

**Έκθεση Γνωμοδότησης  
με βάση τις διατάξεις του άρθρου 10 του Ν. 4601/2019  
επί της επικείμενης συγχώνευσης των Εταιρειών**

**«BriQ Properties A.E.E.A.Π.» και  
«INTERCONTINENTAL INTERNATIONAL A.E.E.A.Π.»**

**14 Οκτωβρίου 2024**

Προσωπικό και Εμπιστευτικό

Προς τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών

**BriQ Properties A.E.E.A.Π.**  
Αλ. Πάντου 25,  
17671, Καλλιθέα

**INTERCONTINENTAL INTERNATIONAL**  
A.E.E.A.Π.  
Ρηγίλλης 26  
10674, Αθήνα

## Έκθεση Ορκωτού Ελεγκτή για τους σκοπούς των διατάξεων του άρθρου 10 του Ν. 4601/2019

Αξιότιμοι Κύριοι,

Ακολουθεί συνοπτική παράθεση της έκθεσης ορκωτού ελεγκτή-λογιστή σχετικά με τη δίκαιη και εύλογη σχέση ανταλλαγής στα πλαίσια της προτεινόμενης συγχώνευσης (η «**Συγχώνευση**») των εταιρειών με την επωνυμία «**BriQ Properties Ανώνυμη Εταιρεία Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία**» (εφεξής «**BriQ**») και «**INTERCONTINENTAL INTERNATIONAL Ανώνυμη Εταιρεία Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία**» (εφεξής «**ICI**») και από κοινού οι «**Εταιρείες**»), κατά τα οριζόμενα στο από 14.10.2024 Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης με ανταλλαγή μετοχών και με τις ακόλουθες διατάξεις, ως ισχύουν:

- (α) τις διατάξεις των άρθρων 6-21, 30-34 και 38 του ν. 4601/2019, και
- (β) τις εφαρμοστέες διατάξεις του ν. 4548/2018 και του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών,
- (γ) τις εφαρμοστέες διατάξεις των άρθρων 1-5 του ν. 2166/1993, κατ' εφαρμογήν του άρθρου 31 παρ. 4 του ν. 2778/1999, και
- (δ) τις διατάξεις της παρ. 8 του άρθρου 16 του ν. 2515/1997, όπως ισχύει, κατ' αναλογική εφαρμογή δυνάμει του άρθρου 13 του ν. 4935/2022.

## Περιεχόμενα

1.Εισαγωγή .....	4
1.1.    Σύντομη Παρουσίαση εταιρειών .....	5
1.1.1.    BriQ Properties .....	5
1.1.2.    ICI .....	5
2.Περιορισμοί και Διευκρινίσεις .....	6
3.Πηγές Πληροφόρησης .....	8
4.Σύνοψη Μεθόδων Αποτίμησης .....	9
4.1.    Περιγραφή Μεθόδων Αποτίμησης.....	9
4.2.    Συντελεστές Στάθμισης .....	12
5.Εύρος Αποτίμησης.....	13
6.Συμπέρασμα .....	14

## 1. Εισαγωγή

Με βάση τις ανακοινώσεις των δύο Εταιρειών, τα διοικητικά συμβούλια αυτών, αποφάσισαν στις 18.07.2024 και 29.07.2024 συνεδριάσεις τους την έναρξη των διαδικασιών της Συγχώνευσης. Πιο συγκεκριμένα, η Συμφωνία Μετόχων προβλέπει, μεταξύ άλλων, την συγχώνευση των δύο Εταιρειών με απορρόφηση της ICI από την BriQ.

Η Συγχώνευση αυτή θα υλοποιηθεί με εισφορά των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού της Απορροφούμενης Εταιρείας στην Απορροφούσα Εταιρεία, όπως αυτά εμφανίζονται στον ισολογισμό μετασχηματισμού της Απορροφούμενης Εταιρείας και θα έχουν διαμορφωθεί μέχρι την ολοκλήρωση της Συγχώνευσης (εφεξής «**Συναλλαγή**») με αντάλλαγμα μετοχές της BriQ.

Η ημερομηνία του ισολογισμού μετασχηματισμού είναι η 30η Ιουνίου 2024 και η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής (η «**Σχέση Ανταλλαγής**») θα υπολογιστεί με βάση το σύνολο ιδίων κεφαλαίων (NAV) ανά μετοχή εκάστης από τις Συγχωνευόμενες Εταιρείες (εξαιρουμένων των ιδίων μετοχών), όπως προκύπτει από τις Εξαμηνιαίες Οικονομικές Καταστάσεις των Συγχωνευόμενων Εταιρειών για την περίοδο από την 1η Ιανουαρίου 2024 μέχρι την 30η Ιουνίου 2024, στρογγυλοποιημένο στο δεύτερο δεκαδικό ψηφίο, λαμβάνοντας υπόψιν την αποτίμηση της αξίας των συμμετοχών της Απορροφώσας με κρίσιμη ημερομηνία την 30η Ιουνίου 2024 και μετά από προσαρμογή της αποτίμησης της εύλογης αξίας του προθεσμιακού συμβολαίου της Απορροφώσας για την αγορά των 2.836.949 μετοχών της Απορροφώμενης κατά την ανωτέρω ημερομηνία αναφοράς, κατόπιν σχετικής απόφασης των ΔΣ των δύο Εταιρειών.

Στο πλαίσιο αυτό, η **TGS Ελλάς Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές Ανώνυμη Εταιρεία** και η **Zephyros Partners Ελεγκτική Συμβουλευτική Ανώνυμη Εταιρεία** (από κοινού εφεξής «**ΟΕΛ**») διορίστηκαν από την τις Εταιρείες να ενεργήσουν ως εμπειρογνώμονες με σκοπό την σύνταξη γνωμοδότησης (εφεξής «**Γνωμοδότηση**») σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 10 του Ν. 4601/2019, με βάση τις από 18.07.2024 και 29.07.2024 αντίστοιχα αποφάσεις των διοικητικών συμβουλίων των Εταιρειών.

Για την υλοποίηση του ως άνω έργου προχωρήσαμε στην διενέργεια αποτίμησης (εφεξής «**Αποτίμηση**»)

- i) BRIQ PROPERTIES ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ με Α.Μ. Γ.Ε.ΜΗ. 140330201000, και
- ii) INTERCONTINENTAL INTERNATIONAL ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ με Α.Μ. Γ.Ε.ΜΗ. 120108101000,

με κοινή ημερομηνία αναφοράς την 30η Ιουνίου 2024 και για τις δύο προαναφερθείσες εταιρείες (εφεξής «**Ημερομηνία Αποτίμησης**»).

Η παρούσα Γνωμοδότηση έλαβε υπόψιν της το σχέδιο της συμβάσεως συγχώνευσης και παρουσιάζει, μεταξύ άλλων, τις πληροφορίες και τα στοιχεία, στα οποία βασιστήκαμε για την αποτίμηση των εταιριών που εμπλέκονται στη Συναλλαγή, τους περιορισμούς της εργασίας μας και τις μεθοδολογίες που εξετάστηκαν για να προσδιοριστεί το εύρος αξιών των συγχωνευόμενων Εταιρειών μετά την επιλογή και εφαρμογή των κατάλληλων μεθόδων αποτίμησης, καθώς και διατύπωση γνώμης για το αν η σχέση ανταλλαγής των μετοχών είναι δίκαιη και λογική.

Η Γνωμοδότηση αυτή έχει συνταχθεί αποκλειστικά για λογαριασμό των διοικητικών συμβουλίων και των μετόχων των Εταιρειών και θα υποβληθεί στις εκ του νόμου απαιτούμενες διατυπώσεις δημοσιότητας και ακολούθως προς τις Γενικές Συνελεύσεις των Εταιρειών. Επίσης η Γνωμοδότησή μας έχει συνταχθεί μόνο για το σκοπό που περιγράφεται στην παρούσα έκθεση και ως εκ τούτου δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για κανέναν άλλο σκοπό.



## 1.1. Σύνοψη Παρουσίαση Εταιρειών

### 1.1.1. BriQ Properties

Η «BriQ Properties Ανώνυμη Εταιρεία Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία» ιδρύθηκε στις 21 Οκτωβρίου 2016. Από την 31.07.2017 οι μετοχές της BriQ διαπραγματεύονται στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών ενώ η λειτουργία της διέπεται από τις διατάξεις του ν.2778/1993, του ν. 4209/2013 και του ν.4548/2018, καθώς και από κανονιστικές αποφάσεις και εγκυκλίους της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Υπουργείου Οικονομικών. Σκοπός της BriQ είναι η απόκτηση και διαχείριση ακίνητης περιουσίας, η διενέργεια επενδύσεων κατά τα προβλεπόμενα στο άρθρο 22 του ν. 2778/1999 περί Ανωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία καθώς και η διαχείριση της λειτουργίας της ως Οργανισμού Εναλλακτικών Επενδύσεων και εσωτερικής διαχείρισης σύμφωνα με τις διατάξεις του ν. 4209/2013 περί Διαχειριστών Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων, όπως εκάστοτε ισχύουν, αποκλειστικά στην Ελλάδα.

Η BriQ κατέχει ποσοστό 100% των μετοχών της εταιρείας «Plaza Hotel Skiathos M.A.E» και ποσοστό 80% των μετοχών της εταιρείας «SARMED WAREHOUSES A.E».

Το μετοχικό κεφάλαιο της BriQ στις 30 Ιουνίου 2024, ποσού €75.105.645, διαιρείται σε 35.764.593 μετοχές ονομαστικής αξίας €2,10 εκάστη.

Στις 30 Ιουνίου 2024, το χαρτοφυλάκιο της BriQ περιλάμβανε 42 επενδυτικά ακίνητα, εκ των οποίων δύο ανήκουν στις θυγατρικές εταιρείες.

### 1.1.2. ICI

Η INTERCONTINENTAL INTERNATIONAL Ανώνυμη Εταιρία Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία συστάθηκε την 22 Μαρτίου 2012, μετά από άδεια λειτουργίας που έλαβε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Η ICI είναι Εταιρεία Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας του Νόμου 2778/1999 και σκοπό έχει την απόκτηση και διαχείριση ακίνητης περιουσίας, την διενέργεια επενδύσεων κατά τα προβλεπόμενα στο άρθρο 22 του ν. 2778/1999 περί Ανωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία.

Στις 30 Ιουνίου 2024, το χαρτοφυλάκιο της ICI περιλάμβανε 17 ακίνητα.

## 2. Περιορισμοί και Διευκρινίσεις

Παρακάτω παραθέτουμε σημαντικές παρατηρήσεις και περιορισμούς που διέπουν την εργασία μας:

- α. Όλα τα ιστορικά στοιχεία και οι πληροφορίες σχετικά με τις Εταιρείες λήφθηκαν από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις τους, είτε μας χορηγήθηκαν από τις αρμόδιες οικονομικές υπηρεσίες των δύο Εταιρειών (εφεξής «Διοικήσεις»), όπως επίσης και οι εκτιμήσεις σχετικά με τη μελλοντική εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών τους, τις οποίες θεωρήσαμε ως ακριβείς και πλήρεις, χωρίς να διενεργήσουμε ανεξάρτητο έλεγχο.
- β. Οι ΟΕΛ δεν έχουν επαληθεύσει ούτε αξιολογήσει την ακρίβεια των πληροφοριών που μας παρείχαν οι Διοικήσεις των Εταιρειών. Οι ΟΕΛ, οι εταίροι, οι αντιπρόσωποι, τα στελέχη και οι υπάλληλοι αυτών 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. Ως εκ τούτου, οι ΟΕΛ δεν φέρουν ευθύνη σε περίπτωση που αποδειχτεί ότι οι Διοικήσεις των Εταιρειών έχουν αποκρύψει σημαντικά γεγονότα ή άλλα στοιχεία.
- γ. Η εργασία αποτίμησης των Εταιρειών 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.
- δ. Τα αποτελέσματα της εργασίας μας εξαρτώνται από τις προβλέψεις που μας παρείχαν οι Διοικήσεις των Εταιρειών. Οι προβλέψεις αυτές βασίζονται σε μελλοντικά γεγονότα όπου δύνανται να επηρεαστούν από απρόβλεπτα περιστατικά όπως αλλαγές στο μακροοικονομικό περιβάλλον, στις συνθήκες των αγορών που δραστηριοποιούνται, στο φορολογικό καθεστώς και άλλα γεγονότα που δεν δύνανται να προβλεφθούν στην παρούσα χρονική στιγμή. Συνεπώς, δε μπορούμε να διαβεβαιώσουμε ότι η πραγματική εικόνα των Εταιρειών θα είναι αυτή που προβλέπεται από τις Διοικήσεις και σημαντικές αποκλίσεις μπορεί να εμφανιστούν.
- ε. Οι ΟΕΛ δεν παρέχουν γνώμη σχετικά με την πιθανότητα επίτευξης των προβλέψεων, ούτε των βασικών παραδοχών των επιχειρηματικών σχεδίων που χρησιμοποιήθηκαν στην αποτίμηση βάσει μεθοδολογίας Προεξόφλησης Μελλοντικών Ροών. Ως εκ τούτου δεν αναλαμβάνει καμία ευθύνη σχετικά με την επίτευξή τους.
- στ. Η Γνωμοδότηση βασίζεται στις επιχειρηματικές, οικονομικές και άλλες συνθήκες της αγοράς που επικρατούν κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης. Δεν έχουμε οποιαδήποτε υποχρέωση αναθεώρησης της γνώμης μας σε περίπτωση αλλαγής των συνθηκών σε μεταγενέστερο στάδιο, εκτός αν μας ζητηθεί γραπτώς να το κάνουμε από τα διοικητικά συμβούλια των Εταιρειών.
- ζ. Η εργασία Αποτίμησης μας προϋποθέτει ότι οι Εταιρείες δεν έχουν άλλα περιουσιακά στοιχεία ή δικαιώματα σε αυτά ή ενδεχόμενες υποχρεώσεις πλέον των όσων παρουσιάζονται στις οικονομικές καταστάσεις, ή ουσιώδεις υποχρεώσεις, άλλες πέρα από αυτές που συνάδουν με τις συνήθεις δραστηριότητές της, ούτε υπάρχει κάποια σημαντική δικαστική υπόθεση σε εκκρεμότητα, η οποία θα είχε ουσιώδη επίπτωση στην ανάλυση που διενεργήσαμε.
- η. Η εργασία μας δεν αποτελεί σε καμία περίπτωση διενέργεια πλήρους λογιστικού,



φορολογικού, τεχνικού ή νομικού ελέγχου (full-scope audit) ή επισκόπησης των οικονομικών καταστάσεων των Εταιρειών και για το λόγο αυτό η παρούσα Γνωμοδότηση δεν αποτελεί πιστοποιητικό ή έκθεση ελέγχου και δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον σκοπό αυτό. Δεν εκφέρουμε γνώμη ή οποιαδήποτε άλλη μορφή διαβεβαίωσης για τις παραδοχές που έχουν υιοθετηθεί ή για το εάν οι προβλεπόμενες οικονομικές καταστάσεις έχουν ετοιμασθεί σύμφωνα με τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές (π.χ. ΔΧΠΑ).

- θ. Βασική αρχή για την εργασία της Αποτίμησης αποτελεί η παραδοχή ότι οι Εταιρείες θα συνεχίσουν απρόσκοπτα τις εργασίες τους στο απώτερο μέλλον («going concern principle»).
- ι. Σημειώνεται ότι στην ανάλυσή μας δεν έχουμε λάβει υπόψιν τυχόν μελλοντικές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.
- ια. Παρόλο που η αποτίμηση των Εταιρειών έγινε με ημερομηνία αναφοράς 30 Ιουνίου 2024, οι ΟΕΛ ενημερώθηκαν από τις Διοικήσεις των Εταιρειών πως οι διαφορές για το δεύτερο εξάμηνο του 2024 μεταξύ των πραγματικών μεγεθών και των μεγεθών που λάβαμε στα επιχειρηματικά σχέδια, δεν δημιουργούν την ανάγκη για ενημέρωση ή αλλαγή των επιχειρηματικών σχεδίων. Επιπρόσθετα, σημειώνεται πως δεν μπορέσαμε να ελέγξουμε την ακρίβεια των ανωτέρω.

Τέλος, διευκρινίζεται ότι, οι υπογράφοντες την παρούσα έκθεση ενεργούν ως ανεξάρτητοι εμπειρογνώμονες ΟΕΛ, κατά την έννοια του άρθρου 10 του Ν. 4601/2019 και δεν συνδέονται με οποιονδήποτε τρόπο με τις Εταιρείες κατά την τελευταία τριετία.

### 3. Πηγές Πληροφόρησης

Για την υλοποίηση της εργασίας μας, έγινε χρήση πληροφοριών και στοιχείων συμπεριλαμβανομένων των παρακάτω:

- α. Τα επιχειρηματικά σχέδια των Εταιριών για την εκάστοτε δραστηριότητα για την χρονική περίοδο 1 Ιουλίου 2024 – 30 Ιουνίου 2034, τα οποία περιλαμβάνουν μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές προβλέψεις και παραδόθηκαν στους ΟΕΛ από τις Διοικήσεις των Εταιριών.
- β. Δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις των Εταιρειών για την εξάμηνη περίοδο που έληξε 30 Ιουνίου 2024 με τις σχετικές εκθέσεις επισκόπησης από ανεξάρτητο ελεγκτή λογιστή
- γ. Δημοσιευμένες ετήσιες χρηματοοικονομικές καταστάσεις των Εταιρειών για την χρήση που έληξε 31 Δεκεμβρίου 2023, με τις σχετικές εκθέσεις ελέγχου από ανεξάρτητο ελεγκτή λογιστή.
- δ. Το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης των δύο Εταιρειών.
- ε. Τις εκθέσεις των ανεξάρτητων εκτιμητών αναφορικά με τις αξίες των ακινήτων.
- στ. Γενικά μακροοικονομικά μεγέθη και χρηματοοικονομικούς δείκτες από ιστοσελίδες και βάσεις δεδομένων που χρησιμοποιούνται ευρέως για σκοπούς αποτίμησης εταιριών, όπως οι παρακάτω:
  1. Στοιχεία προβλέψεων Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (IMF)
  2. Βάση δεδομένων NYU Stern Damodaran
  3. Μεθοδολογίες Αποτίμησης.



## 4. Σύνοψη Μεθόδων Αποτίμησης

Οι αποτιμήσεις διενεργήθηκαν σύμφωνα με τις γενικώς παραδεκτές αρχές και μεθόδους που ακολουθούνται διεθνώς, αφού λήφθηκε υπόψη ο βαθμός καταλληλότητας της κάθε μεθόδου. Τόσο η καταλληλότητα των μεθόδων που υιοθετήθηκαν για τη συγκεκριμένη περίπτωση όσο και η βαρύτητα που αποδόθηκε σε κάθε μία από αυτές είναι οι ενδεδειγμένες και λογικές για την προκειμένη περίπτωση.

Η έκθεση γνώμης για το δίκαιο και εύλογο της σχέσης ανταλλαγής βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία, καθώς και σε λοιπές πληροφορίες και στοιχεία που οι Διοικήσεις των Εταιρειών έθεσαν υπόψη μας και βεβαίωσαν περί της ακρίβειας και πληρότητάς τους.

Ειδικότερα, εφαρμόστηκαν, κατά περίπτωση, οι κατωτέρω διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης:

Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση ("Adjusted Net Asset Value")

Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών ("DCF")

Η γενική περιγραφή των μεθόδων, ο τρόπος εφαρμογής τους, οι κυριότερες υποθέσεις εργασίας, καθώς και οι όποιες δυσχέρειες προέκυψαν κατά την εκτίμηση της αξίας των Εταιρειών με την εκάστοτε μέθοδο, παρατίθενται στη συνέχεια.

### 4.1. Περιγραφή Μεθόδων Αποτίμησης

#### **Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση ("Adjusted Net Asset Value - ANAV")**

Η "αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση" είναι μια χρηματοοικονομική μέθοδος που χρησιμοποιείται για την αποτίμηση μιας επιχείρησης ή ενός περιουσιακού στοιχείου ιδιαίτερα σε περιπτώσεις εξαγορών ή συγχωνεύσεων, λαμβάνοντας υπόψη τις αγοραίες αξίες των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων αντί για τις λογιστικές αξίες. Η ANAV επικεντρώνεται στα στοιχεία της κατάστασης χρηματοοικονομικής θέσης μιας εταιρείας και χρησιμοποιείται προκειμένου να εκτιμηθεί η διαφορά μεταξύ της εύλογης αξίας του ενεργητικού και των υποχρεώσεων μιας εταιρείας

Οι αγοραίες αξίες των περιουσιακών στοιχείων, και των υποχρεώσεων μπορεί να διαφέρουν από τις λογιστικές αξίες λόγω απόσβεσης, απομείωσης ή ανατίμησης, διαφορές στα επιτόκια, αλλαγές στους όρους αποπληρωμής κλπ. Η διαφορά μεταξύ της αγοραίας αξίας των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων προσδιορίζει την ANAV.

Επισημαίνεται ότι η εν λόγω μεθοδολογία κυρίως εφαρμόζεται σε εταιρείες οι οποίες δραστηριοποιούνται στον κλάδο ακίνητης περιουσίας, στον κλάδο της ναυτιλίας, καθώς και στον κλάδο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (πιστωτικά ιδρύματα/ασφαλιστικές).

#### **Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών ("DCF")**

Η μέθοδος DCF είναι μια από τις πιο δημοφιλείς μεθόδους αποτίμησης εταιρειών και επενδυτικών έργων. Βασίζεται στην υπόθεση ότι η αξία μιας επιχείρησης ή ενός περιουσιακού στοιχείου ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών που θα παράγει. Οι ταμειακές ροές είναι συνήθως ελεύθερες ταμειακές ροές (Free Cash Flow - FCF), δηλαδή οι ταμειακές ροές μετά από όλες τις λειτουργικές δαπάνες, τις επενδύσεις σε πάγια στοιχεία και τις μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης. Η DCF λαμβάνει υπόψη το ιστορικό

και την πρόσφατη πορεία της εταιρείας και ταυτοχρόνως δίνει έμφαση στη μελλοντική δυνατότητα αυτής να αναπτυχθεί και να προσφέρει αξία στους μετόχους της. Αν και η μέθοδος αυτή εμπεριέχει εγγενείς δυσκολίες, καταλήγει σε ένα εύρος των αγοραίων αξιών μιας επιχείρησης (enterprise value) βασισμένη στην παρούσα αξία των ταμειακών ροών που αναμένεται ότι η επιχείρηση θα παράγει στο μέλλον. Η μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών περιλαμβάνει τα εξής βήματα:

- α. Υπολογισμός των μελλοντικών ελευθέρων ταμειακών ροών (για την περίοδο του επιχειρηματικού πλάνου,
- β. Υπολογισμός του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου (Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων - CoE). Συνήθως, χρησιμοποιείται το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital - WACC), που αντικατοπτρίζει το κόστος των ιδίων και ξένων κεφαλαίων.
- γ. Μετά την περίοδο προβλέψεων, συνήθως εκτιμάται μια τελική αξία (Terminal Value), η οποία αντικατοπτρίζει την αξία της επιχείρησης μετά την περίοδο προβλέψεων.
- δ. Η συνολική αξία της επιχείρησης είναι το άθροισμα της παρούσας αξίας των μελλοντικών ταμειακών ροών και της παρούσας αξίας της τελικής αξίας (Terminal Value).

Όπως γίνεται αντιληπτό, απαραίτητη προϋπόθεση για την χρήση της μεθόδου αυτής είναι η ύπαρξη αξιόπιστων προβλέψεων για τα μελλοντικά λειτουργικές δαπάνες, τις επενδύσεις σε πάγια στοιχεία και τις μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης, τα οποία θα προεξοφληθούν στην ημερομηνία αποτίμησης με το προεξοφλητικό επιτόκιο.

Οι προβλέψεις αυτές βασίζονται στο επιχειρηματικό σχέδιο της εταιρείας, το οποίο πρέπει να καλύπτει τουλάχιστον μια πενταετία προκειμένου να εξαχθούν επαρκή στοιχεία για τη χρήση της μεθόδου DCF.

Επιπροσθέτως, αξιολογούνται οι βασικές παράμετροι διαμόρφωσης της αξίας των Εταιρειών εφαρμόζοντας ανάλυση ευαισθησίας («sensitivity analysis») επί αυτών για να προσδιορισθεί η επίδραση της απόκλισής τους από το βασικό σενάριο επί του αποτελέσματος της ανάλυσης. Σε όλες τις προαναφερθείσες περιπτώσεις της ανάλυσης ευαισθησίας, οι λοιπές παραδοχές διατηρούνται σταθερές σε σχέση με το βασικό σενάριο.

### **Μέθοδος Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίηση)**

Η μεθοδολογία της Χρηματιστηριακής Αξίας χρησιμοποιείται για εισηγμένες εταιρίες και καθορίζει την αξία μιας επιχείρησης με βάση τις κεφαλαιοποιήσεις της κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης περιόδου.

Η εν λόγω μεθοδολογία βασίζεται στην παραδοχή ότι κάτω από συνθήκες επαρκούς πληροφόρησης της αγοράς («efficient market hypothesis»), η χρηματιστηριακή τιμή των εισηγμένων προς διαπραγμάτευση μετοχών αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την αξία μιας εταιρίας.

Για την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων από την εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθοδολογίας είναι απαραίτητο να πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις, ως ακολούθως:

- α. Αποτελεσματικότητα της αγοράς («market efficiency») που σχετίζεται με τη διαθέσιμη πληροφόρηση των μερών και την ταχύτητα ενσωμάτωσής της στις χρηματιστηριακές τιμές
- β. Επαρκής διασπορά των μετοχών («free float»)
- γ. Έλλειψη ακραίων φαινομένων (έντονη αρνητική ή θετική φημολογία για την μετοχή, υπαγωγή σε καθεστώς επιτήρησης κλπ.)
- δ. Επαρκής εμπορευσιμότητα - όγκος συναλλαγών των μετοχών («liquidity»)
- ε. Ομαλές συνθήκες στις χρηματοοικονομικές αγορές και στο γενικότερο οικονομικό



### περιβάλλον

Επισημαίνεται ότι, επειδή η τιμή της μετοχής μιας εισηγμένης εταιρίας μπορεί να ποικίλλει σημαντικά από τη μία ημέρα στην άλλη λόγω διαφόρων λόγων, είναι μια κοινή πρακτική η εξομάλυνση αυτών των διακυμάνσεων υπολογίζοντας τον σταθμισμένο μέσο όρο βάσει όγκου αγοραπωλησιών της κεφαλαιοποίησης μιας εταιρίας σε συγκεκριμένες χρονικές περιόδους.

Για την εργασία μας δεν χρησιμοποιήσαμε την μέθοδο της χρηματιστηριακής αξίας λόγω του χαμηλού επιπέδου ελεύθερων μετοχών για διαπραγμάτευση, καθώς και του ότι οι προηγούμενες ανακοινώσεις των εταιρειών για την επικείμενη συγχώνευσή τους θα διατάρασε την ομαλή εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων.

### **Μέθοδος Συγκρίσιμων Εισηγμένων Εταιριών («Comparable Company Analysis»)**

Η μέθοδος των Συγκρίσιμων Εισηγμένων Εταιριών (CCA) 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 εταιρείες, 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 στη προσαρμοσμένη καθαρή θέση της υπό εξέταση εταιρείας (όπως προκύπτει από την σχετική μέθοδο ANAV) ώστε να εκτιμήσουμε ένα εύρος αξιών για την εταιρεία. Κατόπιν εφαρμόζεται μία προσαύξηση για τον έλεγχο της εταιρείας και μία έκπτωση για τη μειωμένη εμπορευσιμότητα (σε περίπτωση που η υπό εξέταση εταιρεία δεν είναι εισηγμένη), ώστε να προκύψει ένα εύρος αξιών υπό μη-εμπορεύσιμη, πλειοψηφική βάση για ιδιωτικές εταιρίες και εμπορεύσιμη, πλειοψηφική βάση για εισηγμένες σε χρημαστήριο εταιρείες. Σε ορισμένες περιπτώσεις, οι δύο αυτές προσαρμογές αλληλοαναιρούνται, και συνεπώς παραλείπονται.

Η μέθοδος CCA αποτελεί έναν απλό και ευέλικτο τρόπο αποτίμησης εταιριών όμως δεν λαμβάνει υπόψη μοναδικά χαρακτηριστικά της εξεταζόμενης εταιρείας, όπως οι αποτίμηση των ακινήτων ή τα μισθωτήρια συμβόλαια σε τιμές μεγαλύτερες ή μικρότερες από τις αγοραίες και για αυτό τον λόγο δεν χρησιμοποιήθηκε στην εργασία μας.

### **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.



Από την συνολική υπολογισθείσα αξία σε επίπεδο εταιρίας αφαιρείται ο καθαρός δανεισμός κατά την ημερομηνία αποτίμησης προκειμένου να υπολογιστεί η αξία των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρίας ενώ παράλληλα προστίθεται η αξία των μη-λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων (εφόσον αυτά υφίστανται).

Το δείγμα των συναλλαγών που χρησιμοποιείται περιλαμβάνει εταιρείες-στόχους. Σε συναλλαγές όπου οι μετοχές της εξαγοραζόμενης εταιρείας διαπραγματεύονταν σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά, οι δείκτες που προκύπτουν αναπροσαρμόζονται καταλλήλως, ήτοι με μία έκπτωση εμπορευσιμότητας («marketability discount»), πριν την εφαρμογή τους στα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας υπό ανάλυση. Σε συναλλαγές που αφορούν σε μειοψηφικό πακέτο μετοχών, οι δείκτες που προκύπτουν αναπροσαρμόζονται καταλλήλως, ήτοι με ένα πριμ ελέγχου («control premium»), πριν την εφαρμογή τους στα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας υπό ανάλυση, ώστε οι τελικές αξίες να εκφράζονται σε πλειοψηφική βάση («controlling basis»).

Για την εργασία μας δεν χρησιμοποιήσαμε την μέθοδο Συγκρίσιμων Συναλλαγών λόγω ελλιπούς δείγματος συγκρίσιμων συναλλαγών στην Ελληνική αγορά.

## 4.2. Συντελεστές Στάθμισης

Οι μέθοδοι οι οποίες θεωρήθηκαν κατάλληλες για την αποτίμηση των δύο Εταιρειών στα πλαίσια της επικείμενης Συγχώνευσης καθώς και η αιτιολόγηση του συνυπολογισμού ή μη της κάθε μεθόδου στο τελικό εύρος αποτίμησης, συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα.

Μέθοδοι αποτίμησης	Εφαρμογή και Στάθμιση
Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση ("Adjusted Net Asset Value")	Στάθμιση 60% αποτίμησης εφόσον ενσωματώνει την τρέχουσα αξία των περιουσιακών στοιχείων των εταιρειών.
Προεξόφληση Ταμειακών Ροών ("DCF")	Στάθμιση 40% αποτίμησης εφόσον ενσωματώνει την δυναμική, τις προοπτικές των εταιρειών
Μέθοδος Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίηση)	Δεν εφαρμόστηκε λόγω του χαμηλού επιπέδου ελεύθερων μετοχών για διαπραγμάτευση
Μέθοδος Συγκρίσιμων Εισηγμένων Εταιριών («Comparable Company Analysis»)	Δεν εφαρμόστηκε διότι δεν λαμβάνει υπόψη μοναδικά χαρακτηριστικά της εξεταζόμενης εταιρείας, όπως οι αποτίμηση των ακινήτων ή τα μισθωτήρια συμβόλαια
Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών	Δεν εφαρμόστηκε λόγω ελλιπούς δείγματος συγκρίσιμων συναλλαγών

## 5. Εύρος Αποτίμησης

Βάσει των ανωτέρω μεθόδων που περιγράφονται στην Ενότητα 4, προέκυψαν τα ακόλουθα εύρη αξιών ανά εταιρία και εύρη σχέσης ανταλλαγής μετοχών:

Εταιρεία	Εύρος αποτίμησης (€ χιλ. )		Εύρος αξίας ανά μετοχή (€ )	
	Ελάχιστο	Μέγιστο	Ελάχιστο	Μέγιστο
BriQ - Σταθμισμένη Αξία	113.648	119.812	3,21	3,39
ICI - Σταθμισμένη Αξία	39.626	41.160	3,78	3,93
<b>Σχέση ανταλλαγής μετοχών</b>			<b>1,1169019</b>	<b>1,2230665</b>

Για τον προσδιορισμό του εύρους σχέσης αξιών των Εταιρειών χρησιμοποιήθηκε η ανώτατη και η κατώτατη τιμή του εύρους αποτίμησης της κάθε Εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα, για τον προσδιορισμό του ανώτατου ορίου του εύρους της σχέσης ανταλλαγής μετοχών της BriQ με την ICI συνδυάστηκε, η ανώτατη αξία της BriQ με την κατώτατη αξία της ICI, ενώ για τον προσδιορισμό του κατώτατου ορίου συνδυάστηκε η κατώτατη αξία της BriQ με την ανώτατη αξία της ICI.

## 6. Συμπέρασμα

Εξετάσαμε το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης προκειμένου να διαπιστώσουμε κατά πόσο η προτεινόμενη από τα Διοικητικά Συμβούλια των συγχωνευόμενων Εταιρειών σχέση ανταλλαγής των μετοχών βρίσκεται εντός του εύρους της σχέσης αξιών που προέκυψε από τις αποτιμήσεις που διενεργήσαμε.

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω και ειδικότερα ότι οι μέθοδοι αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν είναι κατάλληλες για την συγκεκριμένη περίπτωση καθώς και ότι η συμφωνία για την συγχώνευση με απορρόφηση της ICI από την BriQ μέσω σχέσης ανταλλαγής μια κοινή μετοχή της ICI προς 1,19444444444444 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές της BriQ -ενώ ταυτόχρονα οι μέτοχοι της BriQ θα εξακολουθήσουν να κατέχουν τον ίδιο αριθμό μετοχών που κατείχαν πριν την επέλευση των αποτελεσμάτων της συγχώνευσης – βρίσκεται εντός του εύρους ανταλλαγής μετοχών που προσδιορίσαμε θεωρούμε ότι η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής είναι δίκαιη και εύλογη από χρηματοοικονομική άποψη.

Με εκτίμηση,  
Αθήνα, 14 Οκτωβρίου 2024

**Αριστοτέλης Ανδρουτσόπουλος**  
Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής  
ΑΜ ΣΟΕΛ 23271

tgs (Ελλάς) Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές Α.Ε.

Αριθμ. Μητρώου ΣΟΕΛ:182  
Λεωφ. Κηφισίας 60, 15125, Μαρούσι  
Τ: +302130 882858

**Ηλίας Ζαφειρόπουλος**  
Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής  
ΑΜ ΣΟΕΛ 22811

**Zephyros Partners Ελεγκτική  
Συμβουλευτική ΑΕ**

Αριθμ. Μητρώου ΣΟΕΛ:199  
Λεωφ. Πατρόκλου 1 και Παραδείσου 14,  
15122, Μαρούσι  
Τ: +30 211 311 2030