



**INTEK GROUP SPA**

**FEB – ERNESTO BRED A SPA**

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI  
DELL' ARTICOLO 2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE**



## RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE

Agli Azionisti di  
Intek Group SpA

e

Agli Azionisti di  
FEB – Ernesto Breda SpA

### 1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

A seguito di istanza di nomina sottoscritta congiuntamente da Intek Group SpA ("Intek", "Società Incorporante" o "Società Risultante dalla Fusione") e da FEB – Ernesto Breda SpA ("FEB" o "Società Incorporanda") (congiuntamente "Società" o "Società Partecipanti alla Fusione"), PricewaterhouseCoopers SpA ("PwC" o "Esperto Comune") ha ricevuto dal Tribunale di Milano, con decreto del 16 novembre 2015, l'incarico di redigere, in qualità di Esperto Comune designato ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio ("Rapporto di Cambio") nell'ambito della fusione per incorporazione di FEB in Intek ("la Fusione").

Alla data dell'annuncio dell'operazione la Società Incorporanda risulta controllata e soggetta a direzione e coordinamento da parte di Intek, che detiene una partecipazione pari all'86,55% del capitale di FEB, mentre la Società Incorporanda non possiede, né direttamente né indirettamente, partecipazioni nella Società Incorporante.

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dai Consigli di Amministrazione delle Società (i "Consigli di Amministrazione" o gli "Amministratori"), tra l'altro, la seguente principale documentazione:

- il Progetto di Fusione per incorporazione di FEB in Intek, approvato in data 29 giugno 2016 dai Consigli di Amministrazione delle Società, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-ter del Codice Civile, e iscritto presso il Registro delle Imprese di Milano in data 1 luglio 2016;
- i bilanci delle Società Partecipanti alla Fusione al 31 dicembre 2015, entrambi assoggettati a revisione legale, assunti quali situazioni patrimoniali di riferimento ("Situazioni Patrimoniali") ai sensi dell'art. 2501-quater del Codice Civile;
- le relazioni illustrative ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile predisposte dai Consigli di Amministrazione e approvate in data 18 luglio 2016, che illustrano

#### **PricewaterhouseCoopers SpA**

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.890.000,00 i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: **Ancona** 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 0712132311 - **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640211 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wulher 23 Tel. 0303697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Via dei Mille 16 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - **Parma** 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 - **Pescara** 65127 Piazza Ettore Troilo 8 Tel. 0854545711 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - **Trento** 38122 Via Grazioli 73 Tel. 0461237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001 - **Vicenza** 36100 Piazza Pontelandolfo 9 Tel. 0444393311

e giustificano sotto il profilo giuridico ed economico il Progetto di Fusione e, in particolare, il Rapporto di Cambio delle azioni, nonché i criteri di determinazione dello stesso (le “Relazioni degli Amministratori” o le “Relazioni”).

Il Progetto di Fusione e le Relazioni degli Amministratori delle Società saranno sottoposte all’approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di Intek e di FEB che si terranno in prima convocazione il 7 settembre 2016 e in seconda convocazione l’8 settembre 2016.

## **2. SINTESI DELL’OPERAZIONE**

Gli Amministratori riferiscono nelle loro Relazioni che la Fusione è parte di un più ampio processo di riorganizzazione e razionalizzazione della struttura societaria, già avviato con la fusione per incorporazione di KME Partecipazioni SpA in Intek, attuata nel maggio 2016, e che prevede la preventiva incorporazione di Bredafin Innovazione SpA in Liquidazione (“Bredafin”) in FEB. Bredafin è una società direttamente controllata da FEB, mediante una partecipazione nel capitale sociale prossima al 99,99%; inoltre Bredafin detiene, a sua volta, una partecipazione diretta in Breda Energia SpA in liquidazione (“Breda Energia”) per mezzo di una interessenza del 99,95%.

A livello di indirizzo strategico la prospettata Fusione, secondo gli Amministratori, prosegue il processo di semplificazione societaria avviato da Intek, anche in considerazione del fatto che le Società Partecipanti alla Fusione hanno simile oggetto sociale. I benefici attesi dal Consiglio di Amministrazione sono riconducibili a sinergie di costo, realizzabili mediante risparmi sui costi di struttura, sugli organi di amministrazione e controllo, nonché di altri oneri amministrativi gestionali.

La Fusione sarà eseguita mediante l’assegnazione agli azionisti di FEB di azioni ordinarie Intek, prive di valore nominale, detenute da Intek stessa.

Dal Progetto di Fusione e dalle Relazioni risulta che il Rapporto di Cambio, inteso come rapporto idoneo a esprimere il peso reciproco delle Società Partecipanti alla Fusione, è determinato in ragione di n. 132 azioni ordinarie di FEB per ciascuna azione ordinaria di Intek.

Ai fini del Concambio, verranno quindi utilizzate circa n. 2.729.879 azioni ordinarie Intek, che rappresentano lo 0,79% del capitale di categoria (*i.e.* azioni ordinarie) e lo 0,69% del totale del capitale sociale (*i.e.* azioni ordinarie e azioni di risparmio). All’esito della Fusione le azioni FEB saranno oggetto di annullamento.

Gli Amministratori riferiscono che ai sensi dell’articolo 2437 del codice civile, ricorrendo i presupposti previsti dal comma 1, lettera g) dello stesso, agli azionisti di FEB spetterà il diritto di recesso. In particolare, gli Amministratori evidenziano che, seppur la fattispecie sia stata oggetto di interpretazioni non uniformi in passato, l’esistenza di azionisti che stanno già maturando i termini per poter beneficiare della maggiorazione di voto prevista nello statuto di Intek e l’esistenza nel capitale della stessa Intek della categoria delle azioni di risparmio incidono sui diritti di partecipazione in capo ai nuovi azionisti.



Il valore di liquidazione delle azioni per le quali potrà essere esercitato il diritto di recesso sarà determinato dagli Amministratori ai sensi del secondo comma dell'art. 2437-ter del Codice Civile e comunicato agli azionisti di FEB nei termini previsti dalla legge.

Il perfezionamento della Fusione è subordinato, oltre che all'approvazione da parte delle Assemblee Straordinarie di Intek e FEB, al verificarsi delle seguenti condizioni:

- alla preventiva fusione per incorporazione di Bredafin in FEB, come illustrato in precedenza;
- al fatto che, anteriormente alla data di stipulazione dell'atto di Fusione, nel termine previsto dall'art. 2437-bis, sia pervenuto un numero di dichiarazioni di recesso da parte di azionisti di FEB che non comporti un onere complessivo di spesa per le Società Partecipanti alla Fusione superiore a Euro 800 mila. Tale condizione, posta a esclusivo interesse della Società Incorporante, è rinunciabile da parte di questa ultima;
- al mancato verificarsi entro la data di stipula dell'atto di Fusione e anche nel corso e/o per effetto dell'esecuzione dell'operazione medesima e/o in concorso con o contestualmente alla stessa di (i) eventi o situazioni straordinari a livello nazionale e/o internazionale comportanti gravi mutamenti nella situazione politica, finanziaria, economica, valutaria o di mercato che abbiano effetti sostanzialmente pregiudizievoli sulle condizioni delle attività e/o sulle condizioni patrimoniali, economiche e/o finanziarie della società e/o del gruppo ovvero di (ii) atti, fatti, circostanze, eventi, opposizioni o situazioni non già determinatisi alla data odierna e tali da determinare un pregiudizio che incida in modo rilevante sulle condizioni delle attività e/o sulle condizioni patrimoniali, economiche e/o finanziarie della società e/o del gruppo, e/o alla mancata adozione/pubblicazione, entro la data di stipula dell'atto di Fusione, da parte di istituzioni, enti o autorità aventi competenza, di atti o provvedimenti legislativi, amministrativi (inclusi quelli inerenti a eventuali obblighi ex articolo 106 e seguenti TUF) o giudiziari tali da precludere, limitare o rendere sostanzialmente più onerosa, in tutto o in parte, anche a titolo transitorio, la possibilità della società e/o del gruppo di cui la stessa è parte di eseguire la Fusione e/o l'insieme delle operazioni indicate nel Progetto di Fusione nei termini e alle condizioni ivi descritti.

Gli effetti della Fusione decorreranno dalla data indicata nell'Atto di Fusione, che potrà anche essere successiva a quella dell'ultima data delle iscrizioni previste dall'art. 2504-bis del Codice Civile.

Gli effetti contabili e fiscali della Fusione decorreranno dal primo giorno dell'anno in cui viene data attuazione alla Fusione.

Gli Amministratori riferiscono inoltre nelle loro Relazioni di non avere ritenuto applicabili all'operazione in esame le disposizioni di cui al Regolamento Consob OPC approvato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche e alla Procedura per le Operazioni con Parti Correlate di Intek, in quanto l'operazione è effettuata con società controllata e non vi sono interessi, qualificati come significativi in base ai criteri definiti dalle procedure, di altre parti correlate della Società Incorporante.

### **3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE**

Al fine di fornire agli Azionisti di Intek e FEB idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre il nostro parere sull'adeguatezza, nella fattispecie, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare gli approcci e i metodi valutativi adottati dagli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione non abbiamo effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente incarico, una valutazione economica delle Società.

### **4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalle Società Partecipanti alla Fusione le informazioni e i documenti ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione e in particolare:

- il Progetto di Fusione per incorporazione di FEB in Intek, approvato in data 29 giugno 2016 dai Consigli di Amministrazione delle Società ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-ter del Codice Civile;
- le Situazioni Patrimoniali al 31 dicembre 2015 delle Società, redatte ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile;
- le Relazioni predisposte dai Consigli di Amministrazione di Intek e FEB e approvate in data 18 luglio 2016, che illustrano e giustificano sotto il profilo giuridico ed economico, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-*quinquies* del Codice Civile, il Progetto di Fusione e, in particolare, il Rapporto di Cambio delle azioni, nonché i criteri di determinazione dello stesso;
- il documento valutativo predisposto dall'*Advisor* Ernst & Young Financial Business Advisors SpA (l'*"Advisor"*), finalizzato a supportare i Consigli di Amministrazione di Intek e FEB nella determinazione del Rapporto di Cambio, nell'ambito della prospettata Fusione, datato 23 giugno 2016;
- i documenti valutativi predisposti dall'*Advisor*, destinati a supportare il Consiglio di Amministrazione di Intek nell'ambito delle valutazioni per la predisposizione del bilancio e la stima del *Net Asset Value* (NAV) al 31 dicembre 2015. Più precisamente i documenti visionati avevano per oggetto le seguenti *unit of valuation*:



- (i) Intek Group – *“Indicazioni di Fair Value al 31 dicembre 2015”*, datato 29 aprile 2016;
- (ii) KME Group – *“Impairment test analysis for the purpose of the Consolidated and Separate Financial Statements of KME Group as at 31 December 2015”*, datato 19 aprile 2016;
- (iii) KME Italy SpA – *“Impairment Test sul valore degli assets e del capitale investito netto alla date del 31 dicembre 2015”*, datato 21 aprile 2016;
- (iv) Perimetro Cupori – *“Preliminary considerations on the valuation of 100% of the Cupori Perimeter as at 31 December 2015”*, datato 1° aprile 2016;
- (v) Partecipazioni in ErgyCapital SpA e in Progetto Ryan3 Srl in Liq. – *“Impairment Test sul valore di carico delle partecipazioni in ErgyCapital SpA e in Progetto Ryan3 Srl in Liq. al 31 dicembre 2015”*, datato 22 aprile 2016; CGU Fotovoltaico, CGU Geotermica e partecipazioni iscritte nel bilancio separato di ErgyCapital SpA – *“Impairment Test sul Goodwill della CGU Fotovoltaico e della CGU Geotermica e sul valore di carico delle partecipazioni iscritte nel Bilancio d’esercizio di ErgyCapital SpA al 31 dicembre 2015”*, datato 16 marzo 2016;
- (vi) FEB – *“Impairment Test sul valore di carico della partecipazione in FEB – Ernesto Breda SpA al 31 dicembre 2015”*, datato 11 aprile 2016.

- il bilancio consolidato al 31 dicembre 2015 di KME AG assoggettato a revisione contabile;
- i prospetti di stato patrimoniale e conto economico del Gruppo KMD Holdings Ltd (HK) utilizzati ai fini della valutazione al 31 dicembre 2015 della partecipazione detenuta in tale Joint Venture, unitamente alle relative proiezioni reddituali, sull’orizzonte temporale 2016-2019;
- i bilanci di esercizio al 31 dicembre 2015 delle società controllate direttamente e indirettamente da FEB, rispettivamente Bredafin e Breda Energia, entrambi assoggettati a revisione da parte del Collegio Sindacale;
- perizie o relazioni di stima redatte da esperti indipendenti a supporto del *fair value* iscritto in bilancio dei principali asset/immobili del gruppo;
- i bilanci di esercizio, al 31 dicembre 2015, delle seguenti società in cui Intek detiene interessenze di controllo: Immobiliare Pictea Srl (soggetta a revisione da parte del sindaco unico), I2 Real Estate Srl, Tecno Servizi Srl, Rede Immobiliare Srl e Malpaso Srl (tutte soggette a revisione legale);
- il bilancio di esercizio, al 31 dicembre 2015, di I2 Capital Partners SGR SpA, assoggettato a revisione legale;
- i bilanci di esercizio, al 31 dicembre 2015, di Culti Milano Srl e Progetto Ryan 3 Srl in Liquidazione;

- i *Summary Quartely Report* delle quote del Fondo I2 Capital Partners, al 31 dicembre 2015 e al 31 marzo 2016;
- i verbali delle riunioni dei Consigli di Amministrazione di Intek e FEB tenutesi in data 29 giugno 2016, aventi a oggetto l'approvazione del Progetto di Fusione;
- i verbali delle riunioni dei Consigli di Amministrazione di Intek e FEB tenutesi in data 18 luglio 2016, aventi a oggetto l'approvazione delle Relazioni;
- le situazioni contabili preliminari al 30 giugno 2016 di Intek e FEB, non assoggettate a revisione legale;
- gli statuti sociali di Intek e FEB;
- il comunicato stampa emesso da Intek in merito alla Fusione;
- le informazioni relative alla quotazione delle azioni Intek raccolte attraverso *data providers* specializzati;
- le informazioni e i documenti integrativi, contabili e statistici, ritenuti utili ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettere sottoscritte dai legali rappresentanti delle Società in data 2 agosto 2016, anche in nome e per conto del Consiglio di Amministrazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione delle stesse, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni effettuate per quanto riguarda la determinazione del Rapporto di Cambio.

## **5. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTATE DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO**

### **5.1. Situazioni patrimoniali di fusione**

Ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*quater*, primo e secondo comma, del Codice Civile, i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione hanno deliberato di effettuare la Fusione sulla base dei rispettivi bilanci al 31 dicembre 2015, entrambi assoggettati a revisione legale rispettivamente da parte di KPMG SpA e da Deloitte & Touche SpA.

Il bilancio di Intek è stato oggetto di approvazione da parte dell'Assemblea Ordinaria in data 31 maggio 2016, mentre l'approvazione del bilancio di FEB è avvenuta in data 5 maggio 2016.



I Consigli di Amministrazione delle Società riferiscono di essere giunti alla determinazione del Rapporto di Cambio a seguito di una valutazione ponderata di Intek e FEB, tenendo conto della natura dell'operazione e adottando metodi di valutazione comunemente utilizzati, anche a livello internazionale, per operazioni di tale natura, per imprese operanti in questo settore e adeguati alle caratteristiche di ciascuna Società Partecipante alla Fusione.

I Consigli di Amministrazione si sono avvalsi, al fine della determinazione del Rapporto di Cambio, dell'assistenza professionale dell'*Advisor*, che già aveva supportato Intek nella determinazione del *fair value* dei propri investimenti, tra cui FEB, per il bilancio al 31 dicembre 2015.

## **5.2. Principali elementi di carattere metodologico sulla base dei quali gli Amministratori hanno condotto le loro attività valutative**

Gli Amministratori evidenziano che la valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio è stata effettuata facendo ricorso, per le attività più significative, e ove possibile, a più metodi di valutazione al fine di determinare un intervallo di ragionevolezza in cui collocare il valore delle Società Partecipanti alla Fusione o confermare i risultati ottenuti con il metodo principale e, quindi, identificare successivamente i limiti minimi e massimi da utilizzare per la stima del Rapporto di Cambio.

Gli Amministratori riferiscono inoltre di avere seguito il principio di omogeneità e coerenza dei criteri di valutazione, in base al quale l'applicazione di regole omogenee e coerenti nel processo valutativo (scelta della metodologia e relativa applicazione) rappresenta una condizione fondamentale avuto riguardo al settore in cui l'impresa opera, all'attività aziendale, alle sue caratteristiche gestionali e alla disponibilità dei dati.

Inoltre, le valutazioni sono state condotte, secondo quanto riportato nelle Relazioni, considerando Intek e FEB su base *c.d. "stand alone"*: le valutazioni sono state condotte dagli Amministratori in ipotesi di autonomia gestionale delle società oggetto di fusione, tenendo conto delle singole realtà aziendali come disgiunte e considerando le rispettive condizioni economiche, escludendo i potenziali effetti derivanti dall'operazione, quali eventuali sinergie.

Nell'applicazione dei metodi di valutazione selezionati, gli Amministratori riferiscono altresì di avere considerato il principio di relatività delle stime: in effetti, nell'ambito di operazioni di questo tipo, l'obiettivo primario non è tanto la determinazione in termini assoluti dei valori economici delle società coinvolte, quanto la definizione di valori relativi che possano essere raffrontati e comparati tra loro nell'ottica della determinazione del Rapporto di Cambio, pur tenendo conto della specificità dell'operazione.

Infine, come suggerito dalla prassi valutativa nel caso di operazioni che coinvolgono società quotate sui mercati regolamentati, gli Amministratori illustrano di avere considerato quale possibile riferimento i prezzi di Borsa, previa conduzione di un'attenta analisi in merito alla significatività dei prezzi mediante indicatori quali il flottante e il volume degli scambi.



### **5.3 I criteri di valutazione adottati dagli Amministratori**

Quanto ai metodi, nell'ambito di una generale revisione delle metodologie valutative previste dalla dottrina e utilizzate nella migliore prassi per entità caratterizzate da *business model* simili nonché tenuto conto dei limiti e delle restrizioni rilevanti nel caso di specie, per esprimere valutazioni relative di Intek e FEB ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti hanno fatto riferimento al Metodo Patrimoniale, la cui applicazione prevede l'espressione a valori correnti delle attività e delle passività dell'entità oggetto di valutazione.

Nell'ambito dell'applicazione del Metodo Patrimoniale, gli Amministratori riferiscono che le metodologie adottate per la stima del *fair value* di ciascuna attività e passività che compone il patrimonio di Intek e FEB muovono da considerazioni in merito alle caratteristiche degli *asset* oggetto di valutazione e dalle informazioni disponibili, nel dettaglio:

- per la stima del *fair value* di alcune attività i Consigli di Amministrazione hanno provveduto ad applicare metodologie basate sui flussi di cassa attesi (*Discounted Cash Flow - DCF* nella versione *Asset-Side*). Tale metodo stima il *fair value* dell'investimento come il valore attuale di una successione di flussi di cassa operativi futuri generati dall'*asset*, tenuto conto del valore del bene stesso successivamente al periodo di previsione esplicita (c.d. "*Terminal Value*"), sulla base di un tasso di attualizzazione rappresentativo del profilo di rischio di tali flussi. Gli Amministratori riferiscono inoltre che con riferimento agli investimenti per i quali è stato applicato il metodo DCF, è stata inoltre condotta un'analisi attraverso l'applicazione di metodologie di controllo basate sui moltiplicatori di mercato e sui moltiplicatori di transazioni comparabili, come sarà meglio illustrato al successivo paragrafo 5.4;
- con riferimento invece ad altri investimenti, principalmente rappresentati da attività in liquidazione o in attesa di realizzo e da passività da regolare, considerando la natura degli stessi, i Consigli di Amministrazione hanno desunto il rispettivo *fair value* secondo una prospettiva di carattere patrimoniale, facendo riferimento principalmente alle seguenti informazioni: (i) le risultanze di perizie immobiliari, (ii) il Patrimonio Netto Contabile di alcune società minori per le quali la dotazione di beni intangibili generati internamente nonché l'eventuale presenza di plusvalori (minusvalori) latenti sia stata valutata dai rispettivi Consigli di Amministrazione non materiale, (iii) il valore di mercato delle quote dei fondi di investimento e infine (iv) i costi storici che trovano rappresentazione nei bilanci delle Società Partecipanti alla Fusione.

### **5.4. La valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione**

#### **5.4.1. Intek Group SpA**

Come evidenziato dagli Amministratori nella Relazione, la Società Incorporante redige il proprio bilancio in conformità con i Principi Contabili Internazionali (IFRS) nella configurazione prevista per le cosiddette "*investment entities*". L'applicazione dei principi e criteri di valutazione previsti per la

redazione del bilancio delle cosiddette “*investment entities*” prevede l’espressione del valore degli investimenti al *fair value*.

Pertanto, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno fatto riferimento al valore del patrimonio netto della Società Incorporante come risultante dal bilancio al 31 dicembre 2015. Sulla base di tale considerazione, gli Amministratori fanno esplicito rinvio al bilancio al 31 dicembre 2015 per i dettagli informativi relativi alle valutazioni effettuate sulle singole attività e passività che concorrono a formare il patrimonio di Intek.

In particolare, con riferimento alla partecipazione detenuta da Intek in KME AG, che rappresenta oltre l’85% delle attività della Società Incorporante, gli Amministratori evidenziano di avere sviluppato una stima di valore basata sulla metodologia DCF con riferimento alle attività industriali inerenti la produzione e la commercializzazione di rame e altri materiali metallici, sulla base del *Business Plan* 2016-2020.

Per completezza informativa dei destinatari della presente relazione, si riportano di seguito alcuni elementi di maggior dettaglio in merito all’applicazione della metodologia DCF per la determinazione del *fair value* della partecipazione in KME AG, riportati nel bilancio di Intek al 31 dicembre 2015 cui gli Amministratori fanno rinvio.

Il *fair value* della partecipazione in KME AG è stato stimato dagli Amministratori attualizzando i flussi di cassa operativi netti generati dagli *asset* operativi a un tasso di sconto rappresentativo del costo medio ponderato del capitale (*wacc*) pari a 8,54%, maggiorato di un premio addizionale specifico di 150 *bps* per riflettere la capacità previsionale storica del management.

L’applicazione del metodo DCF è stata sviluppata utilizzando come base informativa le proiezioni economiche e finanziarie elaborate e approvate dal Consiglio di Amministrazione di KME AG facendo riferimento all’orizzonte temporale 2016-2020. La stima del flusso di cassa normalizzato oltre il periodo di previsione esplicita è stata derivata come media degli EBITDA dei 5 anni di piano, ipotizzando investimenti pari ad ammortamenti e utilizzando un tasso di crescita *di lungo periodo* pari a zero.

Sulla base degli elementi sopra commentati, nonché tenendo in considerazione le attività non operative e la posizione finanziaria netta consolidata di KME AG, gli Amministratori hanno derivato un *fair value* della partecipazione compreso tra Euro 404 milioni ed Euro 418 milioni; all’interno di suddetto *range* il Consiglio di Amministrazione di Intek ha ritenuto ragionevole utilizzare un valore prossimo a quello medio, pari a Euro 410 milioni, nella costruzione del *Net Asset Value* di Intek. In aggiunta a detta metodologia principale, gli Amministratori riferiscono di avere elaborato alcune ulteriori analisi, con finalità di controllo, basate sui moltiplicatori di borsa nonché sui moltiplicatori desunti da transazioni comparabili.

Il metodo dei multipli di mercato consiste nello stimare il valore corrente teorico dell’azienda oggetto di valutazione considerando le indicazioni espresse dal mercato finanziario relativamente a pacchetti di minoranza afferenti a un campione di società quotate (società comparabili o *comparables*) aventi un profilo assimilabile alla società oggetto di valutazione, in termini di *business model*, crescita attesa,



dimensione, ecc. In sintesi, tale metodo prevede l'elaborazione di moltiplicatori risultanti dal rapporto tra il valore che il mercato borsistico attribuisce ai *comparables* e alcune grandezze economico patrimoniali ritenute significative. Il valore della società oggetto di valutazione risulta determinato mediante l'applicazione dei multipli di mercato, così calcolati, alle corrispondenti grandezze fondamentali della società stessa. I Consigli di Amministrazione, con il supporto dell'*Advisor*, hanno identificato il multiplo EV/EBITDA applicato all'EBITDA di KME AG dell'ultimo anno disponibile (2015).

I Multipli di Transazioni Comparabili in via generale esprimono dei "prezzi" negoziati fra uno specifico acquirente e uno specifico venditore in operazioni di finanza straordinaria (quali fusioni, acquisizioni o cessione di rami aziendali) aventi a oggetto pacchetti azionari di società comparabili. Nello specifico i Consigli di Amministrazione, con il supporto dell'*Advisor*, hanno fatto riferimento a un campione di transazioni sull'orizzonte temporale 2006-2013, focalizzando l'analisi sul moltiplicatore EV/EBITDA medio e applicando quest'ultimo all'EBITDA registrato da KME AG nel 2015.

Gli Amministratori riferiscono nelle Relazioni che l'applicazione di tali metodologie di controllo ha sostanzialmente confermato i risultati ottenuti mediante il metodo principale del DCF.

#### **5.4.2. FEB – Ernesto Breda SpA**

Con riferimento alla Società Incorporanda, gli Amministratori riferiscono che, tenuto conto del fatto che la società redige il proprio bilancio secondo i principi contabili italiani, le principali rettifiche apportate nell'ambito dell'applicazione del Metodo Patrimoniale hanno interessato le partecipazioni in società controllate (direttamente o indirettamente) e iscritte al costo storico.

Gli investimenti partecipativi detenuti da FEB sono stati oggetto di ri-espressione a valori correnti, facendo principalmente riferimento al rispettivo patrimonio netto contabile delle società direttamente e indirettamente controllate, tenendo in considerazione il grado di liquidità dell'attivo (per effetto dell'avviato processo di liquidazione dello stesso), l'assenza di una significativa dotazione intangibile generata internamente, l'assenza di plusvalori (o minusvalori) latenti, nonché lo *status* di inattività delle società controllate.

Stante la natura delle partecipazioni di FEB, rappresentate da società in liquidazione e la conseguente assenza di proiezioni economiche e finanziarie pluriennali, gli Amministratori evidenziano che non è stato possibile esplorare metodi valutativi alternativi per le stesse, da utilizzare con la finalità di controllo.

#### **5.5 Sintesi dei risultati raggiunti dagli Amministratori in merito al valore del capitale economico delle Società Partecipanti alla Fusione**

Si riporta di seguito la tabella riepilogativa degli intervalli di valore del NAV di Intek espresso in Euro individuati dagli Amministratori, sulla base delle risultanze delle diverse metodologie applicate per la valorizzazione di KME AG, come evidenziati dagli stessi Amministratori nelle loro Relazioni:

Intek Group	Valore Minimo	Valore Massimo	Media
KME AG - Metodo principale (DCF)	441.802.000	459.906.000	450.854.000
KME AG - Metodo dei Multipli di Mercato	422.883.000	440.987.000	431.935.000
KME AG - Metodo dei Multipli di Transazione	437.898.000	456.003.000	446.951.000

Per quanto concerne FEB, il relativo NAV è stato stimato in un intervallo di valori compreso tra un minimo di Euro 20.749.000 e un massimo di Euro 21.706.000 (con un valore medio di Euro 21.228.000).

#### **5.6. Considerazioni degli Amministratori in merito alle quotazioni di borsa**

Nell'affrontare il tema relativo alle quotazioni di Borsa, i Consigli di Amministrazione evidenziano in primo luogo che tale metodo non risulta applicabile per FEB in quanto società non quotata.

A proposito dei corsi di Borsa delle azioni Intek, i Consigli di Amministrazione hanno proceduto a osservare l'andamento delle relative quotazioni con riferimento a diversi orizzonti temporali (fino a 3 anni), privilegiando il ricorso a medie delle quotazioni.

Ciò premesso, dalle analisi svolte dai Consigli di Amministrazione sono emerse le seguenti considerazioni riportate nelle rispettive Relazioni:

- in seguito all'attuale instabilità e volatilità dei mercati azionari conseguente alla crisi economica e finanziaria globale, le quotazioni di Borsa potrebbero essere fortemente penalizzanti per Intek;
- le analisi empiriche sui mercati azionari evidenziano la presenza di significativi "holding discount" che caratterizzano le quotazioni delle holding di partecipazioni;
- i titoli emessi da Intek presentano una scarsa (quasi inesistente) copertura da parte degli analisti finanziari;
- dall'analisi effettuata sulla liquidità del titolo gli Amministratori hanno osservato che il capitale scambiato cumulato in rapporto al flottante per Intek è pari all'8,26% a 4 mesi, che risulta al di sotto della media osservata per i diretti comparabili, tracciati dai Consigli di Amministrazione con il supporto dell'Advisor. Tale valore risulta inferiore a quello dei diretti comparabili anche estendendo l'analisi ad altri orizzonti temporali, come illustrato nella tabella sotto riportata.



<b>Intervallo temporale</b>	<b>Intek</b>	<b>Comparabili</b>
4 mesi 2016	8,26%	39,17%
31/12/2015	0,07%	0,35%
1 mese medio	2,52%	9,61%
3 mesi medio	8,21%	33,88%
6 mesi medio	12,83%	62,56%
1 anno medio	49,76%	129,06%
2 anni medio	162,79%	290,87%
3 anni medio	201,57%	494,72%

Sulla base delle analisi e delle considerazioni svolte, i Consigli di Amministrazione hanno dunque giudicato le quotazioni di Borsa di Intek non rappresentative ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, in quanto non significative alla luce dei limitati scambi sul mercato regolamentato.

**5.7. Considerazioni degli Amministratori in merito al numero delle azioni da utilizzare per la determinazione del valore unitario delle azioni Intek e FEB**

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, i Consigli di Amministrazione riferiscono poi di avere tenuto in considerazione i seguenti aspetti:

- in aggiunta alle azioni ordinarie, Intek ha in circolazione anche azioni di risparmio. Pertanto i Consigli di Amministrazione hanno definito la c.d. parità interna, ossia il rapporto di concambio esistente tra le azioni ordinarie e quelle di risparmio, attraverso un'analisi del contenuto patrimoniale dei loro diritti. Al proposito, gli Amministratori hanno riferito che i diritti patrimoniali, in caso di liquidazione, delle due diverse categorie di azioni non sarebbero significativamente differenti. Alla luce di ciò, i Consigli hanno ritenuto opportuno definire un rapporto di parità interna pari a uno tra azioni ordinarie e di risparmio della Società Incorporante. Tale approccio risulta peraltro coerente con quello assunto in operazioni straordinarie realizzate in passato;
- la presenza nello statuto di Intek della clausola relativa al voto maggiorato è stata considerata dagli Amministratori una caratteristica riferita all'azionista e non ai titoli azionari, che rappresentano l'oggetto di valutazione ai fini del Rapporto di Cambio;
- gli Amministratori hanno evidenziato che, come da prassi, le azioni proprie detenute da Intek non sono state considerate ai fini della definizione del valore unitario delle azioni;
- Intek ha in circolazione un prestito obbligazionario a conversione obbligatoria denominato "Convertendo Intek Group SpA 2012-2017", per un importo nominale complessivo di Euro 32.004.000, suddiviso in numero 4.000 obbligazioni dal valore nominale unitario di Euro 8.001 (il "Prestito Convertendo"). Ai fini della stima del Rapporto di Cambio, gli

Amministratori evidenziano di avere considerato l'esercizio del diritto di conversione e quindi il conseguente effetto diluitivo sul capitale sociale. Gli stessi Amministratori affermano di avere anche tenuto in considerazione il fatto che una frazione di detto Prestito Convertendo, per n. 526 obbligazioni per un importo nominale complessivo di Euro 4.208.526, risulta attualmente detenuta da FEB;

- pur non essendo in presenza di partecipazioni incrociate, alla luce del fatto che FEB detiene una porzione di Prestito Convertendo di cui è stata considerata la conversione, le analisi valutative sono state svolte dagli Amministratori con riferimento al possibile valore di FEB escludendo la partecipazione in Intek derivante dalla conversione del Prestito Convertendo, e il valore di tale partecipazione è stato stimato separatamente sulla base delle risultanze delle analisi relative a Intek.

In considerazione di quanto sopra, gli Amministratori hanno determinato il Rapporto di Cambio sulla base della seguente formula:

$$\text{Rapporto di Cambio}^1 = \frac{\text{NAV}_{\text{Intek}} / \# \text{ azioni Intek}^2}{\text{NAV}_{\text{FEB}} / \# \text{ azioni FEB}}$$

Note:

- (1) *Il Rapporto di Cambio, in ragione del ridotto fair value unitario delle azioni FEB, è stato indicato come rapporto tra le azioni concambiate rispetto a quelle annullate.*
- (2) *è rappresentato dal totale delle azioni ordinarie e di risparmio emesse da Intek al netto di quelle detenute dall'emittente in portafoglio e considerando quelle derivanti dalla conversione del Prestito Convertendo.*

## **6. DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE**

Nel processo valutativo che ha portato alla determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori riferiscono di avere incontrato le seguenti principali difficoltà:

- il ricorso a stime e assunzioni, soprattutto nell'implementazione del metodo dei flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash Flow*). Gli Amministratori evidenziano che non è possibile prevedere che tali stime e assunzioni, pur basandosi sull'esperienza e conoscenza, nonché sui dati storici disponibili, siano effettivamente mantenute o confermate;
- la limitata comparabilità delle società oggetto di analisi con riguardo al portafoglio degli investimenti detenuto e allo stadio di valorizzazione degli stessi;
- la presenza di categorie diverse di titoli (azioni ordinarie e di risparmio) all'interno dell'azionariato di Intek;
- la complessità del Prestito Convertendo e le connesse considerazioni relative alla determinazione del Rapporto di Cambio, come richiamate al precedente par. 5.7;
- la scarsa significatività delle quotazioni di borsa di Intek, sulla base di quanto illustrato al precedente par. 5.6.



**7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE**

In data 29 giugno 2016, i Consigli di Amministrazione di Intek e di FEB hanno approvato il Rapporto di Cambio tra azioni ordinarie Intek e azioni ordinarie FEB in base al quale si procederà all'assegnazione delle azioni della Società Incorporante. Detto Rapporto di Cambio è stato determinato dai Consigli di Amministrazione sulla base delle seguenti valorizzazioni dei capitali economici delle Società Partecipanti alla Fusione:

- per Intek un *fair value* di Euro 449.184 migliaia, che rappresenta il patrimonio netto della Società al 31 dicembre 2015;
- per FEB un *fair value* di Euro 21.876 migliaia, che muove dal valore della partecipazione iscritta nel bilancio Intek al 31 dicembre 2015, rettificato per tenere in considerazione il sopra citato effetto della conversione del Prestito Convertendo.

La tabella che segue, riportata nelle Relazioni, indica i NAV delle Società Partecipanti alla Fusione individuati dagli Amministratori e il numero di azioni utilizzate per il relativo calcolo del NAV per azione; indica inoltre i valori unitari dell'azione Intek e dell'azione FEB utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio.

		<b>Intek Group</b>	<b>FEB</b>
NAV (Euro/migliaia)	(a)	449.184	21.876
Azioni emesse		395.616.488	2.679.000.000
Azioni proprie in portafoglio		(7.731.741)	-
Azioni rivenienti da convertendo		28.452.150	-
N. azioni totali	(b)	416.336.897	2.679.000.000
Valore unitario	(a)/(b)	1,078895	0,008166

Sulla base del numero di azioni prese in considerazione, i Consigli di Amministrazione di FEB e di Intek hanno individuato il Rapporto di Cambio nella misura di

**n. 1 azione ordinaria della Società Incorporante  
per ogni n. 132 azioni ordinarie della Società Incorporanda**

Non sono previsti conguagli in denaro.

## **8. LAVORO SVOLTO**

### **8.1. Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata**

Per le finalità del nostro incarico, abbiamo svolto una lettura critica delle Relazioni degli Amministratori e delle bozze di lavoro già messe a nostra disposizione nelle settimane precedenti alla data di predisposizione delle stesse nella versione finale, nonché dell'ulteriore documentazione relativa alla Fusione, così come indicata al precedente par. 4.

Come indicato in precedenza, in data 18 luglio 2016 i Consigli di Amministrazione di Intek e di FEB hanno deliberato, a norma dall'art. 2501-*quater*, secondo comma, del Codice Civile, di effettuare la Fusione sulla base dei bilanci al 31 dicembre 2015 approvati dalle rispettive assemblee ordinarie in data 31 maggio 2016 per Intek e 5 maggio 2016 per FEB.

In relazione alle Situazioni Patrimoniali, sono state da noi effettuate talune analisi, anche tramite incontri e discussioni con la Direzioni di Intek e FEB, nonché con le società di revisione KPMG SpA e Deloitte & Touche SpA, rispettivamente revisori legali di Intek e FEB, volte a rilevare i principi contabili utilizzati e i fatti salienti concernenti la loro redazione, nonché una discussione critica degli ammontari in esse esposti.

Le sopra menzionate analisi sulle Situazione Patrimoniali sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente par. 3.

Abbiamo inoltre raccolto, attraverso discussione con le Direzioni di Intek e FEB, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura delle Situazioni Patrimoniali, al fine di analizzare eventuali effetti significativi sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame. Secondo quanto confermatoci dalle Direzioni, alla data della presente relazione non si sono verificati eventi o circostanze tali da rendere necessari significativi aggiustamenti o rettifiche alle informazioni utilizzate dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio.

### **8.2. Lavoro svolto con riferimento ai metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio**

Con riferimento ai metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, abbiamo svolto le seguenti analisi:

- discusso con le Direzioni delle Società e con l'*Advisor* il lavoro complessivamente svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del Rapporto di Cambio e, in particolare, gli approcci valutativi e le metodologie adottate, onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- verificato la completezza e la coerenza dei procedimenti valutativi seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio e la loro applicazione, considerando le peculiarità di ciascuna società;



- riscontrato la non contraddittorietà delle motivazioni degli Amministratori di entrambe le Società riguardanti i metodi valutativi da essi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati nel processo valutativo rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente par. 4;
- verificato la correttezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio elaborato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni fornite dall'*Advisor*;
- sviluppato autonome analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la valutazione di Intek e FEB, con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nelle ipotesi valutative e nei parametri assunti;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni di Intek in vari periodi di riferimento anteriori all'annuncio della Fusione e rilevato altre informazioni quali, a titolo esemplificativo, caratteristiche del flottante, volatilità del titolo e volumi medi giornalieri, *turnover ratio* e *bid-ask spread*;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti delle Società sugli elementi di valutazione messi a nostra disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione tali da comportare la necessità di apportare aggiornamenti alle valutazioni predisposte dagli Amministratori.

#### **9. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO**

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori è consistita in una stima del valore del capitale economico di Intek e FEB, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili.

Gli Amministratori, coerentemente con le finalità delle valutazioni eseguite, hanno privilegiato la scelta di metodologie idonee a esprimere valori comparabili per le Società, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del Rapporto di Cambio.

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato nel loro profilo relativo e non possono essere, di per sé, assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione a

diverse operazioni.

Le Relazioni predisposte dagli Amministratori di Intek e di FEB per illustrare l'operazione di Fusione indicano le metodologie dagli stessi adottate e i risultati ottenuti ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Al riguardo, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Intek e di FEB per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione.

- L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di Intek e di FEB è stata effettuata dai Consigli di Amministrazione per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale.
- Nell'applicazione delle metodologie valutative indicate nel precedente par. 5, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche e i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale e internazionale, normalmente seguita.
- Le valutazioni elaborate dagli Amministratori sono state condotte considerando Intek e FEB su base c.d. "stand alone", in linea con la prassi e la migliore tecnica professionale. Tali valutazioni riflettono pertanto la situazione attuale e le prospettive future delle Società Partecipanti alla Fusione, considerate trascurando gli effetti della Fusione stessa e le sinergie con essa conseguibili, ossia in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti di gestione dovuti alla Fusione stessa. Come da prassi in questo contesto, le sinergie conseguibili dalla Fusione, pertanto, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo delle Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.
- La valutazione del capitale economico delle Società Partecipanti alla Fusione è stata effettuata dai Consigli di Amministrazione utilizzando il Metodo Patrimoniale attraverso la stima del "NAV" (*Net Asset Value*, o Patrimonio netto rettificato a valori correnti). Tale metodo è comunemente accettato e utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con la prassi professionale in sede di valutazione di *holding* di partecipazioni. Conseguentemente la scelta degli Amministratori risulta, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria.
- L'applicazione di suddetto metodo prevede la determinazione del valore del capitale economico delle società attraverso la somma del *fair value* delle attività al netto delle passività e si sostanzia in un approccio cd. di "somma delle parti". Nel caso di specie, gli Amministratori indicano nelle loro Relazioni che le metodologie utilizzate per valutare le varie attività presenti nel portafoglio di Intek e di FEB hanno tenuto conto delle specifiche caratteristiche dei beni oggetto di valutazione. In particolare, per la stima del *fair value* di alcune attività di Intek per le quali sono disponibili proiezioni economico finanziarie, gli Amministratori hanno



provveduto a utilizzare metodologie finanziarie basate sui flussi di cassa attesi. Laddove ritenuto più opportuno in considerazione delle caratteristiche del bene oggetto di valutazione e/o dei dati o informazioni disponibili, gli Amministratori hanno invece utilizzato il metodo patrimoniale o il valore di mercato per gli immobili. Le scelte al riguardo effettuate dagli Amministratori appaiono pertanto, nelle circostanze, motivate e ragionevoli.

- Nello specifico, la partecipazione in KME AG, che costituisce il principale *asset* di Intek rappresentando oltre l'85% delle attività di quest'ultima, è stata valorizzata adottando una pluralità di metodi. In particolare, è stato adottato, quale metodologia principale, un criterio analitico, in grado di raccogliere le aspettative interne del *management* circa lo sviluppo dei flussi di reddito futuri: nella fattispecie, si tratta del criterio del *Discounted Cash Flow* o DCF. Con finalità di controllo, invece, sono stati adottati criteri di mercato, basati su apprezzamenti esterni: nella fattispecie, il metodo dei multipli di borsa e il metodo dei multipli di transazioni comparabili. La scelta di tale approccio valutativo basato sullo sviluppo di una pluralità di criteri appare condiviso dalla prassi e in linea con la migliore dottrina, in quanto consente attraverso metodi di controllo di sottoporre a verifica i valori relativi stimati. In particolare, l'adozione da parte degli Amministratori di una pluralità di metodologie ha consentito loro di conseguire una considerevole copertura di analisi.
- È in linea con la prassi e la tecnica professionale l'utilizzo della metodologia DCF, scelta da parte degli Amministratori di Intek e di FEB quale metodologia principale per la valutazione di KME AG. Il metodo DCF risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina e dai principi di valutazione generalmente accettati. Il metodo DCF è stato sviluppato dagli Amministratori nella versione "*unlevered*", determinando l'*Enterprise Value* della partecipata attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi che si stima essa possa generare in futuro, utilizzando come riferimento il piano industriale 2016-2020 elaborato e approvato dall'organo amministrativo di KME AG. A tale proposito, nelle Relazioni di entrambi i Consigli di Amministrazione non vengono illustrate le caratteristiche teoriche della metodologia valutativa in oggetto né le scelte effettuate per la sua concreta applicazione, che sono invece riportate nel bilancio al 31 dicembre 2015 di Intek cui dette Relazioni rinviano. Lo sviluppo della metodologia è stato comunque da noi verificato, anche sulla base della documentazione di dettaglio messa a nostra disposizione dagli Amministratori e dall'*Advisor*, e risulta, nelle circostanze, adeguato da un punto di vista tecnico e ragionevole.
- È in linea con la migliore prassi professionale e ragionevole l'utilizzo di metodologie di controllo, nella specie individuate dagli Amministratori di entrambe le Società in metodi di mercato (criterio dei multipli di borsa e il criterio dei multipli di transazioni comparabili). La metodologia dei multipli di mercato deriva il valore di una società dalla valutazione attribuita dal mercato ad altre società aventi caratteristiche comparabili, determinando il rapporto tra il prezzo espresso dal mercato borsistico di società comparabili e talune grandezze finanziarie e applicando successivamente i multipli così determinati alle corrispondenti grandezze finanziarie della società oggetto di valutazione al fine di determinarne il valore. La metodologia delle transazioni comparabili determina il valore di una società sulla base dei prezzi espressi in occasione di operazioni precedenti aventi a oggetto società comparabili a



quella in esame, in termini di profilo di *business* ed economico-finanziario della società oggetto di valutazione.

- Il riferimento a tali metodi di mercato, con finalità di controllo per la valutazione di KME AG, è comunemente accettato e utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il comportamento della prassi professionale. Gli Amministratori di entrambe le Società hanno individuato, in quanto ritenuto maggiormente significativo, il multiplo EV/EBITDA applicato all'EBITDA dell'ultimo anno disponibile, vale a dire il 2015. Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori nello sviluppo e applicazione di tali metodi valutativi, non esplicitate dagli Amministratori nelle loro Relazioni e da noi verificate anche sulla base della documentazione di dettaglio fornitaci dalle Società e dall'*Advisor*, appaiono ragionevoli e in linea con la migliore dottrina.
- Al riguardo, abbiamo svolto verifiche sui dettagli di calcolo utilizzati dagli Amministratori e dall'*Advisor*, che confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà del procedimento valutativo svolto dal Consiglio di Amministrazione, dei differenti parametri utilizzati per lo sviluppo dei vari metodi, nonché dei *range* di valori rivenienti dall'applicazione di ciascuna delle metodologie prescelte.
- Per quanto riguarda FEB, che redige il proprio bilancio secondo i principi contabili italiani, gli Amministratori hanno rettificato il valore del patrimonio netto di bilancio al fine di esprimere le attività e le passività a valori correnti. Le principali rettifiche operate hanno interessato le partecipazioni in società controllate iscritte con il metodo del costo in bilancio e che sono state invece valutate a *fair value*, corrispondente in larga misura al loro patrimonio netto contabile. Gli Amministratori riferiscono inoltre che, poiché le partecipazioni di FEB sono sostanzialmente rappresentate da società in liquidazione e non sono pertanto di disponibili proiezioni economiche e finanziarie pluriennali, non è stato possibile utilizzare ulteriori metodologie valutative con finalità di controllo. La scelta degli Amministratori al riguardo, ancorché non in linea con un preferibile approccio che tenga conto anche di metodologie di controllo, appare nelle circostanze motivata e ragionevole.
- Le analisi di sensitività da noi sviluppate autonomamente per valutare l'impatto di variazioni nelle differenti ipotesi valutative e nei parametri assunti nell'ambito delle metodologie adottate dagli Amministratori, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della loro applicazione, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi.
- Gli Amministratori riferiscono espressamente di avere preso in considerazione, nell'ambito del loro processo valutativo, la metodologia dei prezzi di borsa per la valorizzazione delle azioni di Intek, ma di avere deciso di non utilizzarla sulla base di una serie di motivazioni esplicitate nell'ambito delle rispettive Relazioni. In particolare, gli Amministratori motivano le loro scelte sulla base di: (i) l'attuale forte instabilità dei mercati finanziari conseguente alla crisi economica e finanziaria globale; (ii) l'evidenza sui mercati finanziari di *holding discount* che caratterizza le società *holding* di partecipazioni quali Intek; (iii) la sostanziale assenza di copertura degli analisti di ricerca e pertanto di *target price* per le azioni Intek; (iv) la limitata



significatività dei prezzi di mercato delle azioni ordinarie Intek, tenuto conto della scarsità di scambi in rapporto al flottante.

- Il criterio delle quotazioni di borsa, che determina il valore di una società sulla base della capitalizzazione dei relativi titoli negoziati sui mercati regolamentati, rappresenta un parametro normalmente utilizzato per la valutazione di società quotate e comunemente accettato sia a livello nazionale che internazionale. Peraltro, come ampiamente riconosciuto dalla prassi valutativa e dalla dottrina, nonché come sottolineato dagli Amministratori nelle loro Relazioni, i valori delle quotazioni di borsa costituiscono un punto di riferimento più o meno significativo anche in considerazione delle specifiche caratteristiche del titolo.
- Sotto un primo profilo, si può ritenere che l'impostazione degli Amministratori risulti ragionevole nelle circostanze, considerato che detta metodologia non è comunque applicabile, nella fattispecie, in maniera omogenea a entrambe le Società. Infatti, mentre il titolo azionario Intek è quotato presso l'MTA di Borsa Italiana, le azioni FEB non risultano scambiate su un mercato regolamentato. Lo *status* di società non quotata di FEB vanificherebbe pertanto il principio dell'omogeneità e della coerenza dei criteri tipico delle valutazioni di fusione.
- I Consigli di Amministrazione hanno poi motivato, sotto il profilo tecnico, la loro decisione di non utilizzare, ai fini della valutazione delle azioni di Intek in sede di determinazione del Rapporto di Cambio, i prezzi espressi dagli scambi delle medesime azioni sul MTA, in quanto le relative quotazioni si riferiscono a un numero di scambi in rapporto al flottante limitato e ben inferiore rispetto alla media delle società quotate direttamente comparabili. Abbiamo a nostra volta sviluppato, nell'ambito di autonomi spunti valutativi, analisi comparative in ordine all'andamento dei prezzi di mercato delle azioni Intek registrate sul MTA e altre informazioni, ottenute attraverso banche dati specializzate, quali l'indice di volatilità, il *bid-ask spread* (vale a dire la differenza di prezzo tra la domanda e l'offerta a cui l'azione viene scambiata sul mercato) e il *turnover ratio* (ovvero il rapporto tra il controvalore medio giornaliero degli scambi e il flottante) del titolo Intek, rapportando tali valori alle caratteristiche riscontrate per i titoli di società *holding* quotate aventi caratteristiche comparabili. Alla luce di dette analisi, risultano nel complesso confermate le caratteristiche del titolo Intek evidenziate dagli Amministratori.
- Con riferimento poi al cd. "*holding discount*" richiamato dai Consigli di Amministrazione, vale a dire lo sconto che il mercato generalmente applica alle *holding* in termini di capitalizzazione rispetto al valore attribuito alle attività dalle stesse possedute, abbiamo effettuato apposite verifiche che hanno evidenziato come tale fenomeno caratterizzi storicamente il titolo Intek. Nel caso di specie, anche sulla base delle analisi condotte su un paniere di società di partecipazioni quotate sul MTA con caratteristiche similari a Intek, è emerso che l'entità dell'*holding discount* che caratterizza il titolo Intek si presenta in termini significativamente superiori rispetto a quelli evidenziati dai *comparables*. I riscontri che abbiamo reperito al riguardo tramite la raccolta di parametri di mercato confermano pertanto la ragionevolezza e non arbitrarietà della scelta del Consiglio di Amministrazione di ritenere le quotazioni di Intek come non rappresentative del capitale economico della stessa ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.



- In considerazione di quanto sopra, ferme restando le difficoltà intrinseche in ogni valutazione circa la significatività dei prezzi di mercato, la decisione degli Amministratori di escludere l'applicazione di tale metodologia nell'ambito del proprio procedimento valutativo appare, nelle specifiche circostanze e anche alla luce delle analisi da noi autonomamente svolte, ragionevole e motivata.
- Sulla base dei *range* risultanti dallo sviluppo e dall'applicazione delle metodologie sopra descritte, gli Amministratori delle Società hanno provveduto a individuare come segue i valori del capitale economico di Intek e di FEB a fini della definizione del Rapporto di Cambio che sarà sottoposto alle rispettive Assemblee dei Soci.
- Per quanto riguarda Intek, il relativo capitale economico è stato determinato in misura pari a **Euro 449.184.000**, che rappresenta il patrimonio netto della Società Incorporante al 31 dicembre 2015 come risultante dal relativo bilancio d'esercizio a tale data. La valorizzazione del capitale economico di Intek in misura pari al patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio si colloca sostanzialmente in corrispondenza del valore medio del *range* di valori riveniente dall'applicazione della metodologia principale del DCF (Euro 441.802.000 – Euro 459.906.000) e si posiziona all'interno anche dell'intervallo di valori rivenienti dall'applicazione della metodologia di controllo dei multipli di transazioni comparabili (Euro 437.898.000 – Euro 456.003.000). Detto valore risulta invece al di fuori del *range* determinato attraverso il metodo di controllo dei multipli di mercato (la parte alta del *range* è infatti pari a 440.987.000, inferiore rispetto al patrimonio netto della Società Incorporante di euro 449.184.000). La scelta degli Amministratori di utilizzare il valore del patrimonio netto risultante dal bilancio al 31 dicembre 2015 appare nelle circostanze ragionevole, in considerazione del fatto che tale valore rientra pienamente nei *range* individuati con la metodologia principale e con una delle metodologie di controllo. È opportuno inoltre considerare che Intek redige il proprio bilancio sulla base degli IFRS con applicazione dei principi delle cosiddette “*investment entities*” e, pertanto, valutando a *fair value* i propri investimenti: tale elemento rappresenta un'ulteriore conferma, sempre sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, in ordine all'adeguatezza nelle circostanze della scelta dei Consigli di Amministrazione di valorizzare Intek sulla base del patrimonio netto della stessa al 31 dicembre 2015.
- Per ciò che concerne FEB, il relativo capitale economico è stato valorizzato in misura pari a Euro 21.375.000, che corrisponde al *fair value* attribuito da Intek alla partecipazione in FEB nel proprio bilancio al 31 dicembre 2015. Tale valore si colloca in sostanziale corrispondenza del valore medio del *range* individuato dagli Amministratori attraverso il Metodo Patrimoniale ed è stato poi incrementato a **Euro 21.876.000**, per considerare il maggior valore delle azioni di spettanza di FEB rivenienti dalla conversione del Prestito Convertendo.
- I valori del capitale economico delle Società Partecipanti alla Fusione come sopra determinati sono quindi stati utilizzati per addivenire alla valorizzazione unitaria delle azioni di Intek (Euro 1,078895) e di FEB (Euro 0,008166) e alla conseguente determinazione del Rapporto di Cambio in misura pari a 1 azione ordinaria Intek ogni 132 azioni FEB. A tale fine, con particolare riferimento al numero di azioni di Intek utilizzato ai fini della determinazione del



titolo della Società Incorporante (e conseguentemente del Rapporto di Cambio), gli Amministratori hanno opportunamente preso in considerazione le seguenti circostanze caratterizzanti il capitale sociale di Intek: (i) la presenza di azioni di risparmio; (ii) la presenza di azioni proprie in portafoglio; (iii) la prossima conversione necessaria del Prestito Convertendo e la conseguente emissione di ulteriori azioni al servizio della conversione medesima; (iv) la presenza della clausola di voto maggiorato nello Statuto di Intek.

- Gli Amministratori, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, hanno anzitutto tenuto in considerazione il fatto che il capitale sociale di Intek è costituito, oltre che da circa 345 milioni di azioni ordinarie, anche da circa 50 milioni di azioni di risparmio, anch'esse quotate. In particolare, gli Amministratori hanno considerato che i diritti patrimoniali attribuiti alle azioni di risparmio non sarebbero significativamente differenti rispetto ai diritti delle azioni ordinarie in caso di liquidazione della società, tenendo conto del *fair value* stimato di Intek; sulla base di questi elementi, il Consiglio di Amministrazione ha stimato il valore attribuibile alle azioni di risparmio pari a quello delle azioni ordinarie, attribuendo quindi alle due categorie un rapporto di parità interna, richiamando inoltre analoghe impostazioni adottate dalla Società Incorporante in precedenti operazioni straordinarie. L'approccio seguito dagli Amministratori, come sopra illustrato, anche alla luce dell'opportunità per gli stessi di assumere impostazioni coerenti con quelle assunte in precedenti operazioni sul capitale che hanno interessato Intek, appare nelle circostanze motivato e accettabile.
- Dalle analisi svolte sulla base delle informazioni contenute nelle Relazioni e nella documentazione messa a nostra disposizione dai Consigli di Amministrazione delle Società è emerso che, ai fini delle proprie valutazioni per la determinazione del numero delle azioni di Intek ai fini del calcolo del Rapporto di Cambio, gli Amministratori non hanno considerato le azioni proprie detenute in portafoglio, che sono quindi state sottratte dal numero complessivo delle azioni. È invece stato considerato l'effetto delle azioni di compendio al servizio del Prestito Convertendo di Intek, tenuto conto per l'appunto dell'obbligatorietà della conversione che caratterizza detto prestito obbligazionario e della remota probabilità di esercizio dell'opzione di rimborso per cassa da parte di Intek. Con riferimento poi alla presenza della clausola di voto maggiorato in statuto, gli Amministratori hanno rilevato che la maggiorazione del voto è caratteristica che inerisce l'azionista e non i titoli, non tenendone pertanto conto ai fini della determinazione del numero delle azioni. L'approccio complessivamente adottato dagli Amministratori a fini della determinazione del numero di azioni Intek da considerare ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, opportunamente esplicitato e motivato nell'ambito delle rispettive Relazioni, risulta, nelle circostanze, appropriato sotto un profilo tecnico e in linea con la prassi valutativa.

**10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO**

- (i) In merito alle difficoltà e ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiamano i seguenti limiti:

- le valutazioni effettuate dai Consigli di Amministrazione in relazione alla principale partecipazione detenuta da Intek, vale a dire quella in KME AG, si fondano su previsioni economico-patrimoniali desunte dai piani industriali della società. Come evidenziato dai Consigli di Amministrazione, i piani utilizzati sono basati su un insieme di ipotesi che includono assunzioni ipotetiche relative a eventi futuri e azioni degli organi amministrativi che non necessariamente si verificheranno. Deve inoltre essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi utilizzate dagli Amministratori ai fini della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico. Va ancora tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate.
  - Le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo dei multipli di mercato e dei multipli di transazioni comparabili, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. A influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione.
- (ii) Si sottolineano i seguenti aspetti di rilievo:
- le Relazioni degli Amministratori non illustrano direttamente i dettagli analitici in ordine ai differenti parametri utilizzati per lo sviluppo dei vari metodi prescelti. Tali elementi e dettagli sono stati comunque messi a nostra disposizione, com'è prassi, dagli Amministratori e dall'*Advisor* nella documentazione complessivamente da noi richiesta e utilizzata nel corso dello svolgimento del lavoro, indicata al precedente paragrafo 4.
  - Gli Amministratori riferiscono che la Fusione non costituisce per Intek un'operazione con parti correlate rilevante ai sensi del Regolamento Consob n. 17221/2010 e delle procedure OPC adottate dalla Società, in quanto l'operazione è effettuata da Intek con una società controllata e non vi sono interessi, qualificati come significativi in base ai criteri definiti nelle procedure, di altre parti correlate di Intek. Esula ovviamente dall'oggetto della nostra attività e del nostro parere ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori con riferimento alla non applicabilità alla Fusione delle procedure OPC di Intek.



- Esula inoltre dall'oggetto della nostra attività anche ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'operazione, i relativi adempimenti, la tempistica di avvio e di esecuzione dell'operazione stessa.
  - Dalle Relazioni degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni Intek attribuite in concambio agli azionisti FEB, con conseguente piena facoltà di questi ultimi, a seguito della consegna da parte di Intek delle azioni, di negoziarle sul mercato.
- (iii) Si richiama inoltre l'attenzione dei destinatari della presente relazione su quanto segue:
- come evidenziato al precedente par. 9, le quotazioni del titolo Intek non sono state ritenute utilizzabili dagli Amministratori ai fini della determinazione del capitale economico di Intek nell'ambito della Fusione, per le ragioni esplicitate al precedente par. 5. Le nostre considerazioni al riguardo sono riportate nel precedente par. 9. Fermo quanto sopra, il significativo sconto che caratterizza la quotazione del titolo Intek, anch'esso oggetto dei nostri commenti al paragrafo precedente, comporterà che gli azionisti di FEB, all'esito della Fusione, riceveranno in concambio titoli Intek il cui *cash equivalent*, sulla base delle quotazioni attuali, risulterebbe significativamente inferiore al valore per azione del NAV della Società Incorporante utilizzato ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. In proposito, si segnala peraltro che agli azionisti FEB è stato riconosciuto dagli Amministratori il diritto di recesso, in ragione della sussistenza di una fattispecie rientrante tra quelle previste dall'art. 2437, comma 1, lettera g), cod. civ.. Pertanto, resta ferma la possibilità per gli azionisti di FEB, qualora non intendessero partecipare alla Fusione e ricevere in concambio azioni Intek sulla base del Rapporto di Cambio, di ottenere la liquidazione in denaro della loro partecipazione in FEB sulla base del *fair value* della Società Incorporanda, così come verrà determinato dagli Amministratori di quest'ultima ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 2, cod. civ.. Tale norma prevede che *"il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni"*.
  - In relazione a quanto sopra, si ricorda per completezza informativa che, come riportato nel precedente par. 2, la Fusione è subordinata alla condizione che, anteriormente alla stipulazione dell'atto di fusione, sia pervenuto un numero di dichiarazioni di recesso da parte di azionisti di FEB che non comporti per le Società Partecipanti alla Fusione un esborso complessivamente superiore a Euro 800.000. Tale condizione risulta peraltro posta nell'esclusivo interesse della Incorporante ed è quindi rinunciabile da parte di questa ultima.

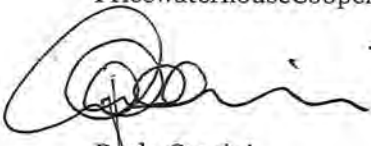
## **11. CONCLUSIONI**

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, nonché di quanto indicato nei precedenti paragrafi 9 e 10, fermo restando quanto rilevato al par. 10 (iii), riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società siano adeguati in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio pari a

**n. 1 azione ordinaria di Intek Group SpA  
per ogni n. 132 azioni di FEB –Ernesto Breda SpA.**

Milano, 2 agosto 2016

PricewaterhouseCoopers SpA



Paolo Caccini  
(Revisore legale)