000 %

Credit Spreads

Counterparty Investor

CDS Curve Type CDS Standard Curve

Reference Entity Piraeus Bank SA

Credit Curve TPEIR CDS EUR SR CURVE Corp

CDS Recovery 40.00% Parallel Shift 0 bp

Term	Market Sprea	Shift	Shifted Spread	Default Prob
6 MO	919.890	0.000	919.890	0.0941
1 YR	1,070.080	0.000	1,070.080	0.1868
2 YR	1,058.810	0.000	1,058.810	0.3182
3 YR	1,087.530	0.000	1,087.530	0.4405
4 YR	1,248.890	0.000	1,248.890	0.6059
5 YR	1,253.020	0.000	1,253.020	0.6830
7 YR	1,259.880	0.000	1,259.880	0.7960
10 YR	1,241.680	0.000	1,241.680	0.8826

Valuation Settings

Curve Date 01/31/2015

Valuation Date 01/31/2015

Counterparty Deal Recovery 40.00%

Investor Deal Recovery 40.00%

Valuation Coy EUR

Market

Dsent 201 Mid Euro (vs 3M Euribor)

Vol Cube VCUB Mid EUR BVOL Cube

Greeks/Sensitivity

Field	Risk Free	Bilateral	Net
IR Sens	5,671.82	616.19	5,055.63
IR Vega	0.00	0.00	0.00
CR Sens	0.00	23.76	-23.76
Inv. CR Sens	0.00	-134.32	134.32

Valuation Results

Bilateral -132,196.30 Pct. Notional (bp) -63.31 Running Bilateral Spread (bp) 26.02

Risk Free MV -1,381,222.58

Credit Adjusted MV <-1,249,026.28>

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.  
SN 239703 EDT GMT-4:00 H212-1847-3 14-May-2015 05:34:23