

Spettabile

Consiglio di Amministrazione di
LINKEM RETAIL S.r.l.

E p.c.
Consiglio di Amministrazione di
LINKEM S.p.A.
20121 Milano

Milano, 30 dicembre 2021

Alla c.a. del Consiglio di Amministrazione

Egregi Signori,

in data odierna il Consiglio di Amministrazione di Linkem Retail S.r.l. (“**Linkem Retail**”) intende analizzare i termini della possibile operazione che prevede la fusione per incorporazione della stessa società (appositamente costituita da Linkem S.p.A. (“**Linkem**” o il “**Cliente**”) in data 25 novembre 2021) in Tiscali S.p.A., società quotata sul mercato MTA di Borsa Italiana (di seguito “**Tiscali**”), previo conferimento in Linkem Retail dell’attività relativa ai servizi *retail* di Linkem S.p.A.. Per meglio disciplinare la suddetta operazione in data odierna è stato sottoscritto tra le parti un accordo quadro di fusione (l’“**Accordo**”).

1. L’operazione

Ai sensi dell’Accordo Tiscali e Linkem hanno concordato una operazione che prevede il conferimento di un ramo di azienda di Linkem in Linkem Retail e successiva fusione per incorporazione di Linkem Retail, quale società incorporata, in Tiscali, quale società incorporante con contestuale emissione di nuove azioni Tiscali in favore di Linkem (l’“**Operazione**”).

Linkem e Tiscali hanno convenuto che, sulla base del numero di azioni in circolazione alla data del 30 dicembre 2021 di Tiscali (tenuto conto anche del proposto raggruppamento delle medesime nel rapporto di 1:100), per effetto dell’applicazione del rapporto di cambio sotto indicato, Linkem riceverebbe n. 93.844.975 nuove azioni Tiscali per la quota rappresentativa della totalità del capitale sociale di Linkem Retail di nominali Euro 18.410.000,00 posseduta alla data di efficacia del suddetto conferimento. In virtù di quanto precede, ad esito della fusione per incorporazione, Linkem sarebbe titolare di una partecipazione pari a circa il 62% del capitale sociale di Tiscali.

Linkem Retail e Tiscali hanno definito e approvato il rapporto di concambio nella misura di n. 5,0975 nuove azioni Tiscali per ogni Euro 1,00 di quota del capitale sociale di Linkem Retail posseduta dal socio unico di Linkem Retail, e cioè da Linkem.

L'operazione è condizionata, tra l'altro, al completamento di alcuni approfondimenti in sede di due diligence, alle necessarie approvazioni degli organi societari delle parti coinvolte nell'operazione per la sottoscrizione di accordi vincolanti, all'assenza di obblighi di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni di Tiscali ovvero l'applicabilità dell'esenzione conseguente all'approvazione della fusione con il meccanismo del c.d. *whitewash*, nonché all'ottenimento dei necessari consensi e autorizzazioni, sia di natura contrattuale, sia di natura regolamentare (inclusa l'autorizzazione da parte delle competenti Autorità Antitrust).

2. L'incarico conferito ad Akros

Nell'ambito dell'Operazione, Linkem ha conferito, con mandato sottoscritto in data 15 novembre 2021, a Banca Akros S.p.A. ("**Banca Akros**" o "**Akros**") l'incarico (l'"**Incarico**") di assisterla nell'Operazione e di predisporre - alle condizioni ed ai termini ivi contenuti - un parere di congruità, dal punto di vista finanziario (il "**Parere**" o la "**Fairness Opinion**") a supporto ed esclusivo utilizzo del Consiglio di Amministrazione di Linkem Retail, in merito al valore del "rapporto di concambio" relativo alla determinazione con riferimento alla fusione per incorporazione di Linkem Retail in Tiscali.

Il Parere è regolato dalla legge italiana.

Il Parere è indirizzato esclusivamente al Consiglio di Amministrazione di Linkem Retail nell'ambito del processo decisionale relativo all'Operazione e si basa sull'assunto che l'Operazione venga posta in essere secondo termini e condizioni non significativamente difformi da quelli in esso rappresentati. In particolare, il Parere è basato sulle assunzioni riportate al Paragrafo 4.2.

Il Parere è stato redatto da Akros a supporto e per uso interno ed esclusivo del Consiglio di Amministrazione di Linkem Retail che se ne potrà avvalere per le determinazioni di propria competenza nei limiti e termini contenuti nel presente Parere. Pertanto, il Parere: (i) non potrà essere comunicato, pubblicato o divulgato, in tutto o in parte, a terzi o utilizzato per scopi diversi da quelli indicati nel Parere stesso, salvo preventiva autorizzazione scritta di Akros ovvero ove ciò sia richiesto da leggi o regolamenti o richieste specifiche di autorità competenti; (ii) è indirizzato esclusivamente al Consiglio di Amministrazione di Linkem Retail e, pertanto, nessuno, ad eccezione dei destinatari del Parere, è autorizzato a fare affidamento su quanto riportato nel Parere e, conseguentemente, ogni giudizio di terzi, sulla bontà e convenienza dell'Operazione rimarrà di loro esclusiva responsabilità e competenza. Alla luce di quanto sopra, Banca Akros non assume alcuna responsabilità per gli eventuali

danni che possano derivare dall'utilizzo di dati o informazioni contenuti nella Fairness Opinion per scopi diversi da quelli indicati nella stessa.

In particolare, il presente Parere non esprime alcun giudizio o valutazione in merito all'opportunità, alle motivazioni industriali e finanziarie e all'interesse del Cliente e/o di Linkem Retail alle operazioni sopracitate, alla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni della stessa nonché agli effetti ed alle prospettive che dalle stesse derivano e/o possono derivare per Linkem, Linkem Retail e Tiscali e in genere qualsiasi altro terzo.

Si precisa che Akros opera in qualità di consulente finanziario del Cliente e pertanto non ha fornito e non fornisce alcuna prestazione consulenziale di natura, a titolo esemplificativo, ma non esaustivo, legale, regolamentare, contabile, fiscale, industriale, ambientale, attuariale, tecnica e di *due diligence* o comunque di natura diversa da quelle necessarie per l'assolvimento dei suoi obblighi in qualità di *advisor* finanziario, rispetto alle quali Akros non potrà ritenersi in alcun caso responsabile. È espressamente escluso un qualsiasi potere del consulente finanziario di vincolare o condizionare in alcun modo il Consiglio di Amministrazione del Cliente o di Linkem Retail nelle proprie decisioni in relazione alle operazioni e il Parere si basa sul presupposto che le operazioni e i termini e condizioni delle stesse vengano valutati dai membri del Consiglio di Amministrazione di Linkem o di Linkem Retail in piena autonomia di giudizio e di decisione.

Si precisa inoltre, che Akros fa parte del gruppo bancario Banco BPM ("Gruppo Banco BPM") facente capo a Banco BPM S.p.A.. Le società del Gruppo Banco BPM sono impegnate in un'ampia gamma di operazioni bancarie e finanziarie, sia per conto proprio sia per conto dei propri clienti. Banca Akros e le altre società del Gruppo Banco BPM sono pertanto coinvolte in una vasta gamma di attività, in relazione alle quali non può essere escluso che possano scaturire situazioni o impegni in conflitto di interessi rispetto all'incarico derivanti dalla circostanza che le stesse hanno in passato, possono alla data odierna, o potranno in futuro, fornire uno o più dei predetti servizi finanziari e bancari a favore del Cliente, di soggetti appartenenti alla sua compagine sociale, di società appartenenti al rispettivo gruppo, di altre società direttamente/indirettamente coinvolte nell'Operazione e/o dei loro gruppi di appartenenza, o società operanti nel medesimo settore o concorrenti del Cliente o interessate a effettuare altre operazioni di natura simile. In aggiunta a quanto sopra, si comunica che le società del Gruppo Banco BPM sono ricomprese tra le banche finanziatrici ed erogano finanziamenti pari a Euro 50.000.000 complessivi. Al riguardo, Banca Akros applica e mantiene una politica di gestione dei conflitti di interesse elaborata tenendo in considerazione la natura, le dimensioni e la complessità delle attività svolte nonché l'organizzazione di Banca Akros stessa e le attività svolte dal gruppo bancario di appartenenza. Le misure adottate sono, tra l'altro, volte a garantire che i soggetti rilevanti, tra cui i dipendenti e gli esponenti aziendali, impegnati nelle varie attività professionali che potrebbero implicare un conflitto di interessi, svolgano dette attività con un grado di indipendenza adeguato alle dimensioni e alle attività di Banca Akros e del gruppo cui esso appartiene e al rischio che possano ledere gli interessi dei clienti.

Le valutazioni condotte sono riferite alle situazioni economico patrimoniali di Linkem Retail e di Tiscali come identificate nei dati e nelle informazioni messe a disposizione di Akros da parte del Cliente e su cui Akros non ha svolto alcuna autonoma verifica, anche in merito alla completezza delle informazioni ricevute. Akros non sarà responsabile per i documenti, i dati e le informazioni utilizzati per la predisposizione del Parere, che rimarranno di esclusiva responsabilità del Cliente o di Linkem Retail o della parte che li ha forniti, né assume alcuna responsabilità per i danni che possano derivare da un non corretto utilizzo dei dati e delle informazioni contenuti nella Fairness Opinion. In nessun caso Akros sarà responsabile (sia direttamente che indirettamente, sia a titolo contrattuale, extracontrattuale o altrimenti) in relazione ad un uso non corrispondente alle finalità del presente Parere, della documentazione e di tutte le informazioni elaborate e/o prodotte da Akros nell'esecuzione del medesimo Parere.

Il Parere è necessariamente riferito, stante i criteri di valutazione utilizzati, alle condizioni economiche e di mercato alla data del presente Parere. Akros ha basato le proprie analisi sul fatto che nel periodo compreso tra le ultime situazioni economico-patrimoniali disponibili (31 ottobre 2021 per Linkem Retail e 30 giugno 2021 per Tiscali) e la data del Parere non si siano verificati mutamenti sostanziali nel profilo economico-patrimoniale e finanziario di Linkem Retail e/o Linkem e/o di Tiscali. In particolare, con lettera del 29 dicembre 2021 Linkem ha fornito dichiarazione a Banca Akros che, nel periodo di riferimento compreso tra la situazione patrimoniale di Linkem Retail (proforma) al 31.10.2021, utile allo svolgimento dell'Incarico, e la data della Fairness Opinion, non è a conoscenza, per quanto noto in qualità di azionista di Linkem Retail, di mutamenti sostanziali nel profilo economico, patrimoniale e finanziario di Linkem Retail, neppure di carattere prospettico, nonché di Linkem stessa.

In ogni caso, in generale, è inteso che sviluppi successivi nelle condizioni di mercato così come in tutte le informazioni utilizzate nei termini e condizioni delle operazioni, potrebbero avere un effetto anche significativo sulle conclusioni del Parere. Akros peraltro non si assume né avrà alcun onere o impegno ad aggiornare o rivedere il Parere o riconfermare le proprie conclusioni ivi presenti, anche nel caso si verificassero una o più delle variazioni sopra richiamate.

Le conclusioni esposte nel Parere sono basate sul complesso delle considerazioni ivi contenute e, pertanto, nessuna parte del Parere potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto al Parere nella sua interezza. L'utilizzo parziale del contenuto del Parere e/o l'utilizzo dello stesso per scopi diversi rispetto a quelli per i quali è stato redatto può comportare un'interpretazione errata, anche in maniera significativa, di tutte le considerazioni presenti nel Parere e/o delle sue conclusioni. In nessun caso, le valutazioni riportate nel Parere sono da considerarsi in un contesto diverso da quello in esame. In particolare, il presente Parere e le conclusioni in esso contenute configurano la prestazione del servizio di consulenza, di cui all'allegato 1, sezione B, numero (3) del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58, come successivamente modificato ed integrato. Il Parere non costituisce né un'offerta al pubblico, né un consiglio o una raccomandazione di acquisto o vendita di un qualsiasi prodotto finanziario.

Le valutazioni esposte nel Parere sono state condotte in ottica *stand-alone* e di *going concern*; pertanto i risultati dell'analisi prescindono da ogni considerazione concernente eventuali sinergie operative e/o impatti fiscali e/o contabili e/o finanziari e/o operativi. Inoltre, il Parere contiene assunzioni e stime considerate ragionevolmente appropriate da Akros anche con riferimento alla prassi italiana e internazionale, e determinate sulla base delle informazioni ricevute.

Inoltre, va rilevato che le analisi valutative sono state effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio di congruità da un punto di vista finanziario in merito al rapporto di concambio relativo all'Operazione. E' stata pertanto privilegiata la coerenza nell'applicazione delle diverse metodologie di valutazione ma con il presente Parere, Akros non esprime alcun giudizio circa: (i) il valore economico di Linkem Retail e/o di Tiscali, né quello che potrebbero avere in futuro o in un contesto diverso rispetto a quello in esame, ivi incluso in ipotesi di realizzazione delle operazioni con termini e condizioni diversi rispetto a quelli ad oggi ricevuti dal Cliente, né nulla di quanto indicato nel Parere può o potrà essere considerato una garanzia o un'indicazione dei risultati economici, patrimoniali e finanziari prospettici di Linkem Retail e/o Tiscali successivamente alla Operazione; o (ii) la situazione finanziaria e/o la solvibilità di Linkem Retail e/o Tiscali successivamente alla Operazione. Akros non si assume alcuna responsabilità diretta e/o indiretta per danni che possano derivare da un utilizzo improprio e/o parziale delle informazioni contenute nel Parere.

3. La data di riferimento e la documentazione utilizzata

Il Parere è riferito, stante i criteri di valutazione utilizzati, alle condizioni economiche e di mercato alla data del 30 dicembre 2021, che è quindi la data di riferimento del Parere.

Nello svolgimento dell'Incarico e nell'elaborazione del Parere, Akros ha fatto riferimento a informazioni pubblicamente disponibili ritenute rilevanti ai fini dell'applicazione delle varie metodologie valutative selezionate, nonché affidamento su documenti, dati ed informazioni forniti da Linkem e dei quali quest'ultima assume la piena responsabilità (complessivamente, le "Informazioni"), tra cui la documentazione riportata nell'Allegato A della presente lettera (la "Documentazione Rilevante").

Nell'espletamento dell'Incarico, nella predisposizione del Parere e in tutte le elaborazioni effettuate, Akros ha:

- (i) confidato (a) sulla veridicità, correttezza, completezza ed accuratezza delle Informazioni utilizzate, ivi inclusi la Documentazione Rilevante, senza effettuare né direttamente né indirettamente alcuna autonoma verifica, accertamento e/o analisi, e (b) sul fatto che non vi siano dati, informazioni o fatti non rivelati la cui omissione renda ingannevoli le Informazioni;

- (ii) fatto affidamento (a) sul fatto che i piani ed eventuali ulteriori proiezioni economico-patrimoniali di dettaglio relative a Linkem Retail e Tiscali riflettano le stime più accurate possibili effettuate dal *management* in relazione allo sviluppo futuro del *business* e dei risultati economico-patrimoniali delle società interessate all'Operazione e (b) sul fatto che tutti gli atti e le procedure societarie necessari all'esecuzione delle operazioni siano stati adeguatamente e debitamente effettuati.

Akros non si assume, pertanto, alcuna responsabilità relativamente alla veridicità, correttezza, completezza ed accuratezza della Documentazione Rilevante, delle Informazioni utilizzate per le proprie analisi e per l'elaborazione e la stesura del Parere.

4. Principali difficoltà e limiti della valutazione e assunzioni sottostanti il Parere

4.1 Principali difficoltà e limiti della valutazione

Tra i limiti e le principali difficoltà di valutazione si segnalano i seguenti aspetti:

- 1) Akros non ha avuto alcuna interlocuzione diretta con il management di Tiscali per discutere le proiezioni finanziarie (relative a Tiscali) ricevute da Linkem; peraltro le informazioni prospettiche sono quelle riportate nella Relazione del 7.10.2021 ex art 67, terzo comma, lett d) L.F. sulla veridicità dei dati aziendali e sulla fattibilità del piano presentato dalla società Tiscali Italia SpA;
- 2) Akros non ha svolto alcuna attività indipendente di *due diligence* su Linkem e/o Linkem Retail e/o Tiscali;
- 3) Il piano di Linkem Retail non è stato oggetto di approvazione dal Consiglio di Amministrazione di Linkem;
- 4) non è stata adottata la metodologia dei Multipli delle Transazioni, in quanto la peculiarità dell'Operazione esclude la significatività dei multipli di valorizzazione registrati in operazioni di acquisizioni di maggioranza, con relativo pagamento di un premio; inoltre il prezzo pattuito in ciascuna operazione M&A è significativamente influenzato dai termini e dalle condizioni concordate tra le parti e dalle condizioni macroeconomiche presenti al momento dell'operazione;
- 5) una percentuale significativa del valore economico derivante dalla metodologia DCF è rappresentata dal valore terminale, sensibile alle assunzioni in merito a variabili quali tasso di crescita perpetua (g), struttura finanziaria target e redditività normalizzata, caratterizzate da un grado elevato di soggettività;

- 6) con riferimento alla metodologia dei Multipli di Mercato (come di seguito definito), il grado di affidabilità di tale metodologia è per definizione limitato da una serie di elementi, quali il numero delle società comparabili, dalle differenze con le società comparabili in termini di business, presenza geografica e dimensione relativa.

4.2 Principali assunzioni sottostanti il Parere

In relazione a quanto sopra riportato, si rappresenta che ai fini della predisposizione del presente Parere sono state effettuate specifiche assunzioni inerenti:

- a) Il piano Linkem Retail rappresenta la migliore stima da parte del management Linkem in merito alle prospettive economiche ed alla situazione patrimoniale e finanziaria di Linkem Retail;
- b) Il piano Tiscali è fattibile sulla base di quanto rappresentato nella Relazione del 7.10.2021 ex art 67, terzo comma, lett d) L.F. sulla veridicità dei dati aziendali e sulla fattibilità del piano presentato dalla società Tiscali Italia SpA;
- c) Ai fini della determinazione del valore del capitale economico di Linkem Retail e di Tiscali è stato considerato quanto segue:
 - a. Linkem Retail: PFN, TFR e Partecipazioni secondo quanto riportato nel piano Linkem Retail al 31.12.2021;
 - b. Tiscali: Indebitamento Finanziario netto al 31.10.2021, a cui sono aggiunti tra l'altro le posizioni debitorie scadute ed il TFR al 31.10.2021, come desunti dal comunicato stampa di Tiscali del 3 dicembre 2021 (Informativa al mercato ai sensi dell'art 114 comma 5, D Lgs n. 58/98).

Occorre pertanto segnalare che, qualora, successivamente alla data di emissione del Parere, si manifestassero modifiche rispetto a quanto sopra ipotizzato, le conclusioni del Parere potrebbero modificarsi anche in maniera significativa. Akros, come già indicato in premessa, peraltro non si assume né avrà alcun onere o impegno ad aggiornare o rivedere il Parere o riconfermare le proprie conclusioni, anche nel caso si verificassero una o più delle variazioni sopra richiamate.

5. Individuazione del percorso valutativo condotto

5.1 Finalità del parere: tratti caratteristici delle valutazioni

Le conclusioni esposte sono basate sul complesso delle considerazioni effettuate. Tali valutazioni non debbono essere considerate singolarmente, bensì interpretate come parte

inscindibile di un processo di valutazione unico. L'analisi dei risultati ottenuti da ciascuna metodologia in modo indipendente e non alla luce del rapporto di complementarietà che si crea con gli altri criteri comporta, infatti, la perdita di significatività dell'intero processo di valutazione. Pertanto, in nessun caso, singole parti del presente Parere possono essere utilizzate separatamente dal Parere stesso nella sua interezza.

5.2 Il percorso valutativo

5.2.1 Metodologie valutative

Tenuto conto delle Informazioni disponibili, della tipologia di operazioni, del settore di riferimento in cui operano le società oggetto di valutazione del presente Parere, delle caratteristiche specifiche delle stesse, della prassi valutativa in linea con gli *standard* nazionali e internazionali, i metodi individuati sono (i) il metodo finanziario (ed in particolare quello rappresentato dal *Discounted Cash Flow*, il “*DCF*”) e (ii) il metodo dei multipli di borsa (“*Multipli di Mercato*”) con riferimento all'utilizzo del multiplo EV/EBITDA.

In generale dottrina e prassi internazionale attribuiscono una sempre maggiore valenza alle metodologie di tipo finanziario nell'ambito della valutazione di società operative, sul presupposto che il valore dell'impresa si determini sulla base della capacità della medesima di generare flussi di cassa, piuttosto che di reddito. I metodi finanziari sono pertanto preferiti ai metodi reddituale e patrimoniale anche per il fatto che quest'ultimi risultano essere spesso influenzati dalle diverse tecniche contabili, che implicano valutazioni di stima (ammortamenti ed accantonamenti) e quindi “inquinamenti” dei risultati reddituali.

Al fine di ottenere una maggiore confidenza in relazione ai risultati espressi dall'applicazione del metodo finanziario, come detto, si è utilizzato un secondo metodo di valutazione, ovvero il metodo dei Multipli di Mercato, che trova riscontro nella prassi valutativa.

Il metodo dei multipli è un metodo di “mercato” - nel senso che si basa sull'analisi comparativa di altre società quotate nei mercati di borsa comparabili a quella oggetto di stima. La sua applicazione consente di meglio riflettere quelle condizioni di incrocio tra la domanda e l'offerta di mercato (e di apprezzabilità da parte degli investitori).

5.2.2 Metodo del DCF e Metodo dei Multipli di Mercato

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione del metodo del DCF, Linkem verrebbe a detenere una quota compresa tra il 61,4% ed il 63,6% circa del capitale di Tiscali post fusione mentre gli attuali azionisti di Tiscali ne manterrebbero una quota compresa tra il 36,4% ed il 38,6% circa.

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione del metodo dei Multipli di Mercato, Linkem verrebbe a detenere una quota compresa tra il 53,4% ed il 60,7% circa del capitale di Tiscali post fusione mentre gli attuali azionisti di Tiscali ne manterrebbero una quota compresa tra il 39,3% ed il 46,6% circa.

5.2.3 Range dei rapporti relativi

Dalla combinazione delle due metodologie sopra indicate, risulta che, a seguito dell'Operazione, Linkem verrebbe a detenere una quota compresa tra il 53,4% ed il 63,6% circa del capitale di Tiscali post fusione mentre gli attuali azionisti di Tiscali ne manterrebbero una quota compresa tra il 36,4% ed il 46,6% circa.

6. Conclusioni

Alla luce dei risultati e delle considerazioni esposte, Banca Akros attesta che il Rapporto di concambio ricade nel range dei rapporti relativi sopra indicati; pertanto tale Rapporto di concambio può ritenersi congruo dal punto di vista finanziario.

BANCA AKROS



Giuseppe Puccio
Head of Investment Banking



Gianluca Magnani
Managing Director

Allegato A

Si riporta di seguito l'elenco della Documentazione Rilevante, come definita al Paragrafo 3:

- a) Relazione del 7.10.2021 ex art 67, terzo comma, lett d) L.F. sulla veridicità dei dati aziendali e sulla fattibilità del piano presentato dalla società Tiscali Italia SpA
- b) Comunicato Tiscali del 3 dicembre 2021: Informativa al mercato ai sensi dell'art 114 comma 5, D Lgs n. 58/98
- c) File pdf "Mou signed + allegati 3.11.21"
- d) File pdf "Piano_2021-2024_x CDA_(17-09-2021)_sent banche"
- e) File Excel "ServiceCo business model - v271121 per perizia"
- f) File Excel "Perimetro ramo retail"
- g) File Word "Stima del valore economico del ramo commerciale di Linkem (22.12.2021) clean« (prof Tiscini)
- h) File Word "GOP - 47047817_1 - Pjt Tiger - Accordo di Fusione accettazione execution" del 30.12.2021
- i) File Word « GOP - 47047821_1 - Pjt Tiger - Progetto di Fusione execution" del 30.12.2021
- j) File Word "211126 - Pj Tiger - Tempistica CLN"