

**INTEK GROUP S.P.A.**

**ERGYCAPITAL S.P.A.**

\* \* \* \* \*

*Relazione della società di revisione  
ai sensi dell'art. 2501 sexies del Codice Civile*

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO.....</b>   | <b>1</b>  |
| <b>2. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE.....</b>   | <b>2</b>  |
| 2.1 Sintesi dell'operazione.....   | 2         |
| 2.2 Società che partecipano alla fusione: incorporante.....  | 2         |
| 2.3 Società che partecipano alla fusione: incorporanda.....  | 3         |
| 2.4 Termini dell'operazione.....   | 4         |
| 2.4.1 Profili giuridici.....   | 4         |
| 2.4.2 Condizioni della Fusione.....  | 4         |
| 2.4.3 Situazioni patrimoniali di riferimento per la fusione.....   | 6         |
| 2.4.4 Operazioni con parti correlate.....  | 6         |
| 2.4.5 Aumento di Capitale.....   | 7         |
| 2.4.6 Rapporto di cambio e conguaglio in denaro.....   | 7         |
| 2.4.7 Diritto di recesso.....  | 8         |
| 2.4.8 Decorrenza degli effetti della fusione.....  | 8         |
| <b>3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE.....</b>   | <b>8</b>  |
| <b>4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA.....</b>   | <b>9</b>  |
| <b>5. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTATE DAGLI<br/>AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL<br/>RAPPORTO DI CAMBIO.....</b>   | <b>12</b> |
| 5.1 Situazioni patrimoniali di fusione.....  | 12        |
| 5.2 Metodologia adottata dagli Amministratori ai fini dell'analisi<br>dei criteri selezionati per la valutazione.....          | 12        |
| 5.3 Criteri di valutazione adottati dagli Amministratori.....  | 13        |
| 5.3.1 Metodo delle Quotazioni di Borsa.....  | 13        |
| 5.3.2 Metodo Somma delle parti.....  | 14        |
| 5.4 Risultati emersi dalla valutazione degli Amministratori<br>di Intek e Ergy.....  | 18        |
| 5.4.1 Considerazioni sulla natura del capitale sociale e delle azioni...   | 18        |
| 5.4.2 Metodo delle quotazioni di Borsa.....  | 19        |
| 5.4.3 Metodo Somma delle Parti.....  | 20        |
| 5.4.4 Sintesi dei risultati raggiunti dagli Amministratori in merito<br>al valore della Società partecipanti alla fusione..... | 23        |
| <b>6. DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI<br/>AMMINISTRATORI.....</b>  | <b>23</b> |
| <b>7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA<br/>DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE.....</b>                               | <b>24</b> |

|   |           |
|---|-----------|
| <b>8. LAVORO SVOLTO.....</b>  | <b>25</b> |
| <b>9. COMMENTI SULL’ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI<br/>E SULLA VALIDITA’ DELLE STIME PRODOTTE.....</b> | <b>27</b> |
| <b>10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI NELL’ESPLETAMENTO<br/>DEL PRESENTE INCARICO.....</b>                   | <b>30</b> |
| <b>11. CONCLUSIONI.....</b>   | <b>32</b> |

**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE  
AI SENSI DELL'ART. 2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE**

Agli Azionisti di  
Intek Group S.p.A.

e

Agli Azionisti di  
Ergy Capital S.p.A.

**1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO**

Con provvedimento del 10 febbraio 2017 del Tribunale di Milano, a seguito di istanza presentata congiuntamente da Intek Group S.p.A. (di seguito "**Intek**" o "**Incorporante**") e da Ergy Capital S.p.A. (di seguito "**Ergy**" o "**Incorporanda**"), Baker Tilly Revisa S.p.A. è stata nominata esperto comune incaricato della redazione della relazione prevista dall'art. 2501-sexies del Codice Civile, sulla congruità del Rapporto di Cambio fra le azioni di Intek e quelle di Ergy (di seguito "**Rapporto di Cambio**"), nell'ambito dell'operazione di fusione per incorporazione di Ergy in Intek.

A tal fine, abbiamo ricevuto da Intek e Ergy il progetto di fusione per incorporazione di Ergy in Intek (di seguito il "**Progetto di fusione**"), corredato dalle Relazioni dei Consigli di Amministrazione delle società (di seguito anche le "**Relazioni**") che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile, il Rapporto di Cambio fra le azioni di Intek e le azioni di Ergy, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 16 maggio 2017.

Abbiamo altresì ricevuto, le situazioni patrimoniali di cui all'art. 2501-*quater* del Codice Civile costituite dai bilanci di Intek e di Ergy al 31 dicembre 2016, approvati rispettivamente dal Consiglio di Amministrazione di Intek del 26 aprile 2017 e dall'Assemblea dei Soci di Ergy in data 28 aprile 2017.

Il Progetto di fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di Intek e di Ergy, che verranno convocate nel rispetto della normativa vigente.

## **2. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE**

### ***2.1 Sintesi dell'operazione***

Gli Amministratori riferiscono nelle loro Relazioni che l'operazione è finalizzata alla realizzazione di un processo di integrazione societaria di Ergy in Intek con l'obiettivo di proseguire il processo di riorganizzazione e semplificazione societaria del Gruppo Intek avviato nel corso del 2016 con le fusioni per incorporazione di KME Partecipazioni S.p.A. e di FEB - Ernesto Breda S.p.A. in Intek.

Intek potrà applicare il proprio modello di *business* ai veicoli detenuti da Ergy.

Agli azionisti di Ergy, alla luce della mancata realizzazione delle operazioni di aggregazione e integrazione societaria con operatori terzi, e della ipotesi in corso di progressiva dismissione degli impianti, la fusione permetterebbe da un lato di ampliare le prospettive del proprio investimento partecipando al collaudato modello di *business* di Intek e dall'altro di contare sulla potenziale rivalutazione del titolo Intek, che viene ritenuto sottostimato.

L'operazione è strutturata come una fusione per incorporazione di Ergy in Intek, che attualmente detiene il controllo di fatto su Ergy. Per effetto della fusione, gli azionisti di Ergy diversi da Intek riceveranno in concambio un numero di azioni ordinarie rappresentative di una partecipazione nel capitale sociale di Intek post-fusione.

### ***2.2 Società che partecipano alla fusione: incorporante***

Denominazione: INTEK Group S.p.A.

Sede legale: Milano, Foro Buonaparte n. 44

Il capitale sociale, alla data di approvazione del Progetto di Fusione, è pari a Euro 314.225.009,80, interamente sottoscritto e versato, suddiviso in n. 395.616.488 azioni, di cui n. 345.506.670 azioni ordinarie e n. 50.109.818 azioni di risparmio; entrambe le categorie di azioni sono prive di valore nominale espresso e sono ammesse alle negoziazioni presso il Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (“**MTA**”).

In base alle risultanze del Libro dei Soci e alle altre informazioni disponibili, la società Quattrodue S.p.A. detiene il 45,75% del capitale ordinario di Intek, inoltre Quattrodue Holding BV (controllante di Quattrodue S.p.A.) detiene n. 1.424.031 azioni di risparmio Intek, pari al 2,84% del capitale di categoria.

Intek non è soggetta ad attività di direzione e coordinamento ai sensi dell’artt. 2497 e ss. del codice civile da parte di Quattrodue Holding BV che ne detiene il controllo di fatto.

Intek, alla data della presente relazione, detiene complessivamente n. 5.725.373 azioni proprie, di cui n. 5.713.572 azioni ordinarie, pari al 1,65% del capitale di tale categoria, e n. 11.801 azioni di risparmio, pari al 0,02% del capitale di tale categoria.

La società è una *holding* di interessi diversificati la cui attività consiste nella gestione dei beni e delle partecipazioni in portafoglio. Il principale investimento di Intek è nella controllata KME AG che opera nel settore della produzione e commercializzazione di semilavorati in rame e sue leghe. La società possiede inoltre attività finanziarie e immobiliari, ivi incluso il fondo di *private equity* I2 Capital Partners.

Alla data della presente Relazione Intek detiene la quota di controllo di Ergy in quanto possiede n. 81.905.668 azioni ordinarie della società, pari al 49,039% del capitale sociale.

### **2.3 Società che partecipano alla fusione: incorporanda**

Denominazione: ErgyCapital S.p.A.

Sede legale: Firenze, Via dei Barucci n. 2

Il capitale sociale, alla data di approvazione del Progetto di Fusione, è pari a Euro 26.410.725,44, interamente sottoscritto e versato, suddiviso in

n.167.020.217 azioni ordinarie prive di valore nominale espresso e ammesse alle negoziazioni sul Mercato Telematico degli *Investment Vehicles* organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A (“**MIV**”).

Ergy non è soggetta ad attività di direzione e coordinamento da parte di Intek, ai sensi dell’art. 2497 e ss. del codice civile.

La società è una *holding* di gestione di partecipazioni operanti nel settore della produzione di energie rinnovabili e del risparmio energetico, in particolare nel campo fotovoltaico, biogas e geotermia.

## **2.4 Termini dell’operazione**

### **2.4.1 Profili giuridici**

Il Progetto di Fusione, che verrà sottoposto alle assemblee straordinarie dei soci, è stato approvato dagli organi amministrativi di Intek e di Ergy in data 16 maggio 2017 e prevede la fusione per incorporazione di Ergy in Intek.

La fusione viene effettuata ai sensi degli articoli 2501 e ss. del codice civile e, alla data di efficacia della stessa, comporterà l’estinzione della Società Incorporanda e il subentro a titolo universale di Intek alla Società Incorporanda, per effetto del quale Intek assumerà (una volta avvenuta l’ultima iscrizione prescritta dagli artt. 2504 e 2504**bis** del codice civile) tutte le attività e passività, come i diritti e gli obblighi di Ergy e quindi, in via esemplificativa e non tassativa, tutti i relativi beni materiali e immateriali, crediti e debiti maturati o a scadere e più in generale l’intero patrimonio della società Incorporanda senza esclusione o limitazione alcuna.

### **2.4.2 Condizioni della fusione**

Il perfezionamento dell’operazione di fusione è subordinato, oltre che all’approvazione da parte delle rispettive assemblee straordinarie di Intek ed Ergy, all’avveramento di tutte le seguenti condizioni:

- (a) che, anteriormente alla stipulazione dell’atto di fusione, non sia pervenuto un numero di dichiarazioni di recesso da parte di azionisti

di Ergy che comporti un esborso complessivo superiore ad Euro 500.000,00;

- (b) il mancato verificarsi, entro la data di stipula dell'atto di fusione ed anche nel corso e/o per effetto dell'esecuzione dell'operazione medesima e/o in concorso con o contestualmente alla stessa, (i) di 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 delle società partecipanti alla fusione e/o del Gruppo Intek, ovvero (ii) di 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 delle società partecipanti alla fusione e/o del Gruppo Intek;
- (c) la 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 o giudiziari tali da precludere, limitare o rendere sostanzialmente più onerosa, in tutto o in parte, anche a titolo transitorio, la possibilità delle società partecipanti alla fusione e/o del Gruppo Intek di eseguire la fusione e/o l'insieme delle operazioni indicate nel progetto di fusione nei termini ed alle condizioni ivi descritti;
- (d) la circostanza che gli enti creditori del Gruppo Ergy abbiano espressamente rinunciato alla facoltà di avvalersi dei rimedi risolutivi derivanti dall'esistenza di clausole di *change of control* eventualmente incluse nei contratti di finanziamento e/o leasing con le società facenti parte del Gruppo Ergy.

L'accertamento del verificarsi degli eventi dedotti nelle condizioni *sub* (b) e (c) è rimesso alla competenza del Consiglio di Amministrazione di Intek, restando inteso che, in mancanza di apposita deliberazione di accertamento da parte del Consiglio di Amministrazione di Intek prima della stipulazione dell'atto di fusione, dette condizioni sospensive dovranno intendersi avverate. Il Consiglio di Amministrazione di Intek deve parimenti intendersi competente a decidere, nell'interesse delle società risultanti dalla fusione, la rinuncia alle condizioni *sub* (a), (b) e (c) sopra

indicate. La condizione sub (d) sarà oggetto di accertamento da parte degli amministratori e/o dei legali rappresentanti di entrambe le società.

#### **2.4.3 Situazioni patrimoniali di riferimento per la fusione**

Quali situazioni patrimoniali di riferimento per la fusione, in conformità a quanto disposto dall'art. 2501-*quater* del codice civile sono stati utilizzati per Intek il progetto di bilancio al 31 dicembre 2016 approvato dal Consiglio di Amministrazione del 26 aprile 2017 e per Ergy il bilancio al 31 dicembre 2016 approvato dall'Assemblea dei Soci del 28 aprile 2017.

Intek, al 31 dicembre 2016, ha riportato a livello separato una perdita di Euro 4,4 milioni con un patrimonio netto pari ad Euro 442,2 milioni ed un indebitamento netto verso terzi della *holding* di Euro 80,4 milioni. A seguito dell'applicazione dei principi contabili delle *investment entities* i valori del bilancio consolidato sono simili a quelli del bilancio separato.

Ergy, al 31 dicembre 2016, ha riportato a livello separato una perdita di Euro 1,7 milioni, con un patrimonio netto pari ad Euro 18,3 milioni ed una posizione finanziaria netta negativa di Euro 8,2 milioni. Il bilancio consolidato del Gruppo Ergy al 31 dicembre 2016 presenta una perdita di Euro 1,4 milioni con un patrimonio netto pari ad Euro 10,7 milioni ed una posizione finanziaria netta negativa di Euro 57,7 milioni.

#### **2.4.4 Operazioni con parti correlate**

In conseguenza del rapporto di controllo di fatto esistente tra Intek ed Ergy, la fusione configura un'operazione tra parti correlate ai sensi del Regolamento Consob per le Operazioni con Parti Correlate (approvato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche). La Procedura per le Operazioni con Parti Correlate di Intek (la "Procedura") prevede un'esenzione per le operazioni infragruppo, qualora nelle società controllate controparti dell'operazione non vi siano interessi qualificati come significativi ai sensi della Procedura, e, pertanto, non viene applicata. Per Ergy, invece, la fusione rappresenta un'operazione con parti correlate di maggiore rilevanza, con conseguente applicazione dei relativi presidi. Pertanto, l'operazione è stata sottoposta al preventivo parere del Comitato per le operazioni con parti correlate di Ergy che si è espresso sull'interesse della società alla fusione e sulla correttezza e convenienza sostanziale e procedurale delle relative condizioni.

Il Comitato per le parti correlate di Ergy si è avvalso dell'assistenza di Colombo & Associati S.p.A. – Milano per la verifica del rapporto di cambio sottoposto alla approvazione del Consiglio di Amministrazione.

Nella determinazione dei valori delle società coinvolte nella fusione gli amministratori di Intek e di Ergy si sono avvalsi dell'attività dell'*advisor* indipendente EY S.p.A.

#### ***2.4.5 Modalità di assegnazione delle azioni***

L'assemblea straordinaria della Società Incorporante sarà chiamata ad approvare, a servizio della fusione, l'emissione di massime n. 18.914.322 nuove azioni ordinarie Intek senza indicazione del valore nominale, da assegnare agli azionisti Ergy diversi da Intek, a soddisfazione del Rapporto di Cambio.

Il numero massimo delle azioni di nuova emissione a servizio della fusione è così determinato, assumendo che permanga invariata la partecipazione di Intek in Ergy e la mancanza di annullamenti di azioni Ergy in virtù dell'eventuale recesso di cui al successivo paragrafo 2.4.7..

Al perfezionamento della fusione tutte le azioni di Ergy saranno annullate.

#### ***2.4.6 Rapporto di cambio e conguaglio in denaro***

Le azioni di Ergy, che saranno annullate in virtù della fusione, saranno concambiate in azioni ordinarie di Intek di nuova emissione, sulla base del seguente rapporto di cambio:

**ogni n. 4,5 azioni di Ergy da concambiare,  
assegnazione di n. 1 azione ordinaria Intek.**

Non sono previsti conguagli in denaro.

Le azioni ordinarie di Intek emesse a servizio del Rapporto di Cambio saranno quotate sul MTA al pari delle azioni ordinarie dell'Emittente in circolazione alla data di efficacia della fusione.

In conseguenza del perfezionamento della fusione, tutte le azioni di Ergy verranno annullate e quelle non possedute da Intek saranno concambiate con azioni ordinarie di Intek, secondo il Rapporto di Cambio e con le modalità di assegnazione precedentemente descritte.

#### ***2.4.7 Diritto di recesso***

Agli azionisti della Società Incorporanda che non avranno concorso alla deliberazione assembleare di approvazione del Progetto di Fusione spetterà il diritto di recesso ai sensi degli artt. 2437 e seguenti del codice civile.

Il recesso sarà efficace subordinatamente al perfezionamento della fusione.

Il valore di liquidazione delle azioni ordinarie di Ergy per le quali sarà esercitato il diritto di recesso sarà determinato dal Consiglio di Amministrazione di Ergy con applicazione del criterio previsto dall'art. 2437-ter, comma 3 del codice civile e sarà reso noto nei modi e nei termini di legge, al pari dei successivi elementi del procedimento di recesso.

#### ***2.4.8 Decorrenza degli effetti della fusione***

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.

Le operazioni della Società Incorporanda saranno imputate al bilancio della Società Incorporante e gli effetti della fusione ai fini delle imposte sui redditi saranno riferiti alla Incorporante stessa a decorrere dal primo giorno dell'anno in cui viene data attuazione alla fusione.

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

Al fine di fornire agli azionisti di Intek e di Ergy idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori di Intek e di Ergy per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza, nella circostanza, di tali metodi, sotto il

profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori delle Società a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione delle Società non abbiamo effettuato una valutazione economica di Intek e di Ergy.

Tali valutazioni sono state svolte esclusivamente dai Consigli di Amministrazione di Intek e di Ergy e dai loro consulenti incaricati.

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per determinare il Rapporto di Cambio e pertanto:

- non hanno alcuna validità per finalità diverse;
- non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sulla opportunità dell'operazione di fusione, né sulle motivazioni della fusione espresse dagli Amministratori.

Le conclusioni esposte nella presente relazione sono, inoltre, basate sul complesso delle indicazioni e considerazioni in essa contenute, pertanto, nessuna parte della relazione potrà essere considerata, o comunque utilizzata, disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

#### **4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalle società partecipanti alla fusione i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie.

A tale fine, abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione ed in particolare:

- il Progetto di fusione redatto dai Consigli di Amministrazione di Intek e di Ergy e approvato in data 16 maggio 2017, indirizzato alle rispettive Assemblee Straordinarie, che propone il seguente Rapporto di Cambio:
  - n. 1 azione ordinaria Intek di nuova emissione, ogni 4,5 azioni

Ergy, senza prevedere alcun conguaglio in denaro;

- le Relazioni redatte dai Consigli di Amministrazione di Intek e di Ergy ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile e approvate in data 16 maggio 2017, che illustrano 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;
- il documento di presentazione agli investitori dell'Operazione del 24 gennaio 2017 ("Linee Guida della fusione di Ergy Capital in Intek Group");
- i comunicati stampa e le informazioni sulla fusione rese disponibili al pubblico;
- la Relazione Finanziaria al 31 dicembre 2016 di Intek, assoggettata a revisione contabile;
- la Relazione Finanziaria al 31 dicembre 2016 di Ergy, assoggettata a revisione contabile;
- il bilancio separato assoggettato a revisione contabile ed i prospetti del bilancio consolidato al 31 dicembre 2016 di KME AG;
- perizie o relazioni di stima redatte da esperti indipendenti a supporto del fair value relativo agli altri beni o immobili di proprietà del gruppo;
- il documento valutativo predisposto dall'Advisor Ernst & Young S.p.A. (nel seguito l'"Advisor"), finalizzato a supportare i Consigli di Amministrazione di Intek e Ergy nella determinazione del rapporto di cambio: *Considerazioni sul rapporto di cambio nel contesto della ipotizzata fusione di Ergy Capital in Intek Group*, datato 15 maggio 2017, nonché la principale documentazione a supporto delle analisi effettuate;
- i documenti valutativi predisposti dall'Advisor, destinati a supportare i Consigli di Amministrazione di Intek e di Ergy nell'ambito delle valutazioni per la predisposizione dei bilanci e la stima del Net Asset Value (NAV) al 31 dicembre 2016. Più in dettaglio i documenti principali oggetto di analisi sono stati i seguenti:
  - KME AG: *Impairment test analysis for the purpose of the*

*Consolidated and Separate Financial Statements of KME Group as at 31st December 2016, datato 21 aprile 2017;*

- ERGY CAPITAL S.p.A.: *Impairment test su goodwill della GCU Fotovoltaico e della CGU Geotermia e sul valore di carico delle partecipazioni iscritte nel Bilancio d'esercizio di ErgyCapital S.p.A. al 31 dicembre 2016, datato 31 marzo 2017;*
- il Business Plan 2017-2021 di KME AG redatto dal Management della società e approvato dal Consiglio di Amministrazione della società in data 26 aprile 2017;
- i Business Plan delle CGU di Ergy relativi al Settore Fotovoltaico (2017-2032), al Settore Biogas (2017-2026) e al Settore Geotermia (2017-2019) approvati dal Consiglio di Amministrazione di Ergy in data 27 marzo 2017;
- il regolamento del prestito obbligazionario convertibile emesso da Intek;
- i verbali delle riunioni dei Consigli di Amministrazione di Intek e Ergy tenutesi in data 16 maggio 2017, aventi per oggetto l'approvazione del progetto di fusione e delle Relazioni al progetto di fusione;
- gli Statuti Sociali di Intek e Ergy;
- le informazioni relative alle quotazioni delle azioni Intek e Ergy raccolte tramite data providers specializzati;
- la relazione del Comitato per le operazioni con parti correlate di Ergy;
- la fairness opinion rilasciata in data 12 maggio 2017 dalla Colombo & Associati S.p.A., advisor del Comitato per le operazioni con parti correlate di Ergy;
- ogni altra documentazione resaci disponibile ai fini dello svolgimento dell'incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori di Intek e di Ergy, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

## **5. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTATE DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO**

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

Ai sensi e per gli effetti del comma primo e secondo dell'art. 2501-*quater* 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 2016, entrambe assoggettati a revisione legale da parte di Deloitte & Touche S.p.A..

### ***5.2 Metodologia adottata dagli Amministratori ai fini dell'analisi dei criteri selezionati per la valutazione***

I Consigli di Amministrazione di Intek e di Ergy hanno determinato il Rapporto di Cambio a seguito di una ponderata valutazione delle due società, tenendo conto della natura dell'operazione ed adottando metodi di valutazione comunemente utilizzati, anche a livello internazionale, per operazioni di tale natura per imprese operanti in questo settore ed adeguati alle caratteristiche di ciascuna società partecipante alla fusione.

Nella fusione tra società l'obiettivo della valutazione è la determinazione dei valori relativi dei capitali economici e del conseguente Rapporto di Cambio, cioè della proporzione fra il numero delle azioni della società incorporanda ed il numero delle azioni che l'incorporante assegna agli azionisti dell'incorporanda.

Lo scopo principale delle valutazioni delle società interessate da fusioni, quindi, più che la stima dei valori assoluti del capitale economico, è rappresentato dall'ottenimento di valori relativi raffrontabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Le società oggetto dell'operazione sono state pertanto valutate in base a criteri omogenei, in modo che i risultati delle analisi valutative fossero pienamente confrontabili.

Le valutazioni sono state eseguite in ipotesi di continuità aziendale e considerando le società come entità disgiunte, ovvero in un'ottica *stand-alone* sulla base dell'attuale configurazione delle società prescindendo

quindi da ogni considerazione concernente sinergie attese che possano derivare dalla fusione, prescindendo altresì dalla considerazione di premi di controllo.

La dottrina e la prassi professionale hanno sviluppato, in mancanza di formule e regole definite a cui attenersi per effettuare delle valutazioni, criteri e metodologie ritenute di generale accettazione presso gli operatori. La scelta dei criteri di valutazione dipende dunque dalla natura e dalle caratteristiche dell'azienda da valutare e dalle finalità della valutazione stessa.

La migliore prassi prevede inoltre, se possibile, l'applicazione di diversi metodi valutativi e l'individuazione di un *range* di valori a sostegno della scelta finale.

### ***5.3 Criteri di valutazione adottati dagli Amministratori***

Tenuto conto della finalità delle stime, dei criteri comunemente impiegati nelle prassi valutative nazionali ed internazionali, delle caratteristiche proprie di ciascuna società, dello status di società quotate di Intek e di Ergy, nonché della natura dell'operazione, gli Amministratori delle due società hanno determinato il Rapporto di Cambio, ed in particolare gli *Equity Value* di riferimento di Intek ed Ergy, mediante l'applicazione di due metodologie:

- il Metodo delle Quotazioni di Borsa
- il Metodo Somma delle Parti (metodo patrimoniale).

#### ***5.3.1 Metodo delle Quotazioni di Borsa***

Il metodo delle Quotazioni di Borsa consiste nel determinare il valore di un'azienda con titoli azionari quotati in Borsa pari a quello attribuito sui mercati azionari regolamentati, in base alle quotazioni trattate, a prescindere dai valori patrimoniali e reddituali, storici e prospettici.

Tale metodo risulta particolarmente efficace, specialmente in ipotesi di significativa liquidità dei titoli in esame, in quanto rappresenti con evidenza

il valore attribuito all'azienda dai potenziali investitori in concrete ipotesi di compra-vendita.

Allo scopo di attenuare gli effetti della potenziale volatilità dei prezzi dei titoli nel breve periodo, risulta inoltre opportuno tenere conto dei risultati desumibili dalle quotazioni di Borsa attraverso il calcolo di medie su diversi orizzonti temporali.

### **5.3.2 Metodo Somma delle Parti**

Tale metodo comporta la stima, a valori di mercato, di tutte le attività materiali e immateriali, singolarmente determinate, al netto delle passività.

Ai fini della determinazione dei *fair value* dei singoli *assets* sono stati adottati per le principali attività di Intek (KME AG, Ergy Capital e Culti Milano) e analogamente per le principali attività di Ergy (CGU Fotovoltaico, Geotermia e Biogas) diversi approcci, quello finanziario e quello di mercato.

Le altre attività, di minore rilevanza, sono state stimate prevalentemente con il metodo del patrimonio netto.

L'approccio finanziario è stato adottato mediante l'applicazione del metodo dei flussi di cassa (*Discounted Cash Flow*), mentre ai fini della valutazione con l'approccio di mercato si è seguito il metodo dei multipli di transazione.

- **Metodo del *Discounted Cash Flow* ("DCF")**

Il metodo DCF determina il valore di un'azienda o di un'attività economica nella sua globalità, sulla base della capacità della stessa di generare flussi di cassa. In particolare, tale criterio si basa sull'ipotesi che il valore di un'azienda o di un'attività sia pari:

- (i) al valore attuale dei flussi di cassa generati nel futuro, attualizzati a un opportuno tasso di sconto rappresentato nel caso di specie dal costo medio ponderato del capitale investito della società (Weighted Average Cost of Capital – WACC);
- (ii) di un valore terminale anch'esso attualizzato al medesimo tasso di sconto.

La formula matematica che esprime il DCF è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+WACC)^t} + \frac{VT}{(1+WACC)^n} - DF_{t0}$$

dove:

W = Valore del capitale economico (Equity Value)

FC<sub>t</sub> = Flusso di cassa operativo “*unlevered*” annuale atteso nel periodo t

VT = Valore terminale

DF = Posizione finanziaria netta e interessi di terzi al momento t=0

n = Numero dei periodi di proiezione esplicita

WACC = Costo medio ponderato del capitale

Nel dettaglio i singoli parametri rilevanti:

#### Flussi finanziari

Esprimono la dimensione finanziaria della gestione operativa di un'azienda e, pertanto, si determinano sia trasformando grandezze economiche di competenza (reddito operativo) in effettivi movimenti di risorse monetarie generati per effetto del normale svolgimento dell'attività operativa dell'azienda stessa, sia considerando gli esborsi derivanti dalla realizzazione di investimenti.

La sommatoria dei flussi di cassa operativi attualizzati esprime, di fatto, il valore complessivo del totale delle attività operative di un'impresa e quindi il valore corrente del capitale investito operativo. Ai fini della valutazione, questi flussi sono normalmente determinati al netto delle imposte.

#### Valore terminale

Nel processo valutativo non è sufficiente attualizzare i flussi finanziari previsti nel business plan dell'azienda, ma è anche necessario calcolare un valore per i flussi annuali che sono al di là della soglia di previsione analitica del business plan.

#### Costo medio ponderato del capitale

I flussi finanziari da attualizzare sono quelli di natura operativa, destinati alla remunerazione di tutti i fornitori di capitale, azionisti e terzi. Ai fini

dell'attualizzazione dei flussi finanziari e del valore residuo, deve essere pertanto utilizzato un tasso rappresentativo del costo medio del capitale investito nelle società. Sulla base della prassi e della dottrina e in particolare della tecnica valutativa del Capital Asset Pricing Model (CAPM), il Costo medio ponderato del capitale (WACC) è definito come segue:

$$WACC = Kd (1-t) \frac{D}{D+E} + Ke \frac{E}{D+E}$$

dove:

- Kd = Costo del capitale di debito al netto dell'effetto fiscale  
Ke = Costo del capitale proprio  
D = Capitale di debito  
E = Capitale di rischio  
t = Aliquota fiscale

In particolare, il costo del capitale di debito rappresenta il tasso di finanziamento a lungo termine applicabile a società o attività economiche di simile rischiosità. Il costo del capitale di rischio riflette invece il rendimento atteso dall'investitore, tenuto conto del rischio relativo dell'investimento, calcolato sulla base della teoria del *Capital Asset Pricing Model* attraverso la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

dove:

- Ke = Costo del capitale di rischio  
Rf = Tasso di rendimento atteso su investimenti privi di rischio  
 $\beta$  = Coefficiente che misura la correlazione tra i rendimenti attesi dell'investimento considerato e i rendimenti attesi del mercato azionario di riferimento  
Rm = Rendimento medio atteso su investimenti azionari del mercato azionario di riferimento.

In via generale, il tasso WACC utilizzato ai fini della stima del valore del capitale economico riflette ipotesi coerenti con i *benchmark* di mercato relativi al costo del capitale di rischio (tasso di rendimento atteso su rendimenti privi di rischio, coefficiente Beta, premio di rendimento richiesto dal mercato azionario), nonché con la struttura del capitale delle attività oggetto di valutazione.

- **Metodo dei multipli di transazione**

Il metodo dei multipli di transazioni si fonda sull'analisi delle informazioni fornite dai prezzi realizzati in transazioni recenti fuori mercato, riferite ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento e sulla successiva applicazione dei multipli di valutazione, evidenziati da tale analisi, ai valori della società oggetto di valutazione.

La metodologia deriva il valore di una società dalla valutazione attribuita in occasione di operazioni di cessione di altre società aventi caratteristiche comparabili e, in particolare, determinando il rapporto tra il valore di cessione di società comparabili e talune grandezze finanziarie (ad esempio l'EBITDA, i ricavi, i flussi di cassa) e applicando successivamente i multipli così determinati alle corrispondenti grandezze finanziarie della società oggetto di valutazione al fine di determinarne il valore.

I passaggi principali nell'applicazione di tale metodologia sono:

- (i) la definizione del campione di riferimento delle società aventi caratteristiche comparabili;
- (ii) la scelta dei multipli appropriati;
- (iii) il calcolo dei multipli per le società aventi caratteristiche comparabili e l'identificazione di un *range* di valori da applicare alla società oggetto di valutazione;
- (iv) l'applicazione dei multipli alle corrispondenti grandezze finanziarie della società oggetto di valutazione.

Il calcolo dei multipli richiede l'osservazione del valore di mercato della società, che può essere il valore del capitale economico o l'*Enterprise Value* e l'identificazione di una grandezza finanziaria coerente.

Inoltre, i valori e le grandezze finanziarie rilevanti dovrebbero subire gli aggiustamenti appropriati al fine di assicurare che i multipli siano calcolati in maniera coerente con riguardo a tutte le società del campione di riferimento, tenendo in considerazione, se necessario, le differenze nei principi contabili, nella struttura finanziaria e così via.

#### **5.4 Risultati emersi dalla valutazione degli amministratori di Intek e di Ergy**

##### **5.4.1 Considerazioni sulla natura del capitale sociale e delle azioni**

La formula relativa al Rapporto di Cambio è espressa di seguito:

$$\text{Rapporto di Cambio} = \frac{\text{Equity Value}_{\text{Intek}} / \# \text{ azioni Intek}}{\text{Equity Value}_{\text{ERGY}} / \# \text{ azioni ERGY}}$$

Allo scopo di determinare il numero delle azioni sono stati considerati i seguenti aspetti:

- Azioni ordinarie e Azioni di risparmio: Intek ha in circolazione azioni di risparmio. È pertanto necessario definire la c.d. parità interna, ossia il rapporto di concambio esistente tra azioni ordinarie e azioni di risparmio, attraverso un'analisi del contenuto patrimoniale dei loro diritti. Allo stato attuale, in caso di liquidazione i diritti delle due diverse categorie di azioni non sono differenti. Similarmente a quanto effettuato in precedenti operazioni straordinarie, si è ritenuto opportuno definire un rapporto di parità interna pari a uno tra azioni ordinarie e di risparmio della Società Incorporante;
- Azioni con voto maggiorato: la presenza nello statuto di Intek della clausola relativa al voto maggiorato è stata considerata come caratteristica dell'azionista e non delle azioni stesse;
- Azioni proprie: come da prassi, non sono state considerate nel numero di azioni ai fini della definizione del valore unitario delle azioni, nella sostanza si attribuisce il maggior valore di tali azioni rispetto al costo di iscrizione a tutti gli azionisti;
- Intek ha in circolazione un prestito obbligazionario a conversione obbligatoria dell'importo nominale complessivo di Euro 32.004.000, suddiviso in numero 4.000 obbligazioni dal valore nominale unitario di Euro 8.001 "Convertendo Intek Group S.p.A. 2012-2017". Ai fini della stima del Rapporto di Cambio, è stato considerato l'esercizio del diritto

di conversione e quindi il conseguente effetto diluitivo sul capitale sociale. E' stato altresì tenuto conto che una frazione di detto prestito obbligazionario per n. 526 obbligazioni per un importo nominale complessivo di Euro 4.208.526 risulta attualmente detenuta da Intek stessa.

#### **5.4.2 Metodo delle quotazioni di Borsa**

Ai fini delle valutazioni è stato preso in esame l'andamento delle quotazioni di Borsa relative a diversi orizzonti temporali, sia con riferimento alla data del 24 gennaio 2017 (data dell'annuncio ufficiale al mercato dell'Operazione cd. "Leak date") che al 31 dicembre 2016. Per sterilizzare la volatilità insita nei titoli azionari si è privilegiando il ricorso a medie delle quotazioni. In particolare si è fatto riferimento ad intervalli di 1, 3, 6 e 12 mesi.

Per determinare l'*Equity Value* di Intek si è fatto riferimento alla somma della capitalizzazione di borsa delle azioni ordinarie e di quelle di risparmio.

Le tabelle sottostanti riepilogano le risultanze delle analisi indicando il Rapporto di Cambio inteso come numero di azioni Ergy per ogni azioni Intek.

| <b>Data Osservazione</b> | <b>Orizzonte temporale</b> | <b>Equity Value per Azione</b> |              | <b>Rapporto di cambio</b> |
|--------------------------|----------------------------|--------------------------------|--------------|---------------------------|
|                          |                            | <b>ERGY</b>                    | <b>Intek</b> |                           |
| 31 dicembre 2016         | 12 mesi                    | 0,0544                         | 0,2370       | 4,3566                    |
| 31 dicembre 2016         | 6 mesi                     | 0,0510                         | 0,2076       | 4,0706                    |
| 31 dicembre 2016         | 3 mesi                     | 0,0524                         | 0,2060       | 3,9313                    |
| 31 dicembre 2016         | 1 mese                     | 0,0546                         | 0,2050       | 3,7546                    |
| Leak date                | 12 mesi                    | 0,0539                         | 0,2338       | 4,3377                    |
| Leak date                | 6 mesi                     | 0,0529                         | 0,2126       | 4,0189                    |
| Leak date                | 3 mesi                     | 0,0546                         | 0,2137       | 3,9139                    |
| Leak date                | 1 mese                     | 0,0562                         | 0,2252       | 4,0071                    |

I valori osservati si collocano tra un minimo di 3,75 ed un massimo di 4,36.

#### 5.4.3 Metodo Somma delle Parti

Ai fini dell'applicazione del metodo in esame è stato preso in esame quanto segue.

#### Intek

Il valore di Intek è rappresentato, per oltre l'85%, dal valore della controllata KME AG.

Ai fini della determinazione del valore di tale partecipazione secondo l'applicazione del metodo DCF è stato preso in considerazione il *Business Plan 2017-2021* redatto dal *Management* di KME AG. I flussi di cassa risultanti dal piano sono stati attualizzati al tasso di sconto WACC del 9,98%, che include una maggiorazione della percentuale dell'1,5% per ridurre l'alea connessa ai rischi intrinseci delle previsioni nonché delle deviazioni registrate in passato tra dati previsionali e dati storici.

Gli altri parametri utilizzati per il calcolo del tasso WACC sono i seguenti:

- risk free-rate: media ponderata dei bond governativi a 10 anni di ciascun paese in cui il Gruppo opera;
- *market risk premium*: pari al 5,5%, in linea con la prassi valutativa italiana;
- costo del debito: tasso swap USD a 10 anni al 31 dicembre 2016 incrementato da uno spread del 2,5%;
- *Beta unlevered*: media dei coefficienti *beta unlevered* di un campione di società quotate comparabili;
- Premio addizionale Alpha sul costo del capitale proprio pari al 4%.

Il terminal value è stato calcolato assumendo l'EBITDA di lungo periodo pari alla media dell'EBITDA di Piano degli ultimi 5 anni (periodo esplicito), ammortamenti pari agli investimenti ed utilizzando un tasso di crescita di lungo periodo "g" pari a zero.

Con riferimento all'applicazione del metodo dei Multipli di Transazione, per le società KME AG e Culti, dopo aver selezionato un *panel* di transazioni comparabili, è stato utilizzato il multiplo EV/EBTDA, considerato il più attendibile alla luce della consolidata prassi valutativa, per aziende operanti in *business* simili. Nello specifico, ai fini della determinazione del valore di KME AG è stato utilizzato un moltiplicatore pari a 9,32 e l'EBITDA 2016 pari ad Euro 63 milioni.

Dopo aver determinato i valori di Intek con i metodi DCF e dei Multipli, gli Amministratori hanno calcolato la media aritmetica di tali due valori, allo scopo di ponderare le stime di crescita del piano KME AG (riflesse nel metodo DCF) con valori storici (riflessi nel metodo dei multipli). La scelta di tale metodologia, da parte dell'*advisor*, è attribuibile alla necessità di attenuare la crescita prevista nel Piano KME (riflessa nel metodo DCF) con valori storici (riflessi nel metodo dei multipli) anche alla luce (i) degli scostamenti tra i dati *actual* e di budget di KME, nonché (ii) delle stime del Piano 2017-2021 al rialzo rispetto alla versione del Business Plan precedente.

I risultati ottenuti, posta la minor rischiosità delle valutazioni di Ergy, sono stati integrati delle risultanze di scenari alternativi (*stress test*) utilizzando ulteriori parametri quali un aumento del tasso di sconto applicato ai flussi di KME (+1,0% e successivamente +1,4%). L'ultimo scenario approssima il valore di patrimonio netto di Intek che esprime a *fair value* le proprie attività.

### **Ergy**

Ai fini dell'applicazione del metodo DCF è stato preso in considerazione, per la CGU Fotovoltaico, il Piano Finanziario 2017-2032 redatto dal *management* di Ergy. Il periodo del piano è rappresentativo della vita utile degli impianti fotovoltaici, per cui non è stato calcolato alcun valore terminale.

Analogamente si è proceduto per la CGU Biogas, con un Piano finanziario 2017-2026, mentre per la CGU Geotermia il piano è relativo al triennio 2017-2019 (in tale caso prevedendosi e calcolando però il *terminal value*).

Il tasso di sconto utilizzato per la CGU del Fotovoltaico, di gran lunga la più significativa, è pari, al netto delle imposte, al 5,13%. Il tasso di sconto è stato stimato sulla base del costo medio del capitale di settore calcolato partendo dal tasso di interesse di mercato del 1,76% (Risk-free rate pari al BTP decennale al 31 dicembre 2016), ipotizzando un rapporto D/E (Debt/Equity) pari a 3,25.

Con riferimento all'applicazione del metodo dei Multipli di Transazione, sono state fatte le medesime considerazioni fatte per Intek ed è stato utilizzato un multiplo tecnico EV/MW, quindi il moltiplicatore è stato applicato alla potenza totale in MW degli impianti di proprietà di Ergy. Tale moltiplicatore, pari a 3,68, è stato applicato alla potenza totale, espressa in MW, degli impianti fotovoltaici di proprietà di Ergy corrispondente a 18,105.

Anche per Ergy, coerentemente con l'approccio seguito per Intek, gli Amministratori hanno determinato il valore risultante dalla media aritmetica dei due metodi (DCF e Multipli di Transazione). Valgano pertanto le medesime considerazioni fatte per Intek.

Per maggiori dettagli sui dati utilizzati per la determinazione dei valori secondo il Metodo Somma delle Parti si rinvia alle Relazioni degli Amministratori.

### **Valutazioni con il Metodo Somma delle Parti**

La tabella seguente riepiloga i risultati ottenuti:

| <b>Metodo</b>           | <b>Equity Value per Azione</b> |              | <b>Rapporto di cambio</b> |
|-------------------------|--------------------------------|--------------|---------------------------|
|                         | <b>ERGY</b>                    | <b>Intek</b> |                           |
| DCF - caso base         | 0,1104                         | 1,2616       | 11,4275                   |
| Multipli di transazione | 0,0790                         | 1,0430       | 13,2025                   |
| Media                   | 0,0950                         | 1,1520       | 12,1263                   |
| DCF - stress test 1     | 0,1104                         | 1,1245       | 10,1857                   |
| DCF - stress test 2     | 0,1104                         | 1,0760       | 9,7464                    |

I valori ottenuti si posizionano tra un minimo di 9,75 e un massimo di 13,20.

#### **5.4.4 Sintesi dei risultati raggiunti dagli Amministratori in merito al valore delle Società partecipanti alla fusione**

Gli Amministratori riportano che, sulla base delle risultanze delle valutazioni, come precedentemente riportate, è stato indicato da parte dell'*advisor* un intervallo di valori del Rapporto di cambio, riferito al numero di azioni Ergy in cambio di 1 azione Intek di nuova emissione, compreso tra 4 (espressione del Metodo delle Quotazioni di Borsa) e 10 (espressione del Metodo della Somma delle Parti). In quest'ultimo caso sono state considerate anche le risultanze degli *stress test* più prudenziali per Intek alla luce delle considerazioni indicate in precedenza.

#### **6. DIFFICOLTÀ' DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI**

Gli Amministratori riportano che le principali difficoltà incontrate nella valutazione delle società coinvolte nella fusione sono sinteticamente le seguenti:

- ricorso all'effettuazione di stime e di assunzioni soprattutto per il metodo del *Discounted Cash Flow*. Non è possibile prevedere che tali stime ed assunzioni, pur basandosi sull'esperienza e conoscenza, nonché sui dati storici disponibili, saranno effettivamente mantenute o confermate. Si citano, ad esempio, gli scostamenti rilevati tra i dati *actual* e quelli di *budget* elaborati dal *Management* di KME AG negli ultimi 3 anni;
- limitata comparabilità delle società oggetto di analisi con riguardo al portafoglio degli investimenti detenuto ed allo stadio di valorizzazione degli stessi;
- presenza di categorie diverse (azioni ordinarie e di risparmio) all'interno dell'azionariato di Intek;
- complessità dello strumento finanziario Prestito Convertendo e connesse considerazioni relative alla determinazione del Rapporto di Cambio;

- scarsa significatività delle quotazioni di borsa di Intek ed Ergy rispetto ai principali *competitors* quotati e mancata copertura da parte degli analisti per entrambe i titoli.

Le predette oggettive difficoltà di valutazione sono state oggetto di attenta considerazione nello svolgimento delle analisi e ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

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

Tenendo conto dei risultati derivanti dall'applicazione delle metodologie di valutazione, della natura di società quotata di entrambe le società oggetto dell'operazione di fusione e del diritto di recesso spettante agli azionisti di Ergy, i Consigli di Amministrazione di Intek e Ergy, preso atto delle conclusioni contenute nel parere rilasciato dal Comitato per le Operazioni con parti correlate di Ergy, hanno deciso di adottare il seguente Rapporto di Cambio:

- ogni n. 4,5 azioni di Ergy da concambiare, assegnazione di n. 1 (una) azione ordinaria Intek (il "**Rapporto di Cambio**").

Tale valore approssima il valore massimo ottenuto dall'applicazione del metodo delle Quotazioni di Borsa, che è stato ritenuto nella fattispecie il più idoneo, visto che si tratta di due società entrambe quotate .

Il Rapporto di Cambio così determinato produce gli stessi effetti di un aumento di capitale di Intek condotto sugli attuali valori di borsa acquisendo comunque a sconto le attività di Ergy. Tale Rapporto di Cambio produce un limitato effetto diluitivo per i soci di Intek in considerazione dei rapporti dimensionali delle due società coinvolte e della quota di partecipazione in Ergy da parte di Intek stessa.

Le principali considerazioni che hanno condotto i due Consigli di Amministrazione a questa scelta possono così essere riassunte:

- minimizzazione dell'uscita di cassa legata al potenziale recesso degli azionisti di Ergy;

- riduzione dei fenomeni di arbitraggio tra i titoli coinvolti che potrebbero alterare l'andamento delle quotazioni;
- interesse di Intek alla gestione diretta delle attività di Ergy e dei relativi benefici.

Non sono previsti conguagli in denaro.

## **8. LAVORO SVOLTO**

Relativamente ai metodi adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei loro consulenti, per la stima del valore delle società e quindi, del Rapporto di Cambio, abbiamo svolto un esame critico dei metodi seguiti, raccogliendo elementi utili per accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Rapporto di Cambio, preservando il criterio dell'omogeneità valutativa.

Abbiamo inoltre svolto, tra le altre, le seguenti procedure:

- esaminato il Progetto di fusione e le relazioni illustrative redatte dagli Amministratori di Intek e di Ergy ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile;
- esaminato il bilancio individuale e il bilancio consolidato al 31 dicembre 2016 di Intek, corredati dalle relazioni del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e della società di revisione;
- esaminato il bilancio individuale e il bilancio consolidato al 31 dicembre 2016 di Ergy, corredati dalle relazioni del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e della società di revisione;
- esaminati il bilancio separato e i prospetti del bilancio consolidato al 31 dicembre 2016 di KME AG;
- verificate le informazioni relative alle quotazioni delle azioni Intek e Ergy raccolte tramite *data providers* specializzati;

- analizzato le proiezioni economico-finanziarie di KME AG per il periodo 2017-2021, redatte dal management della Società, e approvate dal Consiglio di Amministrazione in data 26 aprile 2017;
- verificate le assunzioni e la costruzione dei piani stand-alone delle società attraverso l'analisi e l'esame dei dettagli di piano forniti, il confronto con il management e con i consulenti che hanno assistito gli Amministratori;
- discusso con la società di revisione Deloitte & Touche il lavoro svolto in relazione alla revisione contabile dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2016 di Intek e di Ergy;
- discusso con l'Advisor EY le assunzioni e le metodologie utilizzate nelle valutazioni adottate ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- esaminate le risultanze del Comitato per le operazioni con parti correlate di Ergy riportate nella relativa relazione;
- esaminate con l'Advisor del Comitato operazioni con parti correlate di Ergy, Colombo & Associati S.p.A., le assunzioni e la documentazione a supporto della Fairness opinion rilasciata in data 12 maggio 2017;
- esaminato gli statuti sociali attualmente in vigore delle società partecipanti alla fusione;
- verificate le sensitivity analysis svolte, con l'obiettivo di accertare quanto il Rapporto di Cambio prescelto sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- verificata l'accuratezza dei calcoli matematici delle valutazioni utilizzate ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio dagli Amministratori con l'ausilio dei loro consulenti;
- esaminato il documento di presentazione agli investitori dell'Operazione del 24 gennaio 2017 ("Linee Guida della fusione di Ergy Capital in Intek Group");

- esaminato i comunicati stampa e le informazioni sulla fusione rese disponibili al pubblico da Intek e da Ergy;
- esaminato le proiezioni economico-finanziarie di Ergy, relativamente alla CGU Fotovoltaico per il periodo 2017 – 2032 alla CGU Biogas (2017-2026) e alla CGU Geotermia (2017-2019) redatte dal management di Ergy;
- reperito ed analizzato le informazioni pubbliche considerate rilevanti ai fini dell'applicazione delle metodologie valutative selezionate, inclusi i dati di mercato relativi al campione di transazioni comparabili, le ricerche e analisi finanziarie pubblicate da istituti specializzati e banche d'affari;
- raccolto, attraverso colloqui con il management e la società di revisione, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di riferimento delle situazioni patrimoniali sopra menzionate, che possano avere un effetto significativo per le finalità dell'incarico conferitoci;
- analizzato ogni altra documentazione resaci disponibile ai fini dello svolgimento dell'incarico;
- ottenuto altresì un'attestazione da parte dei rappresentanti legali delle due società partecipanti alla fusione che, per quanto a loro conoscenza, alla data della presente relazione non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

## **9. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITA' DELLE STIME PRODOTTE**

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori economici relativi alle singole società oggetto della fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei

ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, stima pertanto non utilizzabile per finalità diverse.

Nelle valutazioni di 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 unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte, particolarmente nell'attuale contesto di mercato, quali stime del valore assoluto delle società interessate per operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite.

Ciò premesso, le principali considerazioni relative ai metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze del caso di specie, sono le seguenti:

- i metodi valutativi adottati sono comunemente accettati ed utilizzati dalla prassi professionale e di mercato, sia a livello nazionale che internazionale, e sono condivisi dalla teoria finanziaria ed aziendalistica nell'ambito delle valutazioni di società con caratteristiche assimilabili a quelle in oggetto;
- i metodi utilizzati sono stati individuati nel rispetto di un principio generale di omogeneità ed applicati con modalità coerenti tra le due società, operando con la finalità di esprimere valori confrontabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- i metodi sono stati applicati con riferimento alle due società considerate distintamente ed in ipotesi di autonomia, ovvero prescindendo dai possibili effetti derivanti dalla fusione;
- nello specifico, il Metodo delle Quotazioni di Borsa che determina il valore dell'azienda in base alla capitalizzazione di Borsa, ove applicabile, dovrebbe di norma costituire la migliore approssimazione del valore dell'azienda *as is*. Le opportune considerazioni fatte dagli amministratori circa la significatività della liquidità del titolo, inferiore alle medie esaminate con particolare riguardo per Intek, non impediscono di privilegiare tale metodologia, laddove ci si trovi in presenza di entrambe le società oggetto di valutazione con titoli

azionari negoziati nei mercati regolamentati, a differenza di quanto accaduto in precedenti operazioni di fusione;

- il Metodo della Somma delle Parti, con applicazione del metodo DCF per la valutazione degli assets principali, presenta significative difficoltà dovute non solo alla ricorrente aleatorietà dei piani futuri, ma anche alla diversa affidabilità dei dati previsionali riferiti alle partecipazioni più significative. I piani futuri di KME AG per Intek, hanno infatti storicamente evidenziato scostamenti significativi rispetto ai dati actual, mentre quelli relativi alla CGU Fotovoltaico per Ergy trovano riscontro più obiettivo nella capacità produttiva disponibile degli impianti. A riprova di ciò il tasso di sconto dei piani KME AG include una maggiorazione appositamente stimata per ridurre il rischio di previsioni errate;
- anche il Metodo della Somma delle Parti, con applicazione della Metodologia dei Multipli di Transazione, presenta incertezze dovute alle differenti fonti utilizzate per il calcolo dei multipli di transazione (moltiplicatore dell'EBTDA per KME AG, moltiplicatore dei MW per Ergy);
- il Metodo della Somma delle Parti, con applicazione della media aritmetica dei valori risultanti dai due metodi utilizzati per la valutazione dei principali assets (DCF e Multipli di transazione) viene applicato di fatto per mitigare le incertezze connesse in particolare all'applicazione del metodo DCF, già precedentemente esposte;
- il Rapporto di cambio è stato determinato in base al valore unitario attribuito alle azioni Intek e Ergy, calcolato suddividendo il valore attribuito alle società per il numero di azioni rappresentative del capitale sociale. A tale scopo, con particolare riferimento ad Intek, gli Amministratori hanno correttamente preso in considerazione, per determinare il numero delle azioni su cui ripartire il valore della società, le seguenti circostanze che caratterizzano il capitale sociale di Intek:
  - l'esistenza di azioni di risparmio
  - la presenza di azioni proprie in portafoglio
  - l'esistenza della clausola di voto maggiorato nello statuto di Intek
  - l'esistenza di un prestito obbligazionario convertibile.

Le considerazioni riportate dagli Amministratori in merito alle suddette caratteristiche sono da noi condivise. Con particolare riguardo alle azioni di risparmio gli Amministratori hanno considerato che i diritti patrimoniali ad esse attribuiti non sono diversi da quelli delle azioni ordinarie in caso di liquidazione della società ed hanno pertanto stimato il valore attribuibile alle azioni di risparmio pari a quello delle azioni ordinarie, ipotizzando quindi un rapporto di parità interna. L'approccio seguito dagli amministratori, conforme ad altre deliberazioni assunte in passato in occasione di operazioni analoghe, può essere ritenuto accettabile, stante le motivazioni addotte. Come indicato nel Progetto di fusione la sua realizzazione è condizionata, oltre a quanto previsto dalla normativa vigente sulla fusione in merito alle delibere assembleari ed alle opposizioni da parte dei creditori, alle condizioni riportate al paragrafo 2.4.2 della presente relazione a cui si rinvia;

- si richiama, per completezza di informazione, la clausola del diritto di recesso. Agli azionisti di Ergy è riconosciuto infatti il diritto di recesso, ai sensi degli artt. 2437 e seguenti del codice civile, nel caso in cui non abbiano concorso alla deliberazione assembleare di approvazione del Progetto di Fusione. Il recesso sarà efficace subordinatamente al perfezionamento della fusione, si ricorda in particolare che il Consiglio di Amministrazione di Intek si è riservato la condizione di non dare esecuzione all'operazione di fusione, qualora l'esborso relativo all'esecuzione dei recessi dovesse eccedere la somma di euro 500.000,00. Il valore di liquidazione delle azioni ordinarie di Ergy per le quali sarà esercitato il diritto di recesso sarà determinato dal Consiglio di Amministrazione di Ergy con applicazione del criterio previsto dall'art. 2437-ter, comma 3 del codice civile e sarà reso noto nei modi e nei termini di legge, al pari dei successivi elementi del procedimento di recesso.

## **10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO**

Nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti dalle società partecipanti alla fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo.

Oltre a quanto già indicato dagli Amministratori, relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, segnaliamo quanto segue:

- l'applicazione del Metodo delle Quotazioni di Borsa presuppone l'esistenza di un mercato di borsa efficiente, privo di costi di transazione rilevanti e di perturbazioni. In determinate circostanze i prezzi negoziati possono essere influenzati da situazioni di crisi generalizzate, inoltre un limitato numero di scambi, cioè una scarsa liquidità del titolo, può indicare un fattore di non rappresentatività dei prezzi di borsa rispetto agli effettivi valori dei capitali economici delle aziende;
- gli Amministratori hanno adottato, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, delle metodologie di valutazione basate anche sull'utilizzo di previsioni economico-finanziarie prospettiche. Tali dati prospettici contengono per loro natura, elementi d'incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti di contesto di mercato, normativo e dello scenario macroeconomico. Tali proiezioni sono state analizzate sotto il profilo della ragionevolezza complessiva e della continuità ed omogeneità dei principi contabili applicati, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di valutazione previsionale;
- gli Amministratori affermano di aver individuato il Rapporto di Cambio attraverso un confronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei diversi metodi valutativi, senza peraltro esplicitare tutti gli elementi di calcolo che li hanno condotti all'identificazione del puntuale Rapporto di Cambio prescelto. In proposito segnaliamo che lo scostamento tra il rapporto di cambio individuato e la media dei valori minimo e massimo risultante dall'applicazione del metodo prescelto (Quotazioni di Borsa) è di circa il 10%;
- gli Amministratori, nella determinazione del Rapporto di Cambio risultante dall'applicazione dei diversi metodi valutativi utilizzati, non hanno indicato i valori assoluti risultanti da tali metodologie.

Le suddette difficoltà sono state oggetto di una attenta considerazione nella predisposizione della presente relazione.

## 11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro e dei limiti specifici incontrati nell'espletamento del presente incarico, come illustrati nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Intek e di Ergy, anche sulla base delle indicazioni dei loro consulenti, siano adeguati, in quanto nella circostanza, ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati al fine della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di fusione, pari a:

**n. 1 azione ordinaria Intek di nuova emissione,  
ogni 4,5 azioni Ergy,  
senza prevedere alcun conguaglio in denaro.**

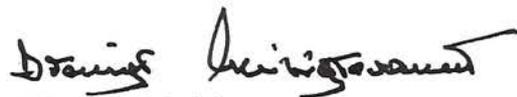
Milano, 22 maggio 2017

Baker Tilly Revisa S.p.A.



Giacomo Bianchi  
Socio Procuratore

Baker Tilly Revisa S.p.A.



Dionigi Crisigiovanni  
Socio Procuratore