

ITALCEMENTI S.P.A.

DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD OPERAZIONI DI MAGGIORE RILEVANZA CON PARTI CORRELATE

(Redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera 12 marzo 2010, n. 17221, come successivamente modificato e integrato)

Il presente documento informativo è stato messo a disposizione del pubblico presso la sede legale di Italcementi S.p.A., sul sito internet della società (www.italcementigroup.com) nonché sul meccanismo di stoccaggio autorizzato SDIR&STORAGE (www.emarketstorage.com) in data 23 dicembre 2015

SOMMARIO

Definizioni	2
Premessa	4
1. Avvertenza	6
1.1 <i>Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione</i> ..	6
1.2 <i>Rischi o incertezze connessi all'esecuzione dell'Operazione</i>	6
2. Informazioni relative all'Operazione	7
2.1 <i>Descrizione di caratteristiche, modalità, termini e condizioni relative all'Operazione</i>	7
2.2 <i>Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere e della natura della correlazione</i>	9
2.3 <i>Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione per Italcementi</i>	9
2.4 <i>Modalità di determinazione del Corrispettivo e valutazioni circa la sua congruità</i>	10
2.5 <i>Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione</i> 21	
2.6 <i>Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti degli organi di amministrazione di Italcementi e/o di società da quest'ultima controllate</i>	22
2.7 <i>Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di Italcementi coinvolti nell'Operazione</i>	22
2.8 <i>Indicazione degli organi sociali o degli amministratori che hanno condotto o partecipato e/o istruito e/o approvato i termini essenziali dell'Operazione</i>	22
Allegati	24

Definizioni

Avalon	Avalon Real Estate S.p.A., con sede in Milano, via Larga, 8.
BravoSolution	BravoSolution S.p.A., con sede in Bergamo, Piazza della Repubblica, 2.
Comitato Indipendenti	Il comitato per le operazioni con parti correlate di Italcementi.
Contratto Compravendita Italcementi	di Il contratto sottoscritto in data 28 luglio 2015 tra Italmobiliare e HeidelbergCement concernente la compravendita dell'intera partecipazione detenuta da Italmobiliare in Italcementi.
Contratto Compravendita Italgen BravoSolution	di Il contratto che disciplina la compravendita da parte di Italmobiliare delle partecipazioni e detenute da Italcementi in Italgen e in BravoSolution.
Corrispettivo	Il corrispettivo per l'acquisto dei <i>Non-Core Assets</i> pari a 241 milioni di euro diminuito di un ammontare corrispondente al (i) 100% della posizione finanziaria netta di Italgen e delle sue controllate e (ii) 75,34% della posizione finanziaria netta di BravoSolution e delle sue controllate, calcolate con riferimento alla data del <i>closing</i> dell'Operazione.
Documento Informativo	Il presente documento informativo.
HeidelbergCement	HeidelbergCement AG, con sede in Heidelberg, Germania, Berliner Strasse, 6.
Italcementi	Italcementi S.p.A., con sede in Bergamo, via Camozzi, 124.
Italgen	Italgen S.p.A., con sede in Bergamo, via G. Camozzi, 124.
Italmobiliare	Italmobiliare S.p.A., con sede in Milano, via Borgonuovo, 20.

Lazard o l'Esperto Indipendente		Lazard S.r.l., con sede in Milano, via dell'Orso, 2.
Non-Core Assets		L'insieme delle partecipazioni detenute da Italcementi in Italgen e in BravoSolution e del Portafoglio Immobiliare.
Operazione		La cessione dei <i>Non-Core Assets</i> da Italcementi a Italmobiliare.
Portafoglio Immobiliare		Gli immobili siti in Roma, tra via Sallustiana, via Lucullo e via Piemonte, di proprietà di Italcementi.
Procedura Correlate Italcementi	Parti	La "Procedura per le operazioni con parti correlate" approvata dal Consiglio di Amministrazione di Italcementi in data 5 novembre 2010 e successivamente aggiornata in data 7 novembre 2013.
Regolamento Correlate	Parti	Il Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate approvato dalla Consob con delibera 12 marzo 2010, n. 17221, come successivamente modificato.
TejariSolution		TejariSolution FZ LLC, Suite 510, Level 5, - CNN Building, Dubai Media City - Dubai - Emirati Arabi Uniti.

Premessa

Il presente documento informativo (il “**Documento Informativo**”) ha ad oggetto la cessione, da Italcementi S.p.A. (“**Italcementi**”) a Italmobiliare S.p.A. (“**Italmobiliare**”): (i) dell’intera partecipazione detenuta da Italcementi in Italgem S.p.A. (“**Italgem**”), pari al 100% del capitale sociale, e in BravoSolution S.p.A. (“**BravoSolution**”), pari al 75,34% del capitale sociale, e (ii) di taluni immobili a destinazione mista (il “**Portafoglio Immobiliare**” e, unitamente alle partecipazioni detenute da Italcementi in Italgem e BravoSolution, i “**Non-Core Assets**”) siti in Roma, tra via Sallustiana, via Lucullo e via Piemonte, di proprietà di Italcementi (complessivamente, l’“**Operazione**”).

In data 28 luglio 2015 Italmobiliare e HeidelbergCement AG (“**HeidelbergCement**”) hanno sottoscritto un contratto concernente la compravendita dell’intera partecipazione detenuta da Italmobiliare in Italcementi (il “**Contratto di Compravendita Italcementi**”).

Ai sensi del Contratto di Compravendita Italcementi, il trasferimento della partecipazione Italcementi ad HeidelbergCement si perfezionerà una volta verificatesi le condizioni sospensive al *closing* rappresentate (i) dall’ottenimento delle necessarie autorizzazioni *antitrust* e (ii) dall’avvenuta stipulazione tra Italmobiliare e Italcementi dei contratti relativi alla compravendita dei *Non-Core Assets*.

Conseguentemente, in data 21 settembre 2015 Italmobiliare ha inviato a Italcementi una offerta per l’acquisto dei *Non-Core Assets*.

Trattandosi di instaurare rapporti contrattuali con una parte correlata, l’Operazione è stata assoggettata alla applicazione delle regole previste dalla “Procedura per le operazioni con parti correlate” approvata dal Consiglio di Amministrazione di Italcementi in data 5 novembre 2010 e successivamente aggiornata in data 7 novembre 2013 (la “**Procedura Parti Correlate Italcementi**”) in base alla quale, prima dell’approvazione consiliare, il comitato per le operazioni con parti correlate (il “**Comitato Indipendenti**”) dovrà rendere motivato parere sull’interesse di Italcementi al compimento dell’Operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Le cessioni a Italmobiliare dei *Non-Core Assets*, benché tra loro distinte, sono state considerate come esecuzione di un disegno unitario prescindendo dallo specifico valore attribuibile a ciascuna di esse. Conseguentemente, l’Operazione è stata assoggettata alla disciplina delle operazioni di “maggiore rilevanza” ai sensi degli artt. 5 e 8 del Regolamento Parti Correlate e dell’art. 6 della Procedura Parti Correlate Italcementi.

Il Comitato Indipendenti, nell’esercizio della facoltà prevista dall’art. 6.2.(iii) della Procedura Parti Correlate Italcementi, che consente di «*avvalersi, a spese della Società, della consulenza di uno o più esperti*»

indipendenti di propria scelta [...] di riconosciuta professionalità e competenza sulle materie di interesse, di cui sarà attentamente valutata l'indipendenza e l'assenza di conflitti di interesse», ha individuato in Lazard S.r.l. (“**Lazard**” o l’**Esperto Indipendente**”) l’esperto indipendente cui conferire l’incarico di rilasciare una *fairness opinion* sulla congruità del Corrispettivo. Per i profili legali, il Comitato Indipendenti si è avvalso di Chiomenti Studio Legale, *advisor* legale di Italcementi per l’Operazione.

In data 3 dicembre 2015 l’Esperto Indipendente ha rilasciato la propria *fairness opinion* rassegnando la seguente conclusione: sulla base dell’analisi puntuale svolta in relazione a ciascuno dei *Non-Core Assets*, «*riteniamo che, alla data odierna, il Corrispettivo sia congruo, dal punto di vista finanziario, per Italcementi*» (la *fairness opinion* è allegata *sub* “A” al presente Documento Informativo).

In data 9 dicembre 2015, il Comitato Indipendenti ha rilasciato all’unanimità parere favorevole in merito all’interesse di Italcementi al compimento dell’Operazione e alla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni (il parere è allegato *sub* “B” al presente Documento Informativo).

In data 18 dicembre 2015 il Consiglio di Amministrazione di Italcementi ha quindi approvato l’Operazione.

Il presente Documento Informativo è stato predisposto da Italcementi ai sensi e per gli effetti dell’art. 5 del Regolamento Parti Correlate nonché dell’art. 12.2 della Procedura Parti Correlate Italcementi.

Il presente Documento Informativo è a disposizione del pubblico presso la sede sociale di Italcementi, in Bergamo, Via Camozzi, 124 e sul sito internet della Società (www.italcementigroup.com) nonché sul meccanismo di stoccaggio autorizzato SDIR&STORAGE (www.emarketstorage.com).

1. Avvertenza

1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione

Alla data del presente Documento Informativo, Italcementi è soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Italmobiliare che detiene una partecipazione pari al 45,00% del suo capitale sociale.

Si rileva altresì quanto segue:

- Giampiero Pesenti riveste le cariche di Presidente del Consiglio di Amministrazione e membro del Comitato Esecutivo di Italcementi e di Presidente del Consiglio di Amministrazione e membro del Comitato Esecutivo di Italmobiliare;
- Carlo Pesenti riveste le cariche di Consigliere Delegato e membro del Comitato Esecutivo di Italcementi e di Consigliere Delegato, Direttore Generale e membro del Comitato Esecutivo di Italmobiliare;
- Italo Lucchini riveste le cariche di membro del Consiglio di Amministrazione di Italcementi e di Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione, membro del Comitato Esecutivo e membro del Comitato per la remunerazione di Italmobiliare;
- Giorgio Bonomi riveste le cariche di membro del Consiglio di Amministrazione di Italcementi e di membro del Consiglio di Amministrazione e membro del Comitato Controllo e Rischi di Italmobiliare;
- Sebastiano Mazzoleni riveste le cariche di membro del Consiglio di Amministrazione di Italcementi e di membro del Consiglio di Amministrazione di Italmobiliare.

1.2 Rischi o incertezze connessi all'esecuzione dell'Operazione

L'esecuzione del Contratto di Compravendita Italcementi costituisce una condizione sospensiva per il perfezionamento dell'Operazione. Pertanto, qualora il Contratto di Compravendita Italcementi non dovesse avere esecuzione, per il mancato verificarsi della condizione sospensiva rappresentata dall'ottenimento delle necessarie autorizzazioni *antitrust* o per qualsivoglia altra ragione, anche l'Operazione non si perfezionerà.

2. Informazioni relative all'Operazione

2.1 Descrizione di caratteristiche, modalità, termini e condizioni relative all'Operazione

2.1.1. L'Operazione presenta, in sintesi, il seguente contenuto:

- (i) il corrispettivo per l'acquisto dei *Non-Core Assets* è pari a 241 milioni di euro diminuito di un ammontare corrispondente al (i) 100% della posizione finanziaria netta di Italgem e delle sue controllate e (ii) 75,34% della posizione finanziaria netta di BravoSolution e delle sue controllate, calcolate con riferimento alla data del *closing* dell'Operazione (il "**Corrispettivo**");
- (ii) il Corrispettivo verrà pagato da Italmobiliare integralmente per cassa contestualmente all'esecuzione del Contratto di Compravendita Italcementi, che costituisce una condizione sospensiva per il perfezionamento dell'Operazione;
- (iii) l'Operazione potrà essere corredata dalla sottoscrizione di taluni accordi ancillari che disciplinino la prosecuzione temporanea, ai medesimi termini e condizioni, ovvero la cessazione delle correnti relazioni commerciali tra il gruppo Italcementi, da un lato, e i gruppi Italgem e BravoSolution, dall'altro.

2.1.2. La bozza di Contratto di Compravendita Italgem e BravoSolution contiene, in sintesi, le seguenti pattuizioni:

- (i) entro il quindicesimo giorno lavorativo antecedente la data del *closing* dell'Operazione, (aa) Italcementi dovrà comunicare a Italmobiliare e ad HeidelbergCement la posizione finanziaria netta del gruppo facente capo a Italgem e del gruppo facente capo a BravoSolution, e (bb) Italmobiliare e Italcementi dovranno incaricare congiuntamente un esperto della verifica delle predette posizioni finanziarie nette. La valutazione dell'esperto sarà vincolante ai fini del *closing* dell'Operazione e potrà essere contestata dalle parti entro i successivi centottanta giorni; in caso di contestazione, e in assenza di accordo, il Presidente del Tribunale di Milano nominerà un arbitratore che determinerà le posizioni finanziarie nette ai sensi dell'art. 1349 cod. civ.;
- (ii) il *closing* dell'Operazione è subordinato (aa) al verificarsi di tutte le condizioni sospensive previste nel Contratto di Compravendita Italcementi e (bb) alla circostanza che Italcementi acquisti il rimanente 0,10% del capitale sociale di Italgem;

- (iii) il *closing* dell'Operazione avrà luogo contestualmente al *closing* previsto dal Contratto di Compravendita Italcementi, nella data e luogo stabiliti da Italmobiliare e HeidelbergCement;
- (iv) con riferimento ai contratti infragruppo, si prevede che (aa) i contratti per mezzo dei quali il gruppo che fa capo a BravoSolution presta servizi a Italcementi rimangano in vigore, ai medesimi termini e condizioni, per i due anni successivi alla data del *closing* dell'Operazione e (bb) i contratti per mezzo dei quali Italcementi presta servizi ai gruppi facenti capo a Italgen e a BravoSolution cessino di avere efficacia decorsi tre mesi dalla data del *closing* dell'Operazione;
- (v) Italcementi presterà esclusivamente dichiarazioni relative alla titolarità e libera disponibilità delle partecipazioni detenute in Italgen e BravoSolution in considerazione del fatto che Italmobiliare, in quanto società controllante di Italcementi, dispone di tutte le informazioni necessarie;
- (vi) il Contratto di Compravendita Italgen e BravoSolution sarà sottoposto alla legge italiana ed eventuali controversie non risolte tra le parti saranno decise sulla base delle regole della Camera di Commercio Internazionale di Parigi da un collegio composto da tre arbitri. L'arbitrato avrà sede a Parigi e si svolgerà in lingua inglese.

2.1.3. La bozza di contratto di compravendita del Portafoglio Immobiliare contiene, in sintesi, le seguenti pattuizioni:

- (i) il *closing* dell'Operazione è subordinato al verificarsi di tutte le condizioni sospensive previste nel Contratto di Compravendita Italcementi;
- (ii) il *closing* dell'Operazione avrà luogo contestualmente al *closing* previsto dal Contratto di Compravendita Italcementi, nella data e luogo stabiliti da Italmobiliare e HeidelbergCement;
- (iii) Italcementi non rilascerà alcuna dichiarazione e garanzia sul Portafoglio Immobiliare in considerazione del fatto che Italmobiliare, in quanto società controllante di Italcementi, dispone di tutte le informazioni necessarie e accetta qualsiasi rischio relativo al predetto Portafoglio Immobiliare e alla sua valutazione anche ai sensi dell'art. 1467 cod. civ..

2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere e della natura della correlazione

Come già indicato al precedente paragrafo 1.1, alla data di approvazione dell'Operazione Italcementi è soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Italmobiliare che detiene una partecipazione pari al 45,00% del suo capitale sociale.

Si rileva altresì quanto segue:

- Giampiero Pesenti riveste le cariche di Presidente del Consiglio di Amministrazione e membro del Comitato Esecutivo di Italcementi e di Presidente del Consiglio di Amministrazione e membro del Comitato Esecutivo di Italmobiliare;
- Carlo Pesenti riveste le cariche di Consigliere Delegato e membro del Comitato Esecutivo di Italcementi e di Consigliere Delegato, Direttore Generale e membro del Comitato Esecutivo di Italmobiliare;
- Italo Lucchini riveste le cariche di membro del Consiglio di Amministrazione di Italcementi e di Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione, membro del Comitato Esecutivo e membro del Comitato per la remunerazione di Italmobiliare;
- Giorgio Bonomi riveste le cariche di membro del Consiglio di Amministrazione di Italcementi e di membro del Consiglio di Amministrazione e membro del Comitato Controllo e Rischi di Italmobiliare;
- Sebastiano Mazzoleni riveste le cariche di membro del Consiglio di Amministrazione di Italcementi e di membro del Consiglio di Amministrazione di Italmobiliare.

2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione per Italcementi

L'Operazione si inquadra nel più ampio accordo tra Italmobiliare ed HeidelbergCement ed è funzionale a consentire il perfezionamento della cessione della partecipazione Italcementi ad HeidelbergCement, a seguito della quale quest'ultima sarà chiamata a lanciare un'offerta pubblica di acquisto sul totale delle residue azioni di Italcementi, offrendo in tal modo a tutti gli azionisti la possibilità di cedere le proprie azioni allo stesso prezzo riconosciuto a Italmobiliare. Pertanto, qualora il *closing* tra Italmobiliare e HeidelbergCement non dovesse aver luogo, anche l'Operazione non si perfezionerebbe.

La cessione non avrà impatti negativi sulla normale operatività del gruppo facente capo a Italcementi in quanto, alla luce dell'attività svolta da Italgen e da BravoSolution e dell'attuale utilizzo del Portafoglio

Immobiliare, i *Non-Core Assets* non rappresentano beni rientranti nel *core business* di Italcementi.

Tenuto conto del complessivo costo di iscrizione in bilancio dei *Non-Core Assets* (pari a 64,9 milioni di euro), la cessione dei *Non-Core Assets* per il Corrispettivo consente, inoltre, a Italcementi di registrare importanti plusvalenze a livello contabile.

I termini e le condizioni dei contratti sulla base dei quali verrà realizzata l'Operazione sono in linea con la prassi di mercato in relazione a operazioni analoghe e non prevedono il rilascio di alcuna dichiarazione o garanzia da parte di Italcementi (ulteriore rispetto a quelle relative alla titolarità e libera disponibilità dei *Non-Core Assets*) né, più in generale, l'assunzione di qualsivoglia onere a suo carico.

Il Contratto di Compravendita Italgen e BravoSolution contiene una disciplina dei contratti di servizio coerente con gli interessi di Italcementi in quanto: (aa) per un verso, i contratti per mezzo dei quali il gruppo che fa capo a BravoSolution presta servizi a Italcementi rimarranno in vigore, ai medesimi termini e condizioni, per un periodo sufficientemente lungo (due anni successivi alla data del *closing* dell'Operazione), e (bb) per altro verso, i contratti per mezzo dei quali Italcementi presta servizi ai gruppi facenti capo a Italgen e a BravoSolution cesseranno di avere efficacia entro un termine relativamente breve (tre mesi dalla data del *closing* dell'Operazione).

2.4 *Modalità di determinazione del Corrispettivo e valutazioni circa la sua congruità*

2.4.1. Selezione dell'Esperto Indipendente

Ai fini della valutazione dell'interesse di Italcementi e dei suoi azionisti al compimento dell'Operazione e della convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni, il Comitato Indipendenti ha tenuto conto della documentazione predisposta dall'Esperto Indipendente, condividendone metodo, assunzioni e considerazioni.

L'Esperto Indipendente, che rappresenta una delle banche d'affari più attive nella consulenza alle imprese per operazioni di fusione e di acquisizione, è stato selezionato in ragione del possesso di requisiti di professionalità e competenza rispetto all'Operazione idonei allo svolgimento dell'incarico e a supportare il Comitato Indipendenti nelle determinazioni prescritte dalla Procedura Parti Correlate Italcementi. Italcementi ha tenuto conto, altresì, dell'ampiezza e articolazione delle attività svolte dall'Esperto Indipendente, della pluralità della clientela e della sua reputazione.

All'atto dell'assunzione dell'incarico, Lazard ha confermato la propria indipendenza e non correlazione e l'assenza di conflitti di interesse

rispetto all'Operazione mediante sottoscrizione di una specifica dichiarazione di assenza di qualsivoglia relazione economica, patrimoniale e finanziaria con Italcementi, Italmobiliare, HeidelbergCement e relative parti correlate, che sia tale da pregiudicare la autonomia e indipendenza di giudizio e di valutazione.

Per la valutazione del Portafoglio Immobiliare, Lazard ha incaricato Avalon Real Estate S.p.A. ("**Avalon**"), società di consulenza specializzata nei servizi per il settore immobiliare e delle costruzioni (che, in data 6 novembre 2015, ha inviato a Italcementi una apposita dichiarazione di indipendenza e assenza di conflitti di interessi).

2.4.2. Valutazione di Italgen

La valutazione di Italgen ha avuto ad oggetto il 100% dell'*entreprise value* ed è stata predisposta sulla base del Piano Industriale Italgen 2016 – 2061, elaborato dal *management* senza tener conto delle partecipazioni, sia di controllo sia di minoranza, da essa detenute (che sono state valutate separatamente).

2.4.2.1. Discounted Cash Flow

La metodologia *Discounted Cash Flow* è stata utilizzata come metodologia principale in considerazione della sua flessibilità e capacità di cogliere e valutare la generazione di cassa e la redditività di ciascun impianto. Tale metodologia è stata applicata nella sua versione *unlevered* sulla base del Piano Industriale Italgen 2016 – 2061 predisposto dal *management* e sulla base di due diversi scenari:

- (i) scenario migliore: rinnovo delle concessioni relative agli impianti di Vaprio d'Adda e Mazzunno, già scadute ed attualmente in esercizio provvisorio fino al 2020, fino a tutto il 2035 senza investimenti addizionali e con incasso nel 2036 dell'indennizzo sui terreni e sulle opere asciutte;
- (ii) scenario peggiore: perdita delle concessioni di Vaprio d'Adda e Mazzunno nel 2020 con incasso nel 2021 dell'indennizzo sui terreni e sulle opere asciutte.

In entrambi i casi (*aa*) la scadenza delle concessioni degli impianti di piccola derivazione in regime transitorio è prevista al 2045 mentre (*bb*) per gli altri impianti il *management* ha ipotizzato la naturale scadenza delle concessioni.

I flussi di cassa *unlevered*, sia nello scenario migliore sia nello scenario peggiore, sono stati attualizzati ad un tasso di sconto

medio ponderato del capitale (“WACC”) compreso nell’intervallo 5,5% - 6,5%.

2.4.2.2. Multipli di Mercato

La metodologia dei multipli di mercato è stata utilizzata come metodologia di controllo.

L’affidabilità di tale metodologia, anche come analisi di controllo, è influenzata negativamente dai seguenti fattori:

- (i) nessuna società quotata è perfettamente comparabile con Italgas in termini di portafoglio di attività, presenza geografica, regime regolatorio, scadenza delle concessioni, ecc.;
- (ii) i multipli di borsa si basano su proiezioni predisposte dagli analisti di ricerca, le cui assunzioni macroeconomiche potrebbero differire in modo significativo da quelle sottostanti al piano di Italgas;
- (iii) le società quotate comparabili hanno dimensioni significativamente maggiori di Italgas.

La valutazione con i multipli di mercato è stata condotta sulla base di un campione di società quotate operanti sia in Italia sia a livello internazionale nel settore della generazione di energia prevalentemente da fonti idroelettriche, in particolare: Alpiq, BKW, Enel Green Power e Verbund.

I multipli sono stati calcolati sul 2016 sulla base dei prezzi spot alla data del 1° dicembre 2015.

Il multiplo di riferimento utilizzato ai fini valutativi è quello dell’*enterprise value* su *EBITDA*, universalmente riconosciuto come moltiplicatore di riferimento per le società *utility*.

I valori medi e mediani dell’*enterprise value* sui multipli di *EBITDA* 2016 atteso sono pari rispettivamente a 9,5x e 9,8x. Tali multipli sono stati applicati all’*EBITDA* 2016 di Italgas sia nello scenario migliore sia nello scenario peggiore:

- (i) scenario migliore: l’*enterprise value* di Italgas è stato ottenuto applicando la media e la mediana dei multipli del campione di riferimento all’*EBITDA* 2016;
- (ii) scenario peggiore: l’*enterprise value* di Italgas è stato ottenuto applicando la media e la mediana dei multipli del campione di riferimento all’*EBITDA* 2016 di Italgas al netto dell’*EBITDA* 2016 degli impianti di Vaprio d’Adda e Mazzunno. All’*enterprise value* così ottenuto è stato

sommato il valore attuale netto dei flussi di cassa *unlevered* generati dagli impianti di Vaprio d'Adda e Mazzunno fino al 2021 (incluso l'indennizzo) al fine di considerare il loro contributo alla generazione di cassa fino alla perdita definitiva della concessione

2.4.2.3. Multipli di transazione

La metodologia dei multipli di transazione è stata utilizzata come metodologia di controllo.

L'affidabilità di tale metodologia, anche come analisi di controllo, è influenzata negativamente dai seguenti fattori:

- (i) non vi è un campione significativo di operazioni recenti aventi ad oggetto esclusivamente *asset* idroelettrici;
- (ii) i multipli di ciascuna operazione sono influenzati dalle condizioni di mercato e dal contesto macroeconomico vigenti alla data in cui l'operazione medesima è avvenuta, nonché dai complessivi termini e condizioni.

La valutazione con i multipli di transazione è stata condotta sulla base di un campione di operazioni ritenute comparabili aventi ad oggetto acquisizioni di società prettamente operanti in Italia nel settore della generazione da fonti idroelettriche.

I multipli sono stati calcolati sulla base dei dati finanziari delle società oggetto di acquisizione di più recente pubblicazione rispetto alla data dell'acquisizione.

I multipli di riferimento utilizzati ai fini valutativi sono quelli dell'*enterprise value* su *EBITDA*, universalmente riconosciuto come moltiplicatore di riferimento per le società *utility*, e dell'*enterprise value* su Megawatt ("MW"), utilizzato in particolare per le società di generazione elettrica.

I multipli medio e mediano dell'*enterprise value* sull'*EBITDA* sono pari a 9,2x e 9,9x, rispettivamente, e i multipli medio e mediano dell'*enterprise value* su MW sono stati pari a 1,4x e 1,6x, rispettivamente.

L'*enterprise value* di Italgas è stato quindi determinato applicando tali multipli:

- (i) all'*EBITDA* 2015 di Italgas:
 - (aa) scenario migliore: l'*enterprise value* di Italgas è stato ottenuto applicando la media e la mediana dei multipli del campione di riferimento all'*EBITDA* 2015;

- (bb) scenario peggiore: l'*enterprise value* di Italgem è stato ottenuto applicando la media e la mediana dei multipli del campione di riferimento all'*EBITDA* 2015 di Italgem al netto dell'*EBITDA* 2015 degli impianti di Vaprio d'Adda e Mazzunno. All'*enterprise value* così ottenuto è stato sommato il valore attuale netto dei flussi di cassa *unlevered* generati dagli impianti di Vaprio d'Adda e Mazzunno fino al 2021 (incluso l'indennizzo) al fine di considerare il loro contributo alla generazione di cassa fino alla perdita della concessione;
- (ii) ai MW degli impianti idroelettrici di Italgem:
- (aa) scenario migliore: l'*enterprise value* di Italgem è stato ottenuto applicando la media e la mediana dei multipli del campione di riferimento al totale MW di Italgem;
- (bb) scenario peggiore: l'*enterprise value* di Italgem è stato ottenuto applicando la media e la mediana dei multipli del campione di riferimento al totale MW di Italgem ad esclusione dei MW relativi agli impianti di Vaprio d'Adda e Mazzunno. All'*enterprise value* così ottenuto è stato sommato il valore attuale netto dei flussi di cassa *unlevered* generati dagli impianti di Vaprio d'Adda e Mazzunno fino al 2021 (incluso l'indennizzo) al fine di considerare il loro contributo alla generazione di cassa fino alla perdita della concessione.

Il valore contabile delle società controllate e collegate di Italgem è stato sommato ai valori derivanti dall'applicazione della metodologia dei multipli di transazione, al fine di determinare l'*enterprise value* di Italgem.

2.4.2.4. Esiti della valutazione di Italgem

La seguente tabella sintetizza gli esiti della valutazione di Italgem effettuata dall'Esperto Indipendente.

METODOLOGIA	ENTERPRISE VALUE DI ITALGEN SCENARIO MIGLIORE	ENTERPRISE VALUE DI ITALGEN SCENARIO PEGGIORE
<i>Discounted Cash Flow</i>	128 – 139	97 – 103

METODOLOGIA	ENTERPRISE VALUE DI ITALGEN SCENARIO MIGLIORE	ENTERPRISE VALUE DI ITALGEN SCENARIO PEGGIORE
Multipli di mercato	159 – 163	119 – 121
Multipli di transazione (EV/EBITDA)	154 – 164	116 – 121
Multipli di transazione (EV/MW)	101 – 114	88 – 95

In milioni di euro

2.4.3. Valutazione di BravoSolution

La valutazione di BravoSolution ha avuto ad oggetto l'*enterprise value pro quota* attribuibile ad Italcementi (75,34%), al netto del valore di pertinenza delle minoranze, ed è stata predisposta sulla base:

- (i) del Piano Industriale BravoSolution Stand-Alone 2016 – 2018 e del Piano Industriale TejariSolution Stand-Alone 2016 – 2018;
- (ii) delle Estrapolazioni BravoSolution per il periodo 2019 – 2025 e delle Estrapolazioni TejariSolution per il periodo 2019 – 2025.

L'*enterprise value* di BravoSolution è stato quindi determinato come il 75,34% del valore riveniente dalla sommatoria di (aa) *enterprise value* di BravoSolution *Stand-Alone* e (bb) il 51% dell'*enterprise value* di TejariSolution, una società in cui BravoSolution detiene una quota pari al 51% del capitale sociale.

2.4.3.1. Discounted Cash Flow

La metodologia *Discounted Cash Flow* è stata utilizzata come metodologia principale in considerazione della sua flessibilità e capacità di cogliere e valutare la generazione di cassa e la redditività effettiva di BravoSolution e TejariSolution nel lungo termine.

Tale metodologia è stata applicata nella sua versione *unlevered* ai flussi di cassa 2016 – 2025 generati da BravoSolution *Stand-Alone* e TejariSolution.

I flussi di cassa *unlevered* sono stati attualizzati ad un WACC compreso nell'intervallo 8,0% – 9,0% e 11,0% – 12,0% per BravoSolution *Stand-Alone* e TejariSolution, rispettivamente.

I *Discounted Cash Flow* sono stati costruiti calcolando il valore terminale sia come multiplo di uscita dell'*EBITDA*, ipotizzato pari a 6,5x e 10,7x (in linea con i multipli di società comparabili del *Panel Tier II*), sia in *perpetuity* ad un tasso compreso tra 1,50% – 2,50% (in linea con i tassi utilizzati dagli analisti di ricerca per la determinazione del prezzo obiettivo di società quotate comparabili).

2.4.3.2. Multipli di mercato

La metodologia dei multipli di mercato è stata utilizzata come metodologia di controllo.

L'affidabilità di tale metodologia, anche come analisi di controllo, è influenzata negativamente dai seguenti fattori:

- (i) nessuna società quotata è perfettamente comparabile con BravoSolution in termini di portafoglio di attività;
- (ii) i multipli di borsa si basano su proiezioni predisposte dagli analisti le cui assunzioni potrebbero differire in modo significativo da quelle sottostanti al piano di BravoSolution.

Si sono presi in considerazione due campioni di società:

- (i) *Tier I*: società quotate operanti a livello internazionale nel settore del *supply management* ed *e-procurement* e, in particolare, nel segmento delle soluzioni tecnologiche per la gestione degli acquisti/forniture da parte di aziende di grandi dimensioni (il campione selezionato include SciQuest, Determine e EuSupply);
- (ii) *Tier II*: società quotate di *software provider* di dimensioni più elevate rispetto a BravoSolution e maggiormente diversificate in termini di prodotti e servizi offerti (tale campione include SAP ed Oracle).

I multipli sono stati calcolati sul primo anno prospettico (2016) rispetto alla data di riferimento della valutazione (31 dicembre 2015) e sulla base dei prezzi spot alla data del 1° dicembre 2015.

Il multiplo di riferimento utilizzato ai fini valutativi è l'*enterprise value* sui ricavi per le società del *Panel Tier I*, trattandosi di società in fase di sviluppo che non hanno ancora raggiunto un livello di *EBITDA* stabile e significativo, e il multiplo dell'*EBITDA* per le società del *Panel Tier II*.

I valori medi e mediani dell'*enterprise value* sui ricavi attesi per il 2016 sono pari a 0,87x e 1,21x, rispettivamente; mentre i multipli dell'*EBITDA* atteso per il 2016 sono pari a 6,5x e 10,7x.

Tali multipli sono stati quindi applicati ai ricavi e all'*EBITDA* attesi per il 2016 di BravoSolution, su base *stand-alone*, e di TejariSolution.

2.4.3.3. Multipli di transazione

La metodologia dei multipli di transazione è stata utilizzata come metodologia di controllo.

L'affidabilità di tale metodologia, anche come analisi di controllo, è influenzata negativamente dai seguenti fattori:

- (i) non vi è un campione significativo di operazioni recenti aventi ad oggetto società perfettamente comparabili con BravoSolution;
- (ii) i multipli di ciascuna operazione sono influenzati dalle condizioni di mercato e dal contesto macro economico vigenti alla data in cui l'operazione medesima è avvenuta, nonché dai complessivi termini e condizioni.

La valutazione con i multipli di transazione è stata condotta sulla base di un campione di operazioni ritenute comparabili e aventi ad oggetto acquisizioni di società operanti sia in Italia sia a livello internazionale nel settore dell'*e-procurement* ed in particolare nel segmento delle soluzioni tecnologiche per la gestione degli acquisti/forniture di aziende di grandi dimensioni.

Per tali operazioni, nei limiti in cui le informazioni fossero disponibili al pubblico, è stato determinato il valore e il multiplo implicito dei ricavi per l'anno precedente la data in cui sono state annunciate.

Il multiplo utilizzato ai fini valutativi è l'*enterprise value* sui ricavi (il multiplo dell'*EBITDA* non è significativo, trattandosi, nella maggior parte dei casi, di società in fase di start-up con *EBITDA* negativo o prossimo allo zero).

I multipli medio e mediano dell'*enterprise value* sui ricavi sono pari a 1,44x e 1,74x, rispettivamente.

Tali multipli sono stati quindi applicati ai ricavi attesi per il 2015 di BravoSolution, su base *stand-alone*, e di TejariSolution.

2.4.3.4. Esiti della valutazione di BravoSolution

La seguente tabella sintetizza gli esiti della valutazione di BravoSolution effettuata dall'Esperto Indipendente.

METODOLOGIA	ENTERPRISE VALUE DI BRAVO SOLUTION (QUOTA DEL 75,34%)
<i>Discounted Cash Flow</i> (TV in <i>perpetuity</i>)	45 – 63
<i>Discounted Cash Flow</i> (TV con multiplo di uscita)	40 – 67
Multipli di mercato (EV/Ricavi)	56 – 79
Multipli di mercato (EV/EBITDA)	30 – 48
Multipli di transazione (EV/Ricavi)	83 – 101

In milioni di euro

2.4.4. Valutazione del Portafoglio Immobiliare

La valutazione del Portafoglio Immobiliare elaborata da Avalon ha per oggetto un complesso di unità immobiliari a uso misto (magazzini, cantine, autorimessa), residenziale e direzionale sito a Roma di proprietà di Italcementi.

2.4.4.1. Descrizione del Portafoglio Immobiliare

Il compendio in esame è ubicato in una zona centrale di Roma in prossimità di Villa Borghese, tra via Sallustiana, via Lucullo e via Piemonte.

La tipologia è mista, prevalentemente commerciale ai piani bassi e residenziale e uffici ai piani superiori. In particolare, il Portafoglio Immobiliare comprende:

- (i) 9 unità a uso ufficio per complessivi mq. 2.530 circa;
- (ii) 1 unità ad uso negozio/ufficio per complessivi mq. 100;
- (iii) 2 unità ad uso abitativo (attici) per complessivi mq. 340 circa (escluse terrazze);

- (iv) 2 magazzini;
- (v) 12 cantine pertinenziali negli interrati;
- (vi) 1 autorimessa interrata per n. 26 posti auto;
- (vii) 1 piccolo appartamento al piano seminterrato, oltre alle quote di appartamenti di proprietà condominiale.

2.4.4.2. Metodologie valutative utilizzate

La valutazione ha avuto ad oggetto la determinazione del “valore di mercato” sulla base della definizione elaborata dal *RICS Appraisal and Valuation Standards*.

Ai fini della determinazione del valore del Portafoglio Immobiliare, Avalon ha ritenuto opportuno utilizzare due diverse metodologie, in particolare:

- (i) il metodo di mercato, a cui è stato attribuito un peso pari a 2/3 nella stima del valore delle unità ad uso direzionale e del 100% nella stima del valore della altre unità del Portafoglio Immobiliare;
- (ii) il Metodo Finanziario/Reddituale (Metodo Finanziario per le unità ad uso uffici locate e Metodo Reddituale per le unità ad uso uffici non locate), a cui è stato attribuito un peso pari a 1/3 nella stima del valore delle unità ad uso direzionale mentre non è stato utilizzato nella stima del valore della altre unità del Portafoglio Immobiliare.

2.4.4.3. Sintesi della valutazione

Sulla base delle diverse metodologie utilizzate, il valore del Portafoglio Immobiliare nel suo complesso risulta pari a:

- (i) 17,1 milioni di euro – valutazione dell’intero Portafoglio Immobiliare mediante il metodo di mercato;
- (ii) 6,4 milioni di euro – valutazione delle unità immobiliari ad uso ufficio locate (escluso residenziale) mediante il metodo finanziario;
- (iii) 4,1 milioni di euro – valutazione delle unità immobiliari ad uso uffici, non locate, attraverso il metodo reddituale.

La tabella seguente riepiloga la valutazione del Portafoglio Immobiliare suddivisa per ciascuna destinazione d’uso.

PORZIONE IMMOBILIARE	METODO DI MERCATO	METODO DI MERCATO – PESO%	METODO FINANZIARIO/ REDDITUALE	METODO FINANZIARIO/ REDDITUALE – PESO%	VALORE FINALE PESATO
Residenze	2,5	100%	-	-	2,5
Posti auto non locati (n. 4)	0,6	100%	-	-	0,6
Cantine non locate (n. 4)	0,0	100%	-	-	0,0
Unità immobiliari locate (uffici)	8,6	66,70%	6,4	33,3%	7,9
Unità immobiliari non locate (uffici)	5,4	66,70%	4,1	33,3%	4,9
Totale	17,1		10,5		16,0

In milioni di euro

2.4.5. Sintesi delle valutazioni dei *Non-Core Assets*

Alla luce delle analisi e delle stime effettuate dall'Esperto Indipendente, come riflesse nella *fairness opinion* in relazione all'Operazione rilasciata in data 3 dicembre 2015 a beneficio esclusivo del Comitato Indipendenti, e, in particolare, (i) dei risultati ricavabili dal complesso delle singole metodologie valutative adottate in relazione alle partecipazioni in Italgem e in BravoSolution e (ii) dei valori relativi ottenuti confrontando tra loro tali metodologie valutative, il valore complessivo attribuibile ai *Non-Core Assets*, comprensivo del valore attribuito da Avalon al Portafoglio Immobiliare, varia tra:

- 171 – 202 milioni di euro utilizzando la metodologia del *Discounted Cash Flow*;
- 197 – 221 milioni di euro utilizzando la metodologia dei multipli di mercato;

- 214 – 240 milioni di euro utilizzando la metodologia dei multipli di transazione.

Conseguentemente, nella *fairness opinion* l'Esperto Indipendente ha rassegnato la seguente conclusione: sulla base dell'analisi puntuale svolta in relazione a ciascuno dei *Non-Core Assets*, «riteniamo che, alla data odierna, il Corrispettivo sia congruo, dal punto di vista finanziario, per Italcementi».

2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione

Come indicato in Premessa, l'Operazione si configura quale operazione di maggiore rilevanza tra parti correlate ai sensi della Procedura Parti Correlate Italcementi in quanto l'indice di rilevanza del controvalore (dato dal rapporto tra il controvalore dell'Operazione e il patrimonio netto consolidato di Italcementi tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato) risulta superiore alla soglia del 2,5% applicabile nel caso di operazioni poste in essere con la società controllante quotata (come accade, per l'appunto, nel caso di specie).

In particolare, il controvalore dell'Operazione è pari al Corrispettivo complessivamente considerato mentre il patrimonio netto consolidato di Italcementi tratto dal resoconto intermedio di gestione al 30 settembre 2015 è pari a Euro 3.802,2 milioni di euro; pertanto l'indice in esame è pari a circa il 6,33%. Si segnala che il parametro del patrimonio netto consolidato viene utilizzato, conformemente a quanto previsto nell'Allegato 3 al Regolamento Parti Correlate, in ragione del fatto che tale indice è superiore alla capitalizzazione di Italcementi rilevata al 30 settembre 2015 (ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblico), pari a Euro 3.463.018.792,20.

All'Operazione non risultano applicabili i restanti indici previsti dal medesimo Allegato 3 del Regolamento Parti Correlate, ossia (i) l'indice di rilevanza dell'attivo, quale rapporto tra il totale dell'attivo dell'entità oggetto dell'operazione e il totale dell'attivo di Italcementi, e (ii) l'indice di rilevanza delle passività, quale rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita e il totale dell'attivo di Italcementi.

L'Operazione darà luogo a effetti economici e patrimoniali vantaggiosi per Italcementi in ragione del fatto che il Corrispettivo è significativamente superiore al costo di iscrizione in bilancio delle partecipazioni in Italgen e in BravoSolution. In particolare, Italcementi beneficerà di una plusvalenza di circa 140 milioni di euro, variabile in funzione della posizione finanziaria netta di Italgen e BravoSolution alla data del *closing* dell'Operazione.

Dal punto di vista finanziario, la cessione dei *Non-Core Assets* porterà un impatto positivo sulla posizione finanziaria netta di Italcementi di circa 241 milioni di euro e il deconsolidamento di circa 23 milioni di EBITDA (stimato 2015), per un multiplo di vendita aggregato di circa 10x EV/EBITDA.

Si segnala che il documento informativo relativo all'Operazione, previsto dall'art. 71 e dall'Allegato 3B del regolamento approvato con delibera Consob 14 maggio 1999, n. 11971, come successivamente modificato, non sarà redatto in quanto, con delibera adottata dal Consiglio di Amministrazione in data 7 novembre 2012, Italcementi ha esercitato la facoltà di deroga agli obblighi di pubblicazione dei documenti informativi prescritti in occasione di operazioni significative di fusione, scissione, acquisizioni e cessioni, aumenti di capitale mediante conferimento di beni in natura (ai sensi degli artt. 70, comma 8, e 71, comma 1-*bis*, del predetto regolamento).

2.6. Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti degli organi di amministrazione di Italcementi e/o di società da quest'ultima controllate.

In conseguenza dell'Operazione non si prevede alcuna variazione dei compensi dei componenti del Consiglio di Amministrazione di Italcementi né di alcuna delle società dalla stessa controllate.

2.7. Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di Italcementi coinvolti nell'Operazione.

Nell'Operazione non sono coinvolti, quali parti correlate, componenti del Consiglio di Amministrazione, membri del Collegio Sindacale, direttori generali e/o dirigenti di Italcementi.

Peraltro il Presidente Giampiero Pesenti, il Consigliere Delegato Carlo Pesenti, nonché i Consiglieri Giorgio Bonomi, Italo Lucchini e Sebastiano Mazzoleni, nel sottolineare l'interesse della Società alla cessione dei *Non-Core Assets*, hanno dichiarato in sede consiliare, anche ai sensi dell'art. 2391 cod. civ., di astenersi dalla votazione in considerazione della posizione che i medesimi ricoprono quali componenti del Consiglio di Amministrazione di Italmobiliare

2.8. Indicazione degli organi sociali o degli amministratori che hanno condotto o partecipato e/o istruito e/o approvato i termini essenziali dell'Operazione.

2.8.1. Attività del Consiglio di Amministrazione

L'Operazione è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione di Italcementi, all'unanimità dei votanti, in data 18 dicembre 2015, anche tenuto conto del parere favorevole del Comitato Indipendenti in merito all'interesse di Italcementi al compimento dell'Operazione e alla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

2.8.2. Attività del Comitato Indipendenti

Considerata l'esigenza di sottoporre l'Operazione alla Procedura Parti Correlate Italcementi, il Comitato Indipendenti si è riunito periodicamente al fine di svolgere la prescritta attività istruttoria.

In particolare, previa consultazioni tra i suoi componenti in ordine alla acquisizione della documentazione e all'avvio del processo di selezione dell'Esperto Indipendente, il Comitato Indipendenti si è riunito in data 2 settembre 2015. Nel corso di tale riunione, l'avv. Nuzzolo, Direttore Affari Legali, Societari, Fiscali e *Compliance* di Italcementi, ha fornito, ai sensi dell'art. 6.2.(i) della Procedura Parti Correlate Italcementi, informazioni sui principali termini e condizioni dell'Operazione, sulla tempistica attesa (anche alla luce dello stato di avanzamento delle procedure di notifica alle diverse autorità *antitrust* coinvolte ai sensi del Contratto di Compravendita Italcementi), sulle motivazioni sottostanti nonché sui principali adempimenti connessi all'applicazione della Procedura Parti Correlate Italcementi.

Inoltre, il Comitato Indipendenti ha individuato in Lazard l'esperto indipendente al quale conferire – ai sensi dell'art. 6.2.(iii) della Procedura Parti Correlate Italcementi – l'incarico di rilasciare una *fairness opinion* sulla congruità del Corrispettivo, previa verifica della indipendenza e dell'assenza di conflitti di interesse rispetto all'Operazione.

Nel corso della riunione del 22 settembre 2015 il Presidente del Comitato Indipendenti ha comunicato la formalizzazione, da parte di Italcementi, dell'incarico a Lazard a seguito del rilascio di una specifica dichiarazione di indipendenza e di assenza di conflitti di interessi rispetto all'Operazione.

Nella riunione del 14 ottobre 2015 i rappresentanti dell'Esperto Indipendente hanno fornito un aggiornamento sulle attività e sulle analisi effettuate ai fini della valutazione dei *Non-Core Assets*.

Il Comitato Indipendenti si è nuovamente riunito in data 3 novembre 2015. Nel corso della riunione i rappresentanti di Lazard hanno indicato una preliminare valutazione di Italgem,

hanno descritto le diverse possibili metodologie valutative da applicare a BravoSolution e hanno informato di aver incaricato Avalon di predisporre la valutazione del Portafoglio Immobiliare.

Nel corso della riunione del 16 novembre 2015 i rappresentanti dell'Esperto Indipendente hanno aggiornato il Comitato Indipendenti sugli sviluppi dell'attività valutativa dei *Non-Core Assets*, facendo presente che le partecipazioni in Italgem e in BravoSolution sarebbero state valutate utilizzando la metodologia del *Discounted Cash Flow* mentre le metodologie dei multipli di mercato e dei multipli di transazione sarebbero state utilizzate quali metodi di controllo, e hanno comunicato i risultati della valutazione effettuata da Avalon sul Portafoglio Immobiliare nonché una preliminare valutazione complessiva dei *Non-Core Assets*.

Il Comitato Indipendenti si è nuovamente riunito il 30 novembre 2015 per esaminare in via preliminare con i rappresentanti di Lazard le conclusioni valutative raggiunte e la relativa documentazione.

A esito dei propri lavori, in data 9 dicembre 2015, il Comitato Indipendenti – anche sulla base della *fairness opinion* rilasciata dall'Esperto Indipendente in data 3 dicembre 2015 – ha rilasciato all'unanimità parere favorevole in ordine alla sussistenza dell'interesse di Italcementi all'esecuzione dell'Operazione nonché in merito alla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Allegati

- A. *Fairness opinion* rilasciata da Lazard il 3 dicembre 2015.
- B. Parere rilasciato dal Comitato Indipendenti il 9 dicembre 2015.

LAZARD

Comitato Operazioni con Parti Correlate

Italcementi S.p.A.
Via G. Camozzi, 124
24121 Bergamo

Milano, 3 dicembre 2015

Egregi Signori,

Siamo stati informati del fatto che Italcementi S.p.A. ("Italcementi") intende cedere alcuni attivi non strategici in favore di Italmobiliare S.p.A. ("Italmobiliare"), la quale società risulta detenere, alla data odierna, il 45% del capitale sociale di Italcementi. In particolare, siamo stati informati del fatto che Italcementi intende sottoscrivere un Contratto di Compravendita di Azioni ed un Contratto Preliminare di Acquisto con Italmobiliare, bozze dei quali ci sono state fornite in data 3 settembre 2015 (rispettivamente, il "Contratto di Acquisto Azioni" ed il "Contratto di Acquisto Immobili", e congiuntamente, gli "Accordi"), ai sensi dei quali Italcementi cederà il 100% del capitale sociale della società Italgen S.p.A. ("Italgen"), il 75,34% del capitale sociale della società BravoSolution S.p.A. ("BravoSolution", e congiuntamente con Italgen, le "Società") ed alcuni attivi immobiliari non strategici, siti in Roma (il "Portafoglio Immobiliare") in favore di Italmobiliare (complessivamente, l'"Operazione"). Siamo stati inoltre informati che Italmobiliare ha sottoscritto un contratto con HeidelbergCement AG ("HeidelbergCement"), ai sensi del quale Italmobiliare ha acconsentito a cedere l'intera propria partecipazione nel capitale sociale di Italcementi in favore di HeidelbergCement (la "Cessione Italcementi"), e che l'implementazione del Contratto di Acquisto Azioni e del Contratto di Acquisto Immobili avverranno simultaneamente con l'implementazione della Cessione Italcementi.

Peraltro, siamo stati informati del fatto che, ai sensi del Contratto di Acquisto Azioni e del Contratto di Acquisto Immobili, il corrispettivo per l'acquisto, che dovrà essere versato in favore di Italcementi per il (i) 100% del capitale sociale di Italgen (le "Azioni Italgen"), (ii) il 75,34% del capitale sociale di BravoSolution (le "Azioni BravoSolution" e congiuntamente con le Azioni Italgen, le "Azioni Non Strategiche") e (iii) il Portafoglio Immobiliare sarà pari ad Euro 241.000.000 in denaro (il "Corrispettivo"), a cui andranno sottratti (i) un ammontare pari al 100% della *Net Financial Position* (come definita ai sensi del Contratto di Acquisto Azioni, e che potrebbe essere soggetta ad aggiustamenti ai sensi dello stesso contratto) di Italgen e delle sue controllate e (ii) il 75,34% della *Net Financial Position* (come definita ai sensi del Contratto di Acquisto Azioni, e che potrebbe essere soggetta ad aggiustamenti ai sensi dello stesso contratto) di BravoSolution e delle sue controllate.

Vi segnaliamo che, mentre alcune disposizioni dell'Operazione sono riassunte nel presente parere, i termini dell'Operazione sono indicati più specificamente negli Accordi.

Ai sensi degli articoli 5 e 8 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato (il “Regolamento Parti Correlate”), il Comitato Operazioni con Parti Correlate di Italcementi (il “Comitato”) ha richiesto il parere di Lazard S.r.l. (“Lazard”) in merito alla congruità, alla data odierna, dal punto di vista finanziario, per Italcementi, del Corrispettivo per l’Operazione.

Ai fini del presente parere, abbiamo:

- (i) esaminato i termini e le condizioni finanziarie previsti negli Accordi;
- (ii) esaminato certe informazioni commerciali e finanziarie storiche relative alle Società, incluse le relazioni annuali delle Società relative all’esercizio chiuso il 31 dicembre 2014;
- (iii) esaminato le proiezioni finanziarie di Italgem che ci sono state fornite dal *management* di Italgem per il periodo 2016 – 2021 (il “Piano Industriale Italgem”);
- (iv) esaminato il piano industriale di BravoSolution per il periodo 2016-2018 che ci è stato fornito dal *management* di BravoSolution (il “Piano Industriale BravoSolution”), nonché le estrapolazioni dello stesso che ci sono state fornite e che sono state approvate per il nostro uso da parte del *management* di BravoSolution per il periodo 2019 – 2025 (le “Estrapolazioni BravoSolution”);
- (v) esaminato la valutazione del Portafoglio Immobiliare (la “Relazione sulla Valutazione Immobiliare”) redatta da Avalon Real Estate S.p.A. (“Avalon”), datata 9 novembre 2015;
- (vi) discusso con i *senior managers* di Italcementi e delle Società in relazione alle attività e le prospettive delle Società e del Portafoglio Immobiliare;
- (vii) esaminato informazioni pubbliche su alcune ulteriori società operanti in settori da noi ritenuti in linea di principio rilevanti nella valutazione delle attività delle Società;
- (viii) esaminato i termini finanziari di alcune transazioni che coinvolgono società operanti in settori da noi ritenuti in linea di principio rilevanti nella valutazione delle attività delle Società; e
- (ix) condotto altri studi, analisi e indagini finanziarie da noi ritenuti opportuni.

Ai fini della predisposizione del presente parere, abbiamo assunto e fatto affidamento, senza alcuna verifica indipendente, sulla correttezza e completezza di tutte le informazioni di cui sopra, incluse, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, tutte le informazioni finanziarie e le altre informazioni e relazioni forniteci, e tutte le dichiarazioni rese dai rispettivi *management* delle Società e di Italcementi. Qualsiasi integrazione, modifica o successivi aggiornamenti delle informazioni sopra elencate potrebbero influire sul presente parere ovvero sulle assunzioni sulle quali si fonda. Non abbiamo intrapreso alcuna indagine o valutazione indipendente di tali informazioni, relazioni o dichiarazioni. Non abbiamo fornito, ottenuto o esaminato, per Vostro conto, alcun parere specialistico, ad eccezione della Relazione sulla Valutazione Immobiliare, quali, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, pareri legali, contabili, attuariali, ambientali, informatici o fiscali, e, di conseguenza, il nostro parere non tiene in considerazione le possibili implicazioni di tali tipi di parere.

Abbiamo, inoltre, dato per assunto che la valutazione delle attività e delle passività e le previsioni relative ai profitti e ai flussi di cassa, incluse le proiezioni relative alle future spese in conto capitale, effettuate dai rispettivi *management* delle Società, siano congrue e ragionevoli. Non abbiamo sottoposto ad analisi, valutazioni o stime indipendenti le attività e passività (potenziali e non) delle Società e del Portafoglio Immobiliare, ovvero non abbiamo condotto analisi, valutazioni o stime indipendenti in merito alla solvibilità o al *fair value* di ognuna delle Società e del Portafoglio Immobiliare, e non ci è stata fornita alcuna valutazione o stima, ad eccezione della Relazione sulla Valutazione Immobiliare. Per quanto concerne le previsioni finanziarie, le proiezioni e le Estrapolazioni BravoSolution utilizzate nelle nostre analisi, abbiamo dato per assunto che esse siano state predisposte ragionevolmente sulla base delle più accurate stime ed opinioni ad oggi disponibili da parte dei rispettivi *management* delle Società concernenti le previsioni sui risultati operativi futuri e sulla situazione finanziaria futura e la *performance* delle rispettive Società ed abbiamo assunto che tali previsioni e proiezioni ed estrapolazioni saranno realizzate nei termini ivi previsti. Non assumiamo alcuna responsabilità od obbligazione né esprimiamo alcun giudizio in relazione a tali previsioni, proiezioni, estrapolazioni ovvero in merito alle assunzioni sulle quali si fondano.

Ai fini della predisposizione del presente parere, abbiamo assunto che l'Operazione sarà posta in essere in conformità con i termini e soggetta alle condizioni di cui agli Accordi senza rinunce o modifiche di alcun termine o condizione sostanziale degli stessi. Abbiamo assunto altresì che tutte le approvazioni e autorizzazioni governative, regolamentari o di altro tipo, necessarie ai fini dell'esecuzione dell'Operazione, saranno ottenute senza alcuna riduzione dei benefici derivanti dall'Operazione per Italcementi. Pertanto, con la presente sottolineiamo che le conclusioni contenute nel presente parere potrebbero variare a seconda delle diverse condizioni, inclusi i termini e le condizioni finali degli accordi che i Consigli di Amministrazione di Italcementi e di Italmobiliare sottoscriveranno in relazione all'Operazione. Qualsiasi modifica o cambiamento, volontario o richiesto dalla legge o dai regolamenti o da qualsiasi autorità competente, nei termini e nelle condizioni di cui sopra degli Accordi e/o dell'Operazione potrebbe influire sul presente parere e sulle assunzioni sulle quali si fonda; al riguardo, non assumiamo alcun obbligo di aggiornare, rivedere o confermare il presente parere.

Inoltre, il presente parere si basa necessariamente sulle condizioni finanziarie, economiche, monetarie, di mercato e sulle altre condizioni esistenti alla data del presente parere stesso, nonché sulle informazioni che ci sono state fornite alla stessa data. Gli eventi e le circostanze verificatisi successivamente a tale data (incluse le modifiche legislative e regolamentari) potrebbero incidere sui presupposti e sul contenuto del presente parere, tuttavia noi non abbiamo alcun obbligo di aggiornare, modificare o confermare il presente parere. Si fa presente inoltre che l'attuale volatilità del mercato finanziario e creditizio potrebbe avere un effetto per le Società e/o il Portafoglio Immobiliare e noi non esprimiamo alcun parere sugli effetti di tale volatilità sulle Società e/o sul Portafoglio Immobiliare. Inoltre, le previsioni finanziarie relative alle Società e/o al Portafoglio Immobiliare potrebbero essere influenzate dai cambiamenti che si verificano nel settore della generazione e vendita di energia elettrica, dell'*e-procurement* e nel settore immobiliare e dai cambiamenti delle leggi e delle norme applicabili a tali settori.

Noi agiamo in qualità di consulente finanziario del Comitato in relazione all'Operazione e riceveremo una commissione per i servizi resi ed una parte di tale commissione sarà versata al momento della consegna del presente parere mentre il saldo sarà versato al momento di implementazione dell'Operazione. A tal proposito, non abbiamo agito come *advisor* finanziario per il Comitato in relazione a, *inter alia*, la determinazione degli Attivi Non Strategici oggetto dell'Operazione, la Cessione Italcementi, ma solamente in relazione alla consegna del presente parere. Lazard o altre società del Gruppo Lazard potranno in futuro fornire servizi di consulenza finanziaria a Italcementi, Italmobiliare, HeidelbergCement o alle Società per i quali potranno essere corrisposte le commissioni di rito. Inoltre, società appartenenti al Gruppo Lazard potranno negoziare le azioni e gli altri titoli di Italcementi, Italmobiliare e HeidelbergCement per proprio conto e per conto dei propri

clienti, e conseguentemente, possono in qualsiasi momento detenere posizioni lunghe o corte in relazione a tali titoli e possono anche scambiare e detenere titoli per conto di Italcementi, Italmobiliare, HeidelbergCement e/o di alcune delle società o persone a questi collegate. Non esprimiamo alcun parere in merito al prezzo al quale le azioni di Italcementi, Italmobiliare o di HeidelbergCement potrebbero essere scambiate in qualsiasi momento.

Il presente parere è espresso esclusivamente a beneficio del Comitato nella sua piena ed esclusiva autonomia di giudizio in relazione all'Operazione e ai fini della stessa, mentre non è stato espresso per conto, - e non conferirà diritti o rimedi - agli azionisti di Italcementi, Italmobiliare, HeidelbergCement o BravoSolution né sarà usato per alcun altro fine. Il presente parere si esprime solamente sulla congruità per Italcementi, alla data odierna, dal punto di vista finanziario, del Corrispettivo, ed in linea con le Vostre istruzioni, non affronta il tema dell'allocazione del Corrispettivo tra gli Attivi Non Strategici ovvero la definizione o alcun aggiustamento alla *Net Financial Position*, e non valuta alcun altro aspetto o implicazione dell'Operazione, ivi inclusa, a titolo esemplificativo e senza limitazione, qualsiasi questione in materia legale, fiscale, regolamentare o contabile, la Cessione Italcementi, ovvero la forma o la struttura dell'Operazione ovvero ogni contratto o accordo stipulato in relazione all'Operazione ovvero contemplato ai sensi dell'Operazione stessa.

Inoltre, il presente parere non affronta i meriti relativi all'Operazione in oggetto, rispetto a qualsiasi operazione o strategia alternative che potrebbero essere a disposizione di Italcementi ovvero i meriti delle decisioni sulla cui base Italcementi ha deciso di impegnarsi nell'Operazione. Il presente parere non costituisce una raccomandazione ad alcuna persona in merito all'approvazione dell'Operazione ovvero su come debba votare o comportarsi in relazione all'Operazione ovvero in relazione ad ogni altra tematica a questa connessa, né tantomeno deve essere inteso come tale.

Salvo quanto espressamente richiesto dalla legge o dai regolamenti ovvero quanto espressamente richiesto da un'autorità governativa competente, e in particolare ai sensi dell'art. 5, comma 5, del Regolamento Parti Correlate ed il relativo Allegato 4, il presente parere è riservato e Voi non potrete divulgarlo, farvi riferimento o comunicarlo (in tutto o in parte) a terzi, ad alcun fine, senza la nostra previa autorizzazione scritta. Il presente parere è soggetto ai termini e alle condizioni della lettera d'incarico sottoscritta tra Italcementi e Lazard ed efficace dal 15 settembre 2015.

Metodologie di Valutazione e Analisi Condotta

Quanto segue rappresenta una breve sintesi delle principali analisi e valutazioni di natura finanziaria che Lazard ha ritenuto opportune in relazione alla predisposizione del proprio parere. Questa sintesi, di conseguenza, non costituisce una descrizione completa delle più approfondite analisi e valutazioni che sono alla base di tale parere. La predisposizione di una *fairness opinion* comporta un processo complesso che si fonda su vari elementi, tra i quali i metodi di analisi e di valutazione più appropriati e pertinenti e l'applicazione di tali metodi a circostanze particolari, e, quindi, non consente una semplice descrizione sintetica. Considerare unicamente singole parti delle analisi e delle valutazioni effettuate ovvero la relativa sintesi di seguito riportata, senza procedere ad una valutazione complessiva delle analisi e delle valutazioni, potrebbe determinare un esame incompleto o fuorviante delle analisi sottostanti il parere di Lazard.

Al fine delle proprie analisi e valutazioni, Lazard ha considerato l'andamento dei settori industriali di riferimento, le condizioni economiche di *business*, di mercato e finanziarie e altri elementi, molti dei quali non possono essere influenzati da Italcementi e dalle Società. Nessuna impresa, azienda o operazione utilizzate nelle analisi e valutazioni di Lazard risulta esattamente identica alle Società e la stessa valutazione dei risultati di tali analisi non è strettamente matematica. Piuttosto, le analisi e valutazioni comportano considerazioni e giudizi complessi riguardanti le caratteristiche operative e finanziarie ed altri fattori che potrebbero avere un effetto sui valori delle

società o delle operazioni analizzate da Lazard. Le stime contenute nelle analisi e i *range* di valutazione derivanti da ogni analisi particolare non sono necessariamente indicativi dei valori reali e non consentono di prevedere risultati o valori futuri, i quali, possono discostarsi più o meno significativamente da quelli suggeriti da Lazard nelle sue analisi e valutazioni. Inoltre, le analisi e le valutazioni relative al valore delle società, delle imprese ovvero dei titoli non possono essere considerate come perizie né possono riflettere i prezzi ai quali le società, gli *assets*, le aziende o i titoli possono effettivamente essere ceduti. Di conseguenza, le stime utilizzate ed i risultati ottenuti dalle analisi e dalle valutazioni condotte da Lazard sono intrinsecamente caratterizzate da una sostanziale incertezza.

In relazione al Portafoglio Immobiliare abbiamo fatto affidamento sulla valutazione illustrata nella Relazione sulla Valutazione Immobiliare (la “Valutazione Immobiliare”) senza verificarla indipendentemente, ed abbiamo quindi assunto che tale valutazione fosse equa e ragionevole.

Salvo ove diversamente previsto, i valori di seguito indicati, nella misura in cui essi si fondino su dati di mercato, si basano su dati di mercato esistenti al o prima del 1 dicembre, 2015 e non sono necessariamente indicativi di condizioni di mercato dopo tale data.

Analisi Finanziarie

Nel giungere al nostro parere, la metodologia di valutazione principale utilizzata per le Società è stata l’analisi dei flussi di cassa scontati (i “Flussi di Cassa Scontati” o “DCF”). Come metodologia di controllo, sono state condotte analisi dei multipli di mercato di società comparabili (i “Multipli di Mercato”) ed un’analisi di precedenti transazioni comparabili (i “Multipli di Transazione”).

Valutazione del Portafoglio Immobiliare

Come sopra indicato, per il Portafoglio Immobiliare, Lazard ha fatto affidamento unicamente sulla Valutazione Immobiliare che è stata predisposta da Avalon usando tre diverse metodologie: (i) il metodo di mercato per l’intero Portafoglio Immobiliare, (ii) il metodo finanziario solamente per le unità a uso ufficio locate e (iii) il metodo reddituale per le unità a uso ufficio non locate. La Valutazione Immobiliare è il risultato dell’applicazione di queste tre diverse metodologie di valutazione e la Valutazione Immobiliare è pari a Euro 16 milioni.

Analisi dei Flussi di Cassa Scontati (DCF)

In base alle previsioni ed alle proiezioni dei rispettivi *management* delle Società nonché alle Estrapolazioni BravoSolution, Lazard ha eseguito un’analisi dei flussi di cassa delle Società per il calcolo della stima del valore attuale dei flussi di cassa operativi, al netto di imposte e pre oneri finanziari (“Flussi di cassa *unlevered*” o “*UFCF*”) che le Società potrebbero generare dal 31 dicembre 2015 in poi.

Italgen:

Il *management* di Italgen ci ha fornito previsioni finanziarie e proiezioni fino alla scadenza dell’ultima concessione idroelettrica di Italgen (2061), ivi incluso il valore stimato dell’indennizzo che Italgen ha diritto di ottenere alla scadenza della concessione stessa.

Prendiamo atto che vi è incertezza circa il rinnovo o meno delle due concessioni di Italgen (relative alle centrali di Vaprio d’Adda e di Mazzunno), che sono scadute, e che attualmente operano in regime transitorio e forniscono un contributo significativo al flusso di cassa generato da Italgen.

Pertanto, il *management* di Italgen ha sviluppato proiezioni finanziarie per Italgen in due diversi scenari: (i) il rinnovo delle due concessioni fino al 2035 (lo “Scenario Migliore”) e (ii) la scadenza delle due concessioni nel 2020 (lo “Scenario Peggiore”). Pertanto, abbiamo applicato la metodologia DCF a entrambi gli scenari.

Gli UFCF, comprensivi del valore degli indennizzi di tutte le concessioni, sono stati poi scontati utilizzando un costo del capitale, calcolato sulla base del *capital asset pricing model* (CAPM), in particolare:

- (i) il *risk free rate* è stato determinato con riferimento al rendimento dei titoli decennali BTP dello Stato italiano;
- (ii) è stato preso in considerazione l'*unlevered beta* delle società quotate che operano nel *business* della generazione di energia da fonte idroelettrica;
- (iii) è stato utilizzato un *equity risk premium* (comune a tutte le società) in aggiunta ad un *size premium*;
- (iv) il costo del debito è stato determinato sulla base di un tasso base (identificato come il tasso per l'*interest rate swap* a 10 anni) in aggiunta allo specifico *spread* applicato in Italia per attività simili nel mercato dei capitali nell'attuale contesto di mercato; ed
- (v) è stata presa in considerazione la leva finanziaria delle società quotate che operano nel *business* della generazione di energia idroelettrica.

Il valore contabile delle società controllate e collegate di Italgen è stato sommato ai valori derivanti dall'applicazione della metodologia DCF per ricavare l'*enterprise value* di Italgen.

BravoSolution:

Sulla base (i) del Piano Industriale BravoSolution e (ii) delle Estrapolazioni BravoSolution, gli UFCF sono stati proiettati fino al 2025. La stessa analisi è stata effettuata separatamente per TejariSolution FZ LLC (“TejariSolution”), una società in cui BravoSolution detiene una quota pari al 51% del capitale sociale (secondo l'approccio valutativo Somma delle Parti). L'*enterprise value* finale è stato calcolato sia per BravoSolution sia per TejariSolution applicando per il calcolo del valore terminale sia (i) la metodologia della crescita perpetua, sia (ii) la metodologia del multiplo di mercato.

Gli UFCF ed il valore terminale sono stati poi scontati utilizzando un costo del capitale, calcolato sulla base del *capital asset pricing model* (CAPM), in particolare:

- (i) il *risk free rate* è stato determinato con riferimento al rendimento dei titoli decennali BTP dello Stato italiano, per quanto riguarda BravoSolution, nonché i titoli governativi decennali emessi in USD denominati *Emirates of Dubai Government International Bond*, emessi dal governo degli Emirati Arabi Uniti per quanto riguarda TejariSolution;
- (ii) è stato preso in considerazione l'*unlevered beta* delle società quotate che operano nel settore dell'*e-procurement*, con riferimento sia a BravoSolution sia a TejariSolution;
- (iii) è stato utilizzato un *equity risk premium* (comune a tutte le società) in aggiunta ad un *size premium* con riferimento sia a BravoSolution sia a TejariSolution;
- (iv) il costo del debito per BravoSolution è stato determinato sulla base di un tasso base (identificato come il tasso per l'*interest rate swap* a 10 anni) in aggiunta allo specifico

spread applicato per attività simili, mentre il costo del debito per TejariSolution è stato determinato sulla base di un tasso base (identificato come il tasso per l'*interest rate swap* a 10 anni - 10Y AED Swap) in aggiunta allo specifico *spread* applicato per attività simili; ed

- (v) è stata presa in considerazione la leva finanziaria delle società quotate che operano nel settore dell'*e-procurement*.

Risultati derivanti dall'applicazione della metodologia DCF

I risultati derivanti dall'applicazione della metodologia DCF alle Società implicano un *enterprise value* per le Azioni Non Strategiche, pari ad un *range* di Euro 155 – 186 milioni e congiuntamente con la Valutazione Immobiliare implicano un *enterprise value* per gli Attivi Non Strategici pari ad un *range* di Euro 171 – 202 milioni.

Multipli di Mercato

Italgen:

Lazard ha esaminato e analizzato alcune società quotate selezionate che operano nel settore della generazione e vendita di energia da fonte idroelettrica che sono state considerate come generalmente rilevanti per Italgen, sulla base della conoscenza di Lazard dei settori *power utility* e della generazione di energia idroelettrica. Nello svolgimento di tali analisi, Lazard ha esaminato e analizzato informazioni finanziarie a disposizione del pubblico relative alle società comparabili selezionate ed ha confrontato tali informazioni con le informazioni corrispondenti per Italgen, sulla base delle proiezioni del Piano Industriale Italgen.

Sulla base delle stime degli analisti finanziari e delle altre informazioni di pubblico dominio, Lazard ha analizzato, tra le altre cose, l'*enterprise value* di ciascuna delle società comparabili selezionate (Alpiq, BKW, Enel Green Power e Verbund) come un multiplo dell'EBITDA atteso per il 2016 per tali società comparabili.

I risultanti valori medi e mediani dell'*enterprise value* sui multipli di EBITDA 2016 atteso sono pari rispettivamente a 9,8x e 9,5x. Tali multipli sono stati applicati (i) all'EBITDA di Italgen atteso per il 2016, e (ii) all'EBITDA *pro-forma* di Italgen atteso al 2016, escludendo il contributo all'EBITDA derivante dalle centrali di Vaprio d'Adda e di Mazzunno (in tale ultimo caso, l'*enterprise value* è stato soggetto ad aggiustamento al fine di prendere in considerazione il valore attuale degli UFCF delle due centrali, assumendo che la scadenza delle due concessioni avvenga nel 2020).

Il valore contabile delle società controllate e collegate di Italgen è stato sommato ai valori derivanti dall'applicazione della metodologia dei Multipli di Mercato, al fine di determinare l'*enterprise value* di Italgen.

BravoSolution:

Lazard ha esaminato e analizzato alcune società quotate selezionate che operano nel settore IT/*e-procurement* che sono state considerate come generalmente rilevanti per BravoSolution, sulla base della conoscenza da parte di Lazard del settore. Nello svolgimento di tali analisi, Lazard ha esaminato e analizzato informazioni finanziarie a disposizione del pubblico relative alle società comparabili selezionate ed ha confrontato tali informazioni con le informazioni corrispondenti per BravoSolution, sulla base delle proiezioni fornite ai sensi del Piano Industriale BravoSolution, su base *stand-alone*, e TejariSolution.

Sulla base delle stime degli analisti finanziari e sulle altre informazioni di dominio pubblico, Lazard ha analizzato, l'*enterprise value* di ciascuna delle società comparabili selezionate (SciQuest, Determine ed EuSupply, come società del gruppo di I livello e, SAP e Oracle come società del gruppo di II livello) come multiplo dei Ricavi attesi per il 2016 di tali società comparabile (con riferimento al gruppo di I livello) e dell'EBITDA atteso per il 2016 (con riferimento al gruppo di II livello).

I risultanti valori medi e mediani dell'*enterprise value* sui Ricavi attesi per il 2016 sono pari a 1,21x e 0,87x, rispettivamente; mentre i multipli dell'EBITDA atteso per il 2016 sono pari a 6,5x e 10,7x, rispettivamente.

Abbiamo successivamente applicato tali multipli ai Ricavi ed all'EBITDA attesi per il 2016 di BravoSolution, su base *stand-alone*, e di TejariSolution.

Risultati derivanti dall'applicazione della metodologia dei Multipli di Mercato

I risultati derivanti dall'applicazione della metodologia dei Multipli di Mercato alle Società implicano un *enterprise value* per le Azioni Non Strategiche, nel range di Euro 182 – 206 milioni e congiuntamente con la Valutazione Immobiliare implicano un *enterprise value* per gli Attivi Non Strategici nel range di Euro 197 – 221 milioni.

Multipli di Transazione

Italgen:

Lazard ha esaminato e analizzato alcune informazioni finanziarie a disposizione del pubblico di società bersaglio in alcune recenti operazioni di acquisizione selezionate nel settore della generazione e vendita di energia da fonte idroelettrica in Italia. Nello svolgimento di tali analisi, Lazard ha analizzato alcune informazioni finanziarie e i multipli di transazione relativi alle società bersaglio coinvolte nelle operazioni selezionate ed ha confrontato tali informazioni con le informazioni corrispondenti relative ad Italgen.

In particolare, Lazard ha calcolato, per un gruppo selezionato di transazioni, nei limiti in cui tali informazioni fossero disponibili al pubblico, il valore dell'operazione e il multiplo implicito dell'EBITDA e dei MW (potenza installata) per l'anno precedente la data in cui l'operazione in questione è stata annunciata. E' stato analizzato un gruppo di transazioni che sono state annunciate a partire dal 2000.

I multipli medio e mediano dell'*enterprise value* sull'EBITDA sono pari a 9,9x e 9,2x, rispettivamente, e i multipli medio e mediano dell'*enterprise value* su MW sono stati pari a €1,6 milioni per MW e €1,4 per MW, rispettivamente. Tali multipli sono stati applicati a (i) l'EBITDA e i MW di Italgen attesi per il 2015, e (ii) l'EBITDA e i MW *pro-forma* di Italgen attesi per il 2015, escludendo il contributo dell'EBITDA e dei MW delle centrali di Vaprio d'Adda e di Mazzunno (in tale ultimo caso, l'*enterprise value* è stato soggetto ad aggiustamenti al fine di tenere in considerazione il valore attuale degli UFCF delle due centrali, assumendo che la scadenza delle due concessioni avvenga nel 2020).

Il valore contabile delle società controllate e collegate di Italgen è stato sommato ai valori derivanti dall'applicazione della metodologia dei Multipli di Transazione, al fine di determinare l'*enterprise value* di Italgen.

BravoSolution:

Lazard ha esaminato ed analizzato alcuni dati finanziari a disposizione del pubblico, relativi a società bersaglio, selezionate in quanto coinvolte in recenti operazioni di acquisizione, che riguardavano società operanti nel settore industriale dell'IT/e-procurement. Nello svolgimento di tali analisi, Lazard ha analizzato alcuni dati finanziari ed i multipli di transazione relativi alle predette società bersaglio coinvolte nelle transazioni selezionate ed ha confrontato tali informazioni con le informazioni corrispondenti relative a BravoSolution, su base *stand alone*, ed a TejariSolution.

In particolare, Lazard ha calcolato per un gruppo di operazioni selezionate e, nei limiti in cui tali informazioni fossero disponibili al pubblico, il valore dell'operazione e il multiplo implicito dei ricavi per l'anno precedente la data in cui l'operazione in questione è stata annunciata. E' stato analizzato un gruppo di transazioni che sono state annunciate a partire dal 2007 in poi.

I risultanti multipli medio e mediano dell'*enterprise value* sui ricavi sono pari a 1,74x e 1,44x, rispettivamente. I multipli ottenuti sono stati applicati ai ricavi attesi per il 2015 di BravoSolution, su base *stand-alone*, e di TejariSolution.

Risultato derivante dall'applicazione della metodologia dei Multipli di Transazione

I risultati derivanti dall'applicazione della metodologia dei Multipli di Transazione alle Società implicano un *enterprise value* per le Azioni Non Strategiche nel range di Euro 198 – 225 milioni e congiuntamente con la Valutazione Immobiliare implicano un *enterprise value* per gli Attivi Non Strategici pari ad un range di Euro 214 – 240 milioni.

Criticità e limiti

Nello svolgimento delle nostre analisi finanziarie e valutazioni, sono stati individuati le seguenti criticità e limiti. Si noti che eventuali cambiamenti o differenze relativamente a quanto di seguito riportato potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle nostre analisi e valutazioni.

- (i) Le analisi e le valutazioni sono state eseguite utilizzando le previsioni economico-finanziarie preparate dai rispettivi *management* delle Società; tali dati, per loro natura, comportano profili di incertezza e di imprevedibilità. Le modifiche nelle assunzioni alla base dei dati previsionali potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati alla base del presente parere;
- (ii) le previsioni e le proiezioni messe a disposizione dai rispettivi *management* delle Società prevedono determinate condizioni ed assunzioni sui tempi di realizzazione di alcune poste straordinarie; variazioni, anche lievi, nell'ammontare e nella tempistica prevista di tali elementi, potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati alla base del presente parere;
- (iii) le previsioni e le proiezioni contenute nelle previsioni utilizzate per le valutazioni e le analisi ed i risultati derivanti dall'applicazione delle metodologie di valutazione, dipendono in misura sostanziale dalle condizioni macroeconomiche e politiche e dall'ambiente competitivo in cui operano le Società; le attuali incertezze sul piano macroeconomico e i possibili mutamenti nelle variabili del relativo ambiente (quali, a titolo esemplificativo, l'evoluzione della domanda di energia, i prezzi dell'energia, i tassi di cambio), potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati alla base del presente parere;

- (iv) Per quanto riguarda Italgem, i risultati della metodologia DCF sono fortemente dipendenti dal valore di indennizzo che Italgem ha diritto a ricevere alla scadenza delle concessioni; modifiche della regolamentazione applicabile per il calcolo di tale indennizzo o per le stime del valore dell'indennizzo, potrebbero avere un impatto significativo sui risultati derivanti dalla metodologia DCF;
- (v) Per quanto riguarda BravoSolution, le proiezioni finanziarie forniteci hanno ad oggetto l'orizzonte temporale 2016-2025. Pertanto, i risultati della metodologia di valutazione DCF sono altamente dipendenti dalle assunzioni riguardanti il valore terminale, che, per loro natura, sono soggette ad un elevato grado di rischio e di imprevedibilità. Il valore terminale derivante dalla metodologia DCF rappresenta circa l'87% del valore totale di BravoSolution.

* * *

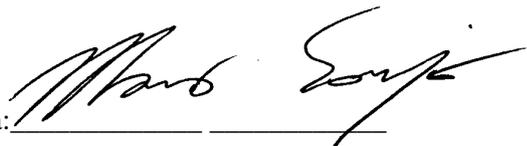
Il presente parere è stato predisposto in lingua italiana e qualora vengano messe a disposizione traduzioni del presente parere, tali traduzioni saranno fornite unicamente per comodità di consultazione e non avranno alcun valore legale; non rilasciamo alcuna dichiarazione riguardo alla fedeltà di tali traduzioni (né accettiamo alcuna responsabilità a tal riguardo). Il presente parere è disciplinato e interpretato in conformità alla legge italiana.

Sulla base e alla luce di quanto sopra descritto, riteniamo che, alla data odierna, il Corrispettivo sia congruo, dal punto di vista finanziario, per Italcementi.

Distinti Saluti,

Lazard S.r.l.

Sottoscritto da:



Sottoscritto da:



PROCEDURA PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE DI ITALCEMENTI S.P.A.

PARERE
DEL
COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

Redatto ai sensi dell'art. 6.3 della procedura per le operazioni con parti correlate di Italcementi S.p.A. (la "**Procedura Parti Correlate Italcementi**") e dell'art. 8 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010 (il "**Regolamento Parti Correlate**").

Il presente parere è rilasciato dal comitato per le operazioni con parti correlate (il “**Comitato OPC**”) di Italcementi S.p.A. (“**Italcementi**” o la “**Società**”) ai sensi della Procedura Parti Correlate Italcementi.

1. Premesse

- A. In data 28 luglio 2015 Italmobiliare S.p.A. (“**Italmobiliare**”), controllante di Italcementi che esercita attività di direzione e coordinamento sulla stessa, ha sottoscritto con HeidelbergCement AG (“**HeidelbergCement**”) un contratto concernente la cessione dell’intera partecipazione detenuta nella Società (il “**Contratto di Compravendita Italcementi**”).
- B. Come tempestivamente rappresentato dal consigliere delegato di Italcementi nel corso della riunione consiliare del 29 luglio 2015, ai sensi del Contratto di Compravendita Italcementi, il trasferimento della partecipazione Italcementi ad HeidelbergCement si perfezionerà una volta verificatesi le condizioni sospensive al *closing*, rappresentate (i) dall’ottenimento delle necessarie autorizzazioni *antitrust* e (ii) dall’avvenuta stipulazione con Italcementi dei contratti di compravendita di talune partecipazioni sociali e di un complesso immobiliare.
- C. In particolare, Italmobiliare si è impegnata ad acquistare: (i) per un verso, l’intera partecipazione detenuta da Italcementi in Italgem S.p.A. (“**Italgem**”), pari al 100% del capitale sociale, e in Bravo Solutions S.p.A. (“**BravoSolution**”), pari al 75,34% del capitale sociale, e (ii) per altro verso, taluni immobili a destinazione mista (il “**Portafoglio Immobiliare**” e, unitamente a Italgem e BravoSolution, i “**Non-Core Assets**”) siti in Roma, tra via Sallustiana, via Lucullo e via Piemonte, di proprietà della Società (complessivamente, l’“**Operazione**”).
- D. Conseguentemente, in data 21 settembre 2015 Italmobiliare ha inviato a Italcementi una offerta per l’acquisto dei *Non-Core Assets* (l’“**Offerta**”).
- E. Trattandosi di instaurare rapporti contrattuali con una parte correlata, l’Operazione è soggetta alla applicazione delle regole previste dalla Procedura Parti Correlate Italcementi in base alla quale, prima dell’approvazione consiliare, il Comitato OPC dovrà rendere motivato parere sull’interesse della Società al compimento dell’Operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni (il “**Parere**”).
- F. Le cessioni a Italmobiliare dei “*Non-Core Assets*”, benché tra loro distinte, sono da considerarsi come esecuzione di un disegno unitario e, pertanto, a prescindere dallo specifico valore attribuibile a ciascuna di esse, in applicazione dell’“Indice di rilevanza del controvalore” di cui all’Allegato 3 al Regolamento Parti Correlate. Conseguentemente, alla

luce del complessivo controvalore di 241 milioni di euro, l'Operazione rientra tra quelle di "maggiore rilevanza" soggette, quindi, alla specifica disciplina di cui agli artt. 5 e 8 del Regolamento Parti Correlate e all'art. 6 della Procedura Parti Correlate Italcementi.

- G. Il Comitato OPC, nell'esercizio della facoltà prevista dall'art. 6.2.(iii) della Procedura Parti Correlate Italcementi, che consente di «*avvalersi, a spese della Società, della consulenza di uno o più esperti indipendenti di propria scelta [...] di riconosciuta professionalità e competenza sulle materie di interesse, di cui sarà attentamente valutata l'indipendenza e l'assenza di conflitti di interesse*», ha individuato in Lazard S.r.l. ("**Lazard**" o l'"**Esperto Indipendente**") l'esperto indipendente cui conferire l'incarico di rilasciare una *fairness opinion* sulla congruità del Corrispettivo. Per i profili legali, il Comitato OPC si è avvalso di Chiomenti Studio Legale, *advisor* legale della Società in relazione all'Operazione.
- H. In data 3 dicembre 2015 l'Esperto Indipendente ha rilasciato la propria *fairness opinion* in relazione all'Operazione.
- I. In data 9 dicembre 2015, il Comitato OPC ha rilasciato il Parere.

2. Descrizione degli elementi essenziali dell'Operazione

2.1. L'Offerta presenta, in sintesi, il seguente contenuto:

- (i) il corrispettivo proposto da Italmobiliare per l'acquisto dei *Non-Core Assets* è pari a Euro 241 milioni meno la posizione finanziaria netta dei gruppi Italgem e BravoSolution (il "**Corrispettivo**");
- (ii) i termini e le condizioni delle compravendite dei *Non-Core Assets* sono indicati nelle bozze dei contratti allegate all'Offerta medesima (v. punti 2.2 e 2.3);
- (iii) il Corrispettivo verrà pagato da Italmobiliare integralmente per cassa contestualmente all'esecuzione del Contratto di Compravendita Italcementi, che costituisce una condizione sospensiva per il perfezionamento dell'Operazione;
- (iv) l'Operazione potrà essere corredata dalla sottoscrizione di taluni accordi ancillari che, a condizioni di mercato, disciplinino la prosecuzione temporanea ovvero la cessazione delle correnti relazioni commerciali tra il gruppo Italcementi, da un lato, e i gruppi Italgem e BravoSolution, dall'altro.

2.2. La bozza di contratto di compravendita delle partecipazioni in Italgem e BravoSolution allegata all'Offerta contiene, in sintesi, le seguenti pattuizioni:

- (i) il corrispettivo per la cessione delle partecipazioni sarà pagato da Italmobiliare in contanti alla data del *closing* dell'Operazione;

- (ii) entro il quindicesimo giorno lavorativo antecedente la data del *closing*, (aa) la Società dovrà comunicare a Italmobiliare e ad HeidelbergCement la posizione finanziaria netta del gruppo facente capo a Italgen e del gruppo facente capo a BravoSolution, e (bb) le parti dovranno incaricare congiuntamente un esperto della verifica delle predette posizioni finanziarie nette. La valutazione dell'esperto sarà vincolante ai fini del *closing* e potrà essere contestata dalle parti entro i successivi centottanta giorni, nel qual caso, in assenza di accordo, il Presidente del Tribunale di Milano nominerà un arbitratore ai sensi dell'art. 1349 c.c.;
- (iii) il *closing* dell'Operazione è subordinato (aa) al verificarsi di tutte le condizioni sospensive previste nel Contratto di Compravendita Italcementi e (bb) alla circostanza che Italcementi acquisti il rimanente 0,10% del capitale sociale di Italgen;
- (iv) il *closing* dell'Operazione avrà luogo contestualmente al *closing* previsto dal Compravendita Italcementi, nella data e luogo stabiliti da Italmobiliare e HeidelbergCement;
- (v) con riferimento ai contratti infragruppo si prevede che (aa) i contratti per mezzo dei quali il gruppo che fa capo a BravoSolution presta servizi a Italcementi rimarranno in vigore per i due anni successivi alla data del *closing* e (bb) i contratti per mezzo dei quali la Società presta servizi ai gruppi facenti capo a Italgen e a BravoSolution cesseranno di avere efficacia decorsi tre mesi dalla data del *closing*;
- (vi) Italcementi presterà esclusivamente dichiarazioni relative alla titolarità e libera disponibilità delle partecipazioni detenute in Italgen e BravoSolution;
- (vii) il contratto sarà sottoposto alla legge italiana ed eventuali controversie non risolte tra le parti saranno decise sulla base delle regole della Camera di Commercio Internazionale di Parigi da un collegio composto da tre arbitri. L'arbitrato avrà sede a Parigi e si svolgerà in lingua inglese.

2.3. Inoltre, la bozza di contratto di compravendita del Portafoglio Immobiliare allegata all'Offerta contiene, in sintesi, le seguenti pattuizioni:

- (i) il corrispettivo per la cessione del Portafoglio Immobiliare sarà pagato da Italmobiliare in contanti alla data del *closing* dell'Operazione;
- (ii) il *closing* dell'Operazione è subordinato al verificarsi di tutte le condizioni sospensive previste nel Compravendita Italcementi;
- (iii) il *closing* dell'Operazione avrà luogo contestualmente al *closing* previsto dal Compravendita Italcementi, nella data e luogo stabiliti da Italmobiliare e HeidelbergCement;

- (iv) Italcementi non rilascerà alcuna dichiarazione e garanzia sul Portafoglio Immobiliare in considerazione del fatto che Italmobiliare, in quanto società controllante di Italcementi, dispone di tutte le informazioni necessarie e accetta qualsiasi rischio relativo al predetto Portafoglio Immobiliare e alla sua valutazione anche ai sensi dell'art. 1467 c.c.

3. Attività istruttoria del Comitato OPC

3.1. Considerata l'esigenza di sottoporre l'Operazione alla Procedura Parti Correlate Italcementi, il Comitato OPC si è riunito periodicamente al fine di svolgere l'attività istruttoria richiesta dalla Procedura Parti Correlate Italcementi.

3.2. In particolare, preve consultazioni tra i componenti del Comitato in ordine alla acquisizione della documentazione e all'avvio del processo di selezione *dell'advisor* indipendente, il Comitato si è riunito in data 2 settembre 2015. Nel corso di tale riunione, l'avv. Nuzzolo, Direttore Affari Legali, Societari, Fiscali e *Compliance* della Società, ha comunicato al Comitato OPC, ai sensi dell'art. 6.2.(i) della Procedura Parti Correlate Italcementi, informazioni sui principali termini e condizioni dell'Operazione, sulla tempistica attesa (anche alla luce dello stato di avanzamento delle procedure di notifica alle diverse autorità *antitrust* coinvolte), sulle motivazioni sottostanti nonché sui principali adempimenti connessi all'applicazione della Procedura Parti Correlate Italcementi.

Inoltre, il Comitato OPC ha individuato in Lazard, una delle banche d'affari più attive nella consulenza alle imprese per le operazioni di fusione ed acquisizione, l'esperto indipendente al quale conferire l'incarico ai fini del rilascio di una *fairness opinion* sulla congruità del Corrispettivo, previa verifica della indipendenza e dell'assenza di conflitti di interesse in relazione all'Operazione.

3.3. Nel corso della riunione del 22 settembre 2015, il Presidente ha comunicato la formalizzazione, da parte della Società, dell'incarico a Lazard a seguito del rilascio di una specifica dichiarazione di indipendenza e di assenza di conflitti di interessi in relazione all'Operazione.

3.4. Nella riunione del 14 ottobre 2015, i rappresentanti dell'Esperto Indipendente hanno fornito un aggiornamento delle attività e delle analisi effettuate ai fini della valutazione dei *Non-Core Assets*.

3.5. Il Comitato OPC si è nuovamente riunito in data 3 novembre 2015. Nel corso della riunione i rappresentanti di Lazard hanno indicato una preliminare valutazione di Italgem, hanno descritto le diverse possibili metodologie valutative da applicare a BravoSolution e, in relazione al Portafoglio Immobiliare, hanno informato di aver incaricato Avalon

Real Estate S.p.A. (“**Avalon**”), società di consulenza specializzata nei servizi per il settore immobiliare e delle costruzioni, di predisporre la valutazione (che, in data 6 novembre 2015, ha inviato a Italcementi una apposita dichiarazione di indipendenza e assenza di conflitti di interessi).

- 3.6. Nel corso della riunione del 16 novembre 2015, i rappresentanti dell’Esperto Indipendente hanno aggiornato il Comitato OPC sugli sviluppi dell’attività valutativa dei *Non-Core Assets* facendo presente che le due partecipazioni sarebbero state valutate utilizzando la metodologia del *Discounted Cash Flow* mentre le metodologie dei “multipli di mercato” e dei “multipli di transazione” sarebbero state utilizzate quali metodi di controllo.

I rappresentanti di Lazard hanno inoltre comunicato i risultati della valutazione effettuata da Avalon sul Portafoglio Immobiliare nonché una preliminare valutazione complessiva dei *Non-Core Assets*.

- 3.7. Il Comitato OPC si è nuovamente riunito il 30 novembre 2015 per esaminare in via preliminare con i rappresentanti di Lazard le conclusioni valutative raggiunte e la relativa documentazione.
- 3.8. Nella riunione del 9 dicembre 2015 il Comitato OPC ha compiutamente analizzato la documentazione ricevuta dalla Società e dall’Esperto Indipendente e, in particolare, la *fairness opinion* predisposta da quest’ultimo e ha rilasciato il Parere.

4. Valutazioni effettuate dall’Esperto Indipendente

Di seguito si riporta una sintesi delle valutazioni svolte dall’Esperto Indipendente, come articolate nella *fairness opinion* e nella documentazione a supporto.

4.1. *Valutazione di Italgas*

La valutazione di Italgas ha avuto ad oggetto il 100% dell’*entreprise value* ed è stata predisposta sulla base del Piano Industriale Italgas 2016 – 2061, elaborato dal *management* senza tener conto delle partecipazioni, sia di controllo sia di minoranza, da essa detenuta (che sono state valutate separatamente).

4.1.1. *Discounted Cash Flow*

La metodologia *Discounted Cash Flow* è stata utilizzata come metodologia principale in considerazione della sua flessibilità e capacità di cogliere e valutare la generazione di cassa e la redditività di ciascun impianto. Tale metodologia è stata applicata nella sua versione

unlevered sulla base del Piano Industriale Italgas 2016 – 2061 predisposto dal *management* e sulla base di due diversi scenari:

- (i) *Best Case*: rinnovo delle concessioni relative agli impianti di Vaprio d'Adda e Mazzunno, già scadute ed attualmente in esercizio provvisorio fino al 2020, fino a tutto il 2035 senza investimenti aggiuntivi e con incasso nel 2036 dell'indennizzo sui terreni e sulle opere asciutte;
- (ii) *Worst Case*: perdita delle concessioni di Vaprio d'Adda e Mazzunno nel 2020 con incasso nel 2021 dell'indennizzo sui terreni e sulle opere asciutte.

In entrambi i casi (aa) la scadenza delle concessioni degli impianti di piccola derivazione in regime transitorio è prevista al 2045 mentre (bb) per gli altri impianti il *management* ha ipotizzato la naturale scadenza delle concessioni.

I flussi di cassa *unlevered*, sia nel caso *Best* sia nel caso *Worst*, sono stati attualizzati ad un tasso di sconto medio ponderato del capitale (“**WACC**”) compreso nell'intervallo 5,5% - 6,5%.

4.1.2. Multipli di Mercato

La metodologia dei multipli di mercato è stata utilizzata come metodologia di controllo.

L'affidabilità di tale metodologia, anche come analisi di controllo, è influenzata negativamente dai seguenti fattori:

- (i) nessuna società quotata è perfettamente comparabile con Italgas in termini di portafoglio di attività, presenza geografica, regime regolatorio, scadenza delle concessioni, ecc.;
- (ii) i multipli di borsa si basano su proiezioni predisposte dagli analisti di ricerca, le cui assunzioni macroeconomiche potrebbero differire in modo significativo da quelle sottostanti al piano di Italgas;
- (iii) le società quotate comparabili hanno dimensioni significativamente maggiori di Italgas.

La valutazione con i multipli di mercato è stata condotta sulla base di un campione di società quotate operanti sia in Italia sia a livello internazionale nel settore della generazione di energia prevalentemente da fonti idroelettriche, in particolare: Alpiq, BKW, Enel Green Power e Verbund.

I multipli sono stati calcolati sul 2016 sulla base dei prezzi spot alla data del 1 dicembre 2015.

Il multiplo di riferimento utilizzato ai fini valutativi è quello dell'*enterprise value* su *EBITDA*, universalmente riconosciuto come moltiplicatore di riferimento per le società *utility*.

I risultanti valori medi e mediani dell'*enterprise value* sui multipli di *EBITDA* 2016 atteso sono pari rispettivamente a 9,8x e 9,5x. Tali multipli sono stati applicati all'*EBITDA* 2016 di Italgas sia nel caso *Best* sia in quello *Worst*:

- (i) *Best Case*: l'*enterprise value* di Italgas è stato ottenuto applicando la media ed la mediana dei multipli del campione di riferimento all'*EBITDA* 2016;
- (ii) *Worst Case*: l'*enterprise value* di Italgas è stato ottenuto applicando la media e la mediana dei multipli del campione di riferimento all'*EBITDA* 2016 di Italgas al netto dell'*EBITDA* 2016 degli impianti di Vaprio d'Adda e Mazzunno. All'*enterprise value* così ottenuto è stato sommato il valore attuale netto dei flussi di cassa *unlevered* generati dagli impianti di Vaprio d'Adda e Mazzunno fino al 2021 (incluso l'indennizzo) al fine di considerare il loro contributo alla generazione di cassa fino alla perdita definitiva della concessione

4.1.3. Multipli di transazione

La metodologia dei multipli di transazione è stata utilizzata come metodologia di controllo.

L'affidabilità di tale metodologia, anche come analisi di controllo, è influenzata negativamente dai seguenti fattori:

- (i) non vi è un campione significativo di operazioni recenti aventi ad oggetto esclusivamente *asset* idroelettrici;
- (ii) i multipli di ciascuna operazione sono influenzati dalle condizioni di mercato e dal contesto macroeconomico vigenti alla data in cui l'operazione medesima è avvenuta, nonché dai complessivi termini e condizioni.

La valutazione con i multipli di transazione è stata condotta sulla base di un campione di operazioni ritenute comparabili aventi ad oggetto acquisizioni di società prettamente operanti in Italia nel settore della generazione da fonti idroelettriche.

I multipli sono stati calcolati sulla base dei dati finanziari delle società oggetto di acquisizione di più recente pubblicazione rispetto alla data dell'acquisizione.

I multipli di riferimento utilizzati ai fini valutativi sono quelli dell'*enterprise value* su *EBITDA*, universalmente riconosciuto come moltiplicatore di riferimento per le società *utility*, e dell'*enterprise value* su Megawatt ("MW"), utilizzato in particolare per le società di generazione elettrica.

I multipli medio e mediano dell'*enterprise value* sull'*EBITDA* sono pari a 9,9x e 9,2x, rispettivamente, e i multipli medio e mediano

dell'*enterprise value* su MW sono stati pari a 1,6x e 1,4x, rispettivamente.

L'*enterprise value* di Italgen è stato quindi determinato applicando tali multipli:

- (i) all'*EBITDA* 2015 di Italgen:
 - (aa) *Best Case*: l'*enterprise value* di Italgen è stato ottenuto applicando la media e la mediana dei multipli del campione di riferimento all'*EBITDA* 2015;
 - (bb) *Worst Case*: l'*enterprise value* di Italgen è stato ottenuto applicando la media e la mediana dei multipli del campione di riferimento all'*EBITDA* 2015 di Italgen al netto dell'*EBITDA* 2015 degli impianti di Vaprio d'Adda e Mazzunno. All'*enterprise value* così ottenuto è stato sommato il valore attuale netto dei flussi di cassa *unlevered* generati dagli impianti di Vaprio d'Adda e Mazzunno fino al 2021 (incluso l'indennizzo) al fine di considerare il loro contributo alla generazione di cassa fino alla perdita della concessione.
- (ii) ai MW degli impianti idroelettrici di Italgen:
 - (aa) *Best Case*: l'*enterprise value* di Italgen è stato ottenuto applicando la media e la mediana dei multipli del campione di riferimento al totale MW di Italgen;
 - (bb) *Worst Case*: l'*enterprise value* di Italgen è stato ottenuto applicando la media e la mediana dei multipli del campione di riferimento al totale MW di Italgen ad esclusione dei MW relativi agli impianti di Vaprio d'Adda e Mazzunno. All'*enterprise value* così ottenuto è stato sommato il valore attuale netto dei flussi di cassa *unlevered* generati dagli impianti di Vaprio d'Adda e Mazzunno fino al 2021 (incluso l'indennizzo) al fine di considerare il loro contributo alla generazione di cassa fino alla perdita della concessione.

Il valore contabile delle società controllate e collegate di Italgen è stato sommato ai valori derivanti dall'applicazione della metodologia dei multipli di transazione, al fine di determinare l'*enterprise value* di Italgen.

4.1.4. Esiti della valutazione di Italgen

La seguente tabella sintetizza gli esiti delle valutazioni di Italgen svolte dall'Esperto Indipendente.

METODOLOGIA	ENTERPRISE VALUE DI ITALGEN BEST CASE	ENTERPRISE VALUE DI ITALGEN WORST CASE
<i>Discounted Cash Flow</i>	128 – 139	97 – 103
Multipli di mercato	159 – 163	119 – 121
Multipli di transazione (EV/EBITDA)	154 – 164	116 – 121
Multipli di transazione (EV/MW)	101 – 114	88 – 95

In milioni di euro

4.2. Valutazione di BravoSolution

La valutazione di BravoSolution ha avuto ad oggetto l'*enterprise value pro quota* attribuibile ad Italcementi (75,34%), al netto del valore di pertinenza delle minoranze, ed è stata predisposta sulla base:

- (i) del Piano Industriale BravoSolution Stand-Alone 2016 – 2018 e del Piano Industriale TejariSolution Stand-Alone 2016 – 2018;
- (ii) delle Estrapolazioni BravoSolution per il periodo 2019 – 2025 e delle Estrapolazioni TejariSolution per il periodo 2019 – 2025.

L'*enterprise value* di BravoSolution è stato quindi determinato come il 75,34% del valore riveniente dalla sommatoria di (aa) *enterprise value* di BravoSolution Stand-Alone e (bb) il 51% dell'*enterprise value* di TejariSolution.

4.2.1. Discounted Cash Flow

La metodologia *Discounted Cash Flow* è stata utilizzata come metodologia principale in considerazione della sua flessibilità e capacità di cogliere e valutare la generazione di cassa e la redditività effettiva di BravoSolution e TejariSolution nel lungo termine.

Tale metodologia è stata applicata nella sua versione *unlevered* ai flussi di cassa 2016 – 2025 generati da BravoSolution Stand-Alone e TejariSolution.

I flussi di cassa *unlevered*, sono stati attualizzati ad un WACC compreso nell'intervallo 8,0% – 9,0% e 11,0% – 12,0% per BravoSolution Stand-Alone e TejariSolution, rispettivamente.

I *Discounted Cash Flow* sono stati costruiti calcolando il valore terminale sia come multiplo di uscita dell'*EBITDA*, ipotizzato pari a 6,5x e 10,7x (in linea con i multipli di società comparabili del *Panel Tier*

II), sia in *perpetuity* ad un tasso compreso tra 1,50% – 2,50% (in linea con i tassi utilizzati dagli analisti di ricerca per la determinazione del prezzo obiettivo di società quotate comparabili).

4.2.2. Multipli di mercato

La metodologia dei multipli di mercato è stata utilizzata come metodologia di controllo al fine di verificare la coerenza con le risultanze della valutazione elaborata mediante *Discounted Cash Flow*.

L'affidabilità di tale metodologia, anche come analisi di controllo, è influenzata negativamente dai seguenti fattori:

- (i) nessuna società quotata è perfettamente comparabile con BravoSolution in termini di portafoglio di attività;
- (ii) i multipli di borsa si basano su proiezioni predisposte dagli analisti le cui assunzioni potrebbero differire in modo significativo da quelle sottostanti al piano di BravoSolution.

Si sono presi in considerazione due campioni di società:

- (i) *Tier I*: società quotate operanti a livello internazionale nel settore del *supply management* ed *e-procurement* e, in particolare, nel segmento delle soluzioni tecnologiche per la gestione degli acquisti/forniture da parte di aziende di grandi dimensioni; il campione selezionato include: SciQuest, Determine e EuSupply;
- (ii) *Tier II*: società quotate di *software provider* dimensioni maggiori rispetto a BravoSolution e maggiormente diversificate rispetto alla stessa in termini di prodotti e servizi offerti; tale campione include SAP ed Oracle.

I multipli sono stati calcolati sul primo anno prospettico (2016) rispetto alla data di valutazione di riferimento (31 dicembre 2015) e sulla base dei prezzi spot alla data del 1 dicembre 2015.

Il multiplo di riferimento utilizzato ai fini valutativi è quello dell'*enterprise value* su (aa) i ricavi per le società del *Panel Tier I*, in quanto società in fase di sviluppo che non hanno ancora raggiunto un livello di *EBITDA* stabile e significativo, e (bb) il multiplo dell'*EBITDA* per le società del *Panel Tier II*.

I risultanti valori medi e mediani dell'*enterprise value* sui ricavi attesi per il 2016 sono pari a 1,21x e 0,87x, rispettivamente; mentre i multipli dell'*EBITDA* atteso per il 2016 sono pari a 6,5x e 10,7x.

Tali multipli sono stati applicati ai ricavi e all'*EBITDA* attesi per il 2016 di BravoSolution, su base *stand-alone*, e di TejariSolution.

4.2.3. Multipli di transazione

La metodologia dei multipli di transazione è stata utilizzata come metodologia di controllo.

L'affidabilità di tale metodologia, anche come analisi di controllo, è influenzata negativamente dai seguenti fattori:

- (i) non vi è un campione significativo di operazioni recenti aventi ad oggetto società perfettamente comparabili con BravoSolution;
- (ii) i multipli di ciascuna operazione sono influenzati dalle condizioni di mercato e contesto macro economico vigenti alla data in cui l'operazione medesima è avvenuta, nonché dai complessivi termini e condizioni.

La valutazione con i multipli di transazione è stata condotta sulla base di un campione di operazioni ritenute comparabili e aventi ad oggetto acquisizioni di società operanti sia in Italia sia a livello internazionale nel settore dell'*e-procurement* ed in particolare nel segmento delle soluzioni tecnologiche per la gestione degli acquisti/forniture di aziende di grandi dimensioni.

I multipli sono stati calcolati sulla base dei dati finanziari delle società oggetto di acquisizione di più recente pubblicazione rispetto alla data dell'acquisizione.

Il multiplo di riferimento utilizzato ai fini valutativi è quello dell'*enterprise value* sui ricavi (il multiplo dell'*EBITDA* non è significativo, trattandosi, nella maggior parte dei casi, di società in fase di start-up con *EBITDA* negativo o prossimo allo zero).

I risultanti multipli medio e mediano dell'*enterprise value* sui ricavi sono pari a 1,74x e 1,44x, rispettivamente.

I multipli ottenuti sono stati applicati ai ricavi attesi per il 2015 di BravoSolution, su base *stand-alone*, e di TejariSolution.

4.2.4. Esiti della valutazione di BravoSolution

La seguente tabella sintetizza gli esiti delle valutazioni di BravoSolution svolte dall'Esperto Indipendente.

METODOLOGIA	ENTERPRISE VALUE DI BRAVOSOLUTION (QUOTA DEL 75,34%)
<i>Discounted Cash Flow</i> (TV in <i>perpetuity</i>)	45 – 63
<i>Discounted Cash Flow</i> (TV con multiplo di uscita)	40 – 67

METODOLOGIA	ENTERPRISE VALUE DI BRAVOSOLUTION (QUOTA DEL 75,34%)
Multipli di mercato (EV/Ricavi)	56 – 79
Multipli di mercato (EV/EBITDA)	30 – 48
Multipli di transazione (EV/Ricavi)	83 – 101

In milioni di euro

4.3. Valutazione del Portafoglio Immobiliare

La valutazione del Portafoglio Immobiliare elaborata da Avalon ha per oggetto un complesso di unità immobiliari a uso misto (magazzini, cantine, autorimessa), residenziale e direzionale sito a Roma di proprietà di Italcementi.

4.3.1. Descrizione del Portafoglio Immobiliare

Il compendio in esame è ubicato in una zona centrale di Roma in prossimità di Villa Borghese, tra via Sallustiana, via Lucullo e via Piemonte.

La tipologia è mista, prevalentemente commerciale ai piani bassi e residenziale e uffici ai piani superiori. In particolare, il Portafoglio Immobiliare comprende:

- (i) 9 unità a uso ufficio per complessivi mq. 2.530 circa;
- (ii) 1 unità ad uso negozio/ufficio per complessivi mq. 100;
- (iii) 2 unità ad uso abitativo (attici) per complessivi mq. 340 circa (escluse terrazze);
- (iv) 2 magazzini;
- (v) 12 cantine pertinenziali negli interrati;
- (vi) 1 autorimessa interrata per n. 26 posti auto;
- (vii) 1 piccolo appartamento al piano seminterrato, oltre alle quote di appartamenti di proprietà condominiale.

4.3.2. Metodologie valutative utilizzate

La valutazione ha ad oggetto la determinazione del “valore di mercato” sulla base della definizione elaborata dal *RICS Appraisal and Valuation Standards*.

Ai fini della determinazione del valore del Portafoglio Immobiliare, Avalon ha ritenuto opportuno utilizzare due diverse metodologie, in particolare:

- (i) il metodo di mercato a cui è stato attribuito un peso pari ai 2/3 nella stima del valore delle unità ad uso direzionale e del 100% nella stima del valore della altre unità del Portafoglio Immobiliare;
- (ii) il Metodo Finanziario/Reddituale (Metodo Finanziario per le unità ad uso uffici locate e Metodo Reddituale per le unità ad uso uffici non locate) a cui è stato attribuito un peso pari a 1/3 nella stima del valore delle unità ad uso direzionale mentre non è stato utilizzato nella stima del valore della altre unità del Portafoglio Immobiliare.

4.3.3. Sintesi della valutazione

Il valore del Portafoglio Immobiliare nel suo complesso risultante dall'applicazione delle diverse metodologie risulta pari a:

- (i) 17,1 milioni di euro – valutazione dell'intero Portafoglio Immobiliare mediante il metodo di mercato;
- (ii) 6,4 milioni di euro – valutazione delle unità immobiliari ad uso ufficio locate (escluso residenziale) mediante il metodo finanziario;
- (iii) 4,1 milioni di euro – valutazione delle unità immobiliari ad uso uffici, non locate, attraverso il metodo reddituale.

La tabella seguente riepiloga la valutazione del Portafoglio Immobiliare per ciascuna destinazione d'uso.

PORZIONE IMMOBILIARE	METODO DI MERCATO	METODO DI MERCATO – PESO%	METODO FINANZIARIO/ REDDITUALE	METODO FINANZIARIO/ REDDITUALE – PESO%	VALORE FINALE PESATO
Residenze	2,5	100%	-	-	2,5
Posti auto non locati (n. 4)	0,6	100%	-	-	0,6
Cantine non locate (n. 4)	0,0	100%	-	-	0,0
Unità immobiliari locate (uffici)	8,6	66,70%	6,4	33,3%	7,9

PORZIONE IMMOBILIARE	METODO DI MERCATO	METODO DI MERCATO – PESO%	METODO FINANZIARIO/ REDDITUALE	METODO FINANZIARIO/ REDDITUALE – PESO%	VALORE FINALE PESATO
Unità immobiliari non locate (uffici)	5,4	66,70%	4,1	33,3%	4,9
Totale	17,1		10,5		16,0

In milioni di euro

4.5. Conclusioni della fairness opinion

In data 3 dicembre 2015 l'Esperto Indipendente ha rilasciato a beneficio esclusivo del Comitato OPC la propria *fairness opinion* rassegnando la seguente conclusione: sulla base dell'analisi puntuale svolta in relazione a ciascuno dei *Non-Core Assets*, «riteniamo che, alla data odierna, il Corrispettivo sia congruo, dal punto di vista finanziario, per Italcementi».

5. Valutazioni del Comitato OPC

5.1. *Interesse di Italcementi e dei suoi azionisti al compimento dell'Operazione*

Il Comitato OPC, considerando che:

- (i) il trasferimento dei “*Non-Core Assets*” si inquadra nella più ampio accordo tra Italmobiliare ed HiedelbergCement ed è funzionale a consentire il perfezionamento della cessione della partecipazione Italcementi ad HiedelbergCement, a seguito della quale quest'ultima sarà chiamata a lanciare un'offerta pubblica di acquisto sul totale delle residue azioni della Società, offrendo in tal modo a tutti gli azionisti la possibilità di cedere le proprie azioni allo stesso prezzo riconosciuto a Italmobiliare;
- (ii) dalle informazioni acquisite dal *management*, la cessione non avrebbe impatti negativi sulla normale operatività del gruppo facente capo a Italcementi in quanto, alla luce dell'attività svolta da Italgem e da BravoSolution e dell'attuale utilizzo del Portafoglio Immobiliare, i *Non-Core Assets* non rappresentano beni rientranti nel *core business* della Società;
- (iii) sulla base delle verifiche del complessivo costo di iscrizione in bilancio dei *Non-Core Assets* (pari a 64,9 milioni di euro), la cessione dei *Non-Core Assets* per il Corrispettivo consentirebbe,

inoltre, a Italcementi di registrare importanti plusvalenze a livello contabile,

ritiene che l'Operazione sia nell'interesse di Italcementi e dei suoi azionisti.

5.2. *Convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni dell'Operazione*

Il Comitato OPC, considerando che:

- (i) dalla *fairness opinion* risulta che l'Esperto Indipendente ha adottato in relazione alle partecipazioni in Italgen e in BravoSolution, la metodologia del *Discounted Cash Flow* quale metodo di valutazione principale e le metodologie dei "multipli di mercato" e dei "multipli di transazione" quali metodi di controllo;
- (ii) dalla *fairness opinion* rilasciata dall'Esperto Indipendente risulta che la valutazione del Portafoglio Immobiliare, pari a 16 milioni di euro, è stata predisposta da Avalon usando tre diverse metodologie: (aa) il metodo di mercato per l'intero Portafoglio Immobiliare, (bb) il metodo finanziario solamente per le unità a uso ufficio locate e (cc) il metodo reddituale per le unità a uso ufficio non locate;
- (iii) alla luce delle analisi e delle stime effettuate dall'Esperto Indipendente, come riflesse nella *fairness opinion* – e, in particolare, (aa) dei risultati ricavabili dal complesso delle singole metodologie valutative adottate in relazione alle partecipazioni e (bb) dei valori relativi ottenuti confrontando tra loro tali metodologie valutative – il valore complessivo attribuibile ai *Non-Core Assets*, comprensivo del valore attribuito da Avalon al Portafoglio Immobiliare, varia tra:
 - 171 – 202 milioni di euro utilizzando la metodologia del *Discount Cash Flow*;
 - 197 – 221 milioni di euro utilizzando la metodologia dei multipli di mercato;
 - 214 – 240 milioni di euro utilizzando la metodologia dei multipli di transazione;
- (iv) i termini e le condizioni dei contratti sulla base dei quali verrebbe realizzata l'Operazione sono in linea con la prassi di mercato in relazione a operazioni analoghe e non prevedono il rilascio di alcuna dichiarazione o garanzia da parte di Italcementi né, più in generale, l'assunzione di qualsivoglia onere a suo carico;
- (v) il contratto di compravendita delle partecipazioni detenute dalla Società in Italgen e in BravoSolution contiene una disciplina dei contratti di servizio coerente con gli interessi di Italcementi in quanto: (aa) per un verso, i contratti per mezzo dei quali il

gruppo che fa capo a BravoSolution presta servizi a Italcementi rimarranno in vigore, ai medesimi termini e condizioni, per un periodo sufficientemente lungo (due anni successivi alla data del *closing*), e (bb) per altro verso, i contratti per mezzo dei quali la Società presta servizi ai gruppi facenti capo a Italgen e a BravoSolution cesseranno di avere efficacia entro un termine relativamente breve (tre mesi dalla data del *closing*);

- (vi) il *management* della Società ha comunicato in modo tempestivo e in coerenza con quanto previsto dall'art. 6.2.(i) della Procedura Parti Correlate Italcementi le informazioni e la documentazione rilevante ai fini dell'emissione del Parere;
- (vii) l'Esperto Indipendente è stato selezionato in ragione del possesso di requisiti di professionalità e competenza in relazione all'Operazione;
- (viii) l'Esperto Indipendente ha confermato la propria indipendenza e non correlazione e l'assenza di conflitti di interesse in relazione all'incarico affidatogli mediante sottoscrizione di una specifica dichiarazione di assenza di qualsivoglia relazione economica, patrimoniale e finanziaria con Italcementi, Italmobiliare, HeidelbergCement e relative parti correlate, che sia tale da pregiudicare la autonomia e indipendenza di giudizio e di valutazione;
- (ix) apposita dichiarazione è stata resa da Avalon che ha predisposto, per conto dell'Esperto Indipendente, la valutazione del Portafoglio Immobiliare;
- (x) il Comitato OPC si è riunito periodicamente al fine di ricevere costanti aggiornamenti dai rappresentanti dell'Esperto Indipendente sugli sviluppi dell'attività valutativa, con possibilità per tutti i componenti del Comitato OPC di partecipare attivamente alle riunioni, ponendo quesiti e interloquendo direttamente con i rappresentanti di Lazard e con l'*advisor* legale della Società,

ritiene che le condizioni dell'Operazione siano convenienti per la Società e che, in relazione all'Operazione, siano state adottate da Italcementi misure e iniziative corrette, sul piano procedimentale e sostanziale.

6. Conclusioni

Alla luce di tutto quanto precede, il Comitato OPC ritiene che, nella prospettiva di Italcementi e di tutti i suoi azionisti, l'Operazione sia conveniente e corretta e che il Corrispettivo – pari a 241 milioni di euro meno la posizione finanziaria netta dei gruppi Italgen e BravoSolution – rifletta in modo coerente i valori dei *Non-Core Assets*.

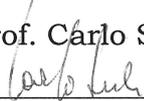
Conseguentemente, ai sensi dell'art. 6.2 della Procedura Parti Correlate Italcementi, il Comitato OPC esprime all'unanimità parere favorevole sull'interesse di Italcementi e dei suoi azionisti al compimento dell'Operazione nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Le conclusioni favorevoli all'Operazione illustrate nel Parere assumono che le informazioni e i documenti esaminati ai fini del suo rilascio non subiscano modificazioni sostanziali e che non emergano elementi nuovi o ulteriori che, se noti alla data odierna, sarebbero idonei a incidere sulle valutazioni a cui è stato chiamato il Comitato OPC.

Bergamo, 9 dicembre 2015

Il Comitato OPC

Prof. Carlo Secchi



Ing. Federico Falck



Dott. Lorenzo Renato Guerini

