

PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE

DI CFT S.P.A. IN GLENALTA S.P.A.

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE  
SUL RAPPORTO DI CAMBIO DELLE AZIONI AI SENSI  
DELL'ART. 2501-*SEXIES* DEL CODICE CIVILE

<i>INDICE</i>	<i>Pag.</i>
<b>1. OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO.....</b>	<b>1</b>
<b>2. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE.....</b>	<b>2</b>
<b>3. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE.....</b>	<b>3</b>
<b>4. STRUTTURA DEI CAPITALI SOCIALI.....</b>	<b>6</b>
<b>5. MODALITA' DI SVOLGIMENTO DELL'OPERAZIONE RILEVANTE.....</b>	<b>10</b>
<b>6. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA.....</b>	<b>15</b>
<b>7. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO.....</b>	<b>17</b>
<b>8. DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI.....</b>	<b>24</b>
<b>9. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI.....</b>	<b>25</b>
<b>10. SINTESI DEI RISULTATI – RAPPORTI DI CAMBIO.....</b>	<b>30</b>
<b>11. LAVORO SVOLTO.....</b>	<b>32</b>
<b>12. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITA' DELLE STIME PRODOTTE.....</b>	<b>36</b>
<b>13. LIMITI RICONTRATI NELLO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO.....</b>	<b>39</b>
<b>14. CONCLUSIONI.....</b>	<b>40</b>



**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE  
SUL RAPPORTO DI CAMBIO DELLE AZIONI AI SENSI  
DELL'ART. 2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE**

Agli Azionisti di CFT S.p.A.

e

Agli Azionisti di GLENALTA S.p.A.

**1. OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO**

Nel quadro della prospettata Fusione per incorporazione (nel seguito anche "**la Fusione**") di CFT S.p.A. (di seguito anche "**CFT**" o "Incorporanda") in Glenalta S.p.A. (di seguito anche "**GLENALTA**" o "Incorporante"), in data 8 febbraio 2018 siamo stati nominati dal Tribunale di Milano, su istanza congiunta di CFT e di GLENALTA (di seguito congiuntamente, anche "**le Società**"), quale esperto comune per la redazione della relazione (di seguito "**la Relazione**") sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni della società Incorporante con le azioni della società Incorporanda (di seguito "**il Rapporto di Cambio**") ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del Codice Civile.

A tal fine, abbiamo ricevuto dalle Società il progetto di Fusione per incorporazione di CFT in GLENALTA (di seguito "**il Progetto di Fusione**") approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 27 febbraio 2018, corredato dalle relazioni degli Amministratori (di seguito "**le Relazioni degli Amministratori**") che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art 2501-*quinquies* del Codice Civile, il rapporto di cambio delle azioni, nonché i bilanci intermedi al 31 ottobre 2017 di CFT e di GLENALTA, approvati dai Consigli di Amministrazione rispettivamente in data 15 gennaio 2018 e in data 11 gennaio 2018, che includono le situazioni patrimoniali previste dall'art. 2501-*quater* del Codice Civile.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di CFT e GLENALTA, che verranno convocate al fine di assumere le deliberazioni di cui all'articolo 2502 del Codice Civile.

Con l'approvazione del Progetto di Fusione, l'Assemblea Straordinaria di GLENALTA sarà anche chiamata a deliberare sull'adozione di un nuovo statuto sociale con effetti dalla data di efficacia della Fusione come da testo allegato alle Relazioni degli Amministratori.

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

Al fine di fornire agli Azionisti di CFT e GLENALTA idonee informazioni sul Rapporto di Cambio delle azioni, la presente Relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori delle due Società 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 due Società a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di CFT e di GLENALTA, anche sulla base delle indicazioni dei consulenti utilizzati dalle rispettive Società, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società coinvolte nella prospettata Fusione. Tali valutazioni sono state svolte esclusivamente dai Consigli di Amministrazione delle due Società.

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 delle due Società 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 stessa espresse nelle Relazioni degli 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.

### **3. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE**

L'operazione ha per oggetto la Fusione per incorporazione di CFT in GLENALTA, ai sensi e per gli effetti degli art. 2501 e seguenti del Codice Civile, fatta eccezione per l'art. 2501 bis del Codice Civile.

#### ***GLENALTA***

GLENALTA è una *special purpose acquisition company* (SPAC) di diritto italiano con sede a Milano, con azioni quotate sul mercato dell'AIM, costituita in data 22 maggio 2017 da un gruppo di professionisti, soci fondatori, con l'unico obiettivo di realizzare entro il termine del 24° mese di calendario successivo alla data di avvio delle negoziazioni delle proprie azioni ordinarie (poi avvenuto in data 19 luglio 2017) una operazione rilevante (di seguito anche "Operazione Rilevante") per tale intendendosi un'acquisizione di una società, impresa, azienda o ramo di azienda, con qualsiasi modalità effettuata, ivi incluse operazioni di fusione o conferimento ed anche in combinazione con l'acquisto o la sottoscrizione di partecipazioni.

GLENALTA dispone ora di risorse finanziarie pari a circa 98 milioni di euro, raccolte da investitori in sede di ammissione alla quotazione e depositate in un conto bancario vincolato da destinare, in conformità al proprio oggetto sociale, al finanziamento dell'Operazione Rilevante, mediante l'aggregazione con una

società *target* italiana, da realizzare nei tempi previsti statutariamente (*business combination*).

A decorrere dalla data della quotazione, le attività di GLENALTA sono state pertanto esclusivamente finalizzate alla ricerca di una potenziale società *target* che fosse in linea con i criteri generali individuati nella politica di investimento della Società, così come descritta nel prospetto informativo per l'ammissione alla quotazione, approvato da Consob e pubblicato in data 12 luglio 2017 (il **“Prospetto di Quotazione”**).

Nella ricerca del soggetto *target* l'attenzione del management è stata rivolta, in coerenza con le politiche di investimento preventivamente definite, all'acquisizione di partecipazioni in una o più società italiane di medie dimensioni non quotate, ad alto potenziale di crescita operanti, sia a livello nazionale che internazionale, in settori quali: meccanica di precisione, *healthcare*/farmaceutico, arredamento, *luxury, fashion*, elettronica, *food & beverage, consumer & retail*, logistica e trasporti, distribuzione, benessere e cosmetica, che necessitano di risorse finanziarie a supporto dei propri piani di crescita a livello nazionale e internazionale e con l'obiettivo di conseguire il consolidamento/integrazione di *business* complementari e la facilitazione dello sviluppo internazionale.

GLENALTA ha individuato CFT quale potenziale *target* con cui perseguire, nel medio termine, obiettivi di sviluppo nel settore del *processing*, del *packaging* e del *sorting machinery* a condizione che venga realizzata l'Operazione tra dette società e quindi l'iniezione delle significative risorse finanziarie a disposizione di GLENALTA, e la quotazione, tramite fusione per incorporazione, della società derivante dalla *Combined Entity*, dapprima sull'AIM e, in tempi tecnici possibili, sul mercato primario di Borsa Italiana (MTA), con conseguenti benefici sulla Posizione Finanziaria Netta e sul merito creditizio, nonché sulla *corporate governance* del Gruppo.

**CFT**

CFT è una società produttiva con sede a Parma, che disegna, progetta e produce macchinari, linee complete e sistemi chiavi in mano destinati prevalentemente alla vendita ad aziende del settore agro-alimentare. La società è nata nel 1945, ha un assetto proprietario familiare e nel tempo è cresciuta e si è diversificata anche mediante acquisizioni.

Le principali caratteristiche di CFT, come descritte nella Relazione degli Amministratori, sono le seguenti:

- (a) società tra i leader europei nel settore di riferimento, caratterizzata da un forte *know how* nel *packaging, processing* e *sorting* principalmente nel *food & beverage*, con un network di distribuzione capillare;
- (b) presenza internazionale sia in termini di vendite che di produzione;
- (c) buona capacità di proteggere i margini da distribuzione attraverso la diversificazione dei prodotti, dei mercati e dei canali.

CFT è altresì a capo di un Gruppo con partecipazioni in Italia e all'estero, sia produttive che commerciali, con un fatturato annuo consolidato di circa 200 milioni di euro (dato provvisorio relativo all'esercizio 2017). Alla data odierna CFT detiene direttamente e/o indirettamente le seguenti partecipazioni maggioritarie:

controllate rilevanti

- (a) 75% di Raytec Vision S.p.A.;
- (b) 60% di Rolec GmbH, società tedesca;
- (c) 100% di CFT Ukraine LLC, società ucraina;



*altre controllate*

- (d) 100% di RAL Immobiliare S.r.L.;
- (e) 100% di Labs S.r.L.;
- (f) 100% di Gev Ejendomme Aps, società danese;
- (g) 100% di CFT Packaging USA società americana;
- (h) 100% di CFT Tianjin, società cinese;
- (i) 100% di CFT India, società indiana;
- (j) 99% di CFT Brazil, società brasiliana;
- (k) 75% di Levati Food Tech S.r.L.;
- (l) 70% di Technagro, società francese.

I soci di riferimento di CFT, che detengono il capitale sociale della stessa tramite alcune società di partecipazioni, hanno a loro volta espresso il proprio interesse a realizzare l'aggregazione con GLENALTA (e, quindi, la quotazione su un mercato borsistico), anche al fine di perseguire un'ulteriore crescita per linee esterne del proprio gruppo, caratterizzato da vocazione internazionale.

#### **4. STRUTTURA DEI CAPITALI SOCIALI**

##### **CFT**

Ad oggi il capitale sociale di CFT è pari a euro 7.500.000, suddiviso in n. 7.500.000 azioni ordinarie (le "Azioni Ordinarie CFT") del valore nominale di euro 1 cadauna, detenute per il 30% da RPC S.r.L. (società riconducibile a Roberto Catelli), per il 30% da A.E.A. S.r.L. (società riconducibile a Adele Catelli), per il 30% da Ma.Li. S.r.L. (società riconducibile a Livia Catelli) e per il restante 10% da F.B. Capital Investments S.r.L. (società riconducibile a Alessandro Merusi).

##### **GLENALTA**

Alla data della presente relazione, il capitale sociale di GLENALTA è pari a





euro 11.800.000, rappresentato da n. 9.800.000 azioni ordinarie negoziate all'AIM e da n. 200.000 azioni speciali sottoscritte in misura diversa da sei soci promotori, entrambe prive di indicazione del valore nominale.

Le azioni speciali hanno, tra le altre, la caratteristica di venire convertite automaticamente in Azioni Ordinarie, con un rapporto di 6 Azioni Ordinarie per ciascuna Azione Speciale posseduta, come segue:

- i) quanto a n. 66.666 Azioni Speciali (pari ad 1/3 del totale) nel caso di perfezionamento dell'Operazione Rilevante e decorso il 7° giorno di borsa aperta successivo alla data di efficacia dell'Operazione Rilevante;
- ii) quanto a ulteriori n. 66.667 Azioni Speciali (pari ad 1/3 del totale) nel caso in cui, nel periodo compreso tra la data dell'Assemblea dei Soci di approvazione dell'Operazione Rilevante e il decorso di 48 mesi dalla data di efficacia dell'Operazione Rilevante, il prezzo ufficiale delle Azioni Ordinarie negoziate sull'AIM Italia, per almeno 15 giorni su 30 giorni di borsa aperta consecutivi, sia maggiore o uguale a euro 11,00 per Azione Ordinaria;
- iii) quanto ad ulteriori n. 66.667 Azioni Speciali (pari ad 1/3 del totale) nel caso in cui nel periodo indicato sub ii), il prezzo ufficiale delle Azioni Ordinarie negoziate sull'AIM Italia, per almeno 15 giorni su 30 giorni di borsa aperta consecutivi, sia maggiore o uguale a euro 12,00 per azione ordinaria.

Fermo restando che, qualora gli eventi ai punti i) e/o ii) che precedono si verificano dopo la data dell'Assemblea di approvazione dell'Operazione Rilevante e prima della data di efficacia dell'Operazione Rilevante medesima, la conversione delle relative Azioni Speciali sarà comunque eseguita decorso il 7° giorno di borsa aperta successivo alla data di efficacia dell'Operazione Rilevante.



Decorsi 48 mesi dalla data dell'Assemblea dei Soci di approvazione dell'operazione Rilevante, per ogni Azione Speciale residua, non già convertita automaticamente ai sensi della fattispecie di cui ai precedenti punti ii) e iii), si otterrà in conversione n. 1 Azione Ordinaria, senza modifica alcuna dell'entità del capitale sociale.

Per maggiori dettagli sulle Azioni Speciali si rinvia a quanto riportato nel Progetto di Fusione.

Nel contesto del processo di quotazione, l'Assemblea Straordinaria dei Soci del 7 giugno 2017 di GLENALTA ha inoltre deliberato, tra l'altro, un aumento di capitale di massimi nominali euro 146.829 mediante emissione di massime n. 1.468.290 azioni ordinarie senza indicazione del valore nominale, con parità contabile di emissione di euro 0,10, al servizio della conversione di n. 5.000.000 *Warrant*, i cui termini e condizioni sono dettagliati nel rispettivo regolamento, di cui:

- i) n. 100.000 *Warrant* già emessi ed assegnati gratuitamente a CFO SIM (Nomad di GLENALTA) contestualmente ai *Warrant* di cui al successivo punto ii);
- ii) n. 1.960.000 *Warrant*, già emessi e assegnati in abbinamento alle Azioni Ordinarie GLENALTA sottoscritte nell'ambito dell'Offerta delle azioni poi negoziate all'AIM, nel rapporto di 2 *warrant* ogni 10 Azioni Ordinarie sottoscritte. I *warrant* sono ammessi in quotazione all'AIM Italia separatamente dalle Azioni Ordinarie;
- iii) i restanti n. 2.940.000 *Warrant* da emettere e assegnare gratuitamente in favore di coloro che saranno azionisti di GLENALTA il giorno antecedente la data di efficacia dell'Operazione Rilevante, nel rapporto di 3 *Warrant* ogni 10 Azioni Ordinarie Possedute e, in ogni caso, con esclusione di coloro che abbiano esercitato il diritto di recesso in relazione a tale operazione.

I portatori di *warrant* potranno esercitare l'opzione di acquisto al prezzo di sottoscrizione di 0,10 euro per azione, a partire dal 3° giorno di borsa aperta del secondo mese di calendario che segue la data di efficacia dell'Operazione Rilevante. Il rapporto di esercizio, cioè il numero, anche frazionato, di azioni di compendio sottoscrivibili (cioè le azioni ordinarie rinvenibili dall'aumento di capitale in favore dei possessori di *warrant* e al servizio dei medesimi) a fronte dell'esercizio di un *warrant*, sarà uguale a:

$$\frac{\text{Prezzo Medio Mensile} - \text{Prezzo Strike}}$$

$$\frac{\text{Prezzo Soglia} - \text{Prezzo di Sottoscrizione Azioni}}$$

Nel caso in cui alla data di efficacia dell'Operazione Rilevante si verifichi la Condizione di Accelerazione (cioè il prezzo medio mensile delle azioni ordinarie risulti superiore al cosiddetto prezzo soglia stabilito in euro 13,30), il rapporto di esercizio sarà il seguente:

$$\frac{\text{Prezzo soglia} - \text{Prezzo Strike}}$$

$$\frac{\text{Prezzo Soglia} - \text{Prezzo di Sottoscrizione Azioni}}$$

Per maggiori dettagli si rinvia al documento "Regolamento dei *warrant* Glenalta S.p.A." pubblicato sul sito della società.

***Diritto di recesso per gli azionisti non favorevoli all'Operazione Rilevante***

Come descritto in dettaglio nel Prospetto di Quotazione, i titolari di Azioni Ordinarie non favorevoli alla proposta di Operazione Rilevante presentata dal Consiglio di Amministrazione di GLENALTA e rappresentata dalla prospettata Fusione, avranno il diritto di recedere dalla Società ai sensi dell'art. 2437 e seguenti del Codice Civile e, nel contesto della relativa procedura di liquidazione delle azioni, vendere alla Società, che avrà il corrispondente obbligo di acquistare, utilizzando riserve disponibili ai sensi dell'art. 2437-*quater* 5°

comma del Codice Civile, tutte o parte delle Azioni Ordinarie detenute.

Il valore di liquidazione delle azioni ordinarie GLENALTA viene determinato ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile e in conformità al disposto dell'articolo 8 dello Statuto Vigente e gli Amministratori riportano nelle loro relazioni che l'esborso sarà pari al prezzo di liquidazione stabilito dal Consiglio di Amministrazione di GLENALTA, pari a euro 10,00 per Azione Ordinaria, moltiplicato per il numero di azioni, che sarà compreso tra zero (scenario di recesso minimo) e n. 3.034.001 (scenario di recesso massimo).

Inoltre, ai sensi dell'art. 14.3 dello Statuto Sociale, la deliberazione dell'Assemblea Straordinaria dei soci che approvi il cambiamento dell'oggetto sociale in relazione al perfezionamento dell'Operazione Rilevante è risolutivamente condizionata all'avveramento di entrambe le seguenti condizioni:

- l'esercizio del diritto di recesso da parte di tanti soci che rappresentino almeno il 33% del capitale sociale ordinario;
- il completamento del procedimento di liquidazione di tali soci recedenti, ai sensi dell'art. 2437-*quater* del Codice Civile.

## **5. MODALITA' DI SVOLGIMENTO DELL'OPERAZIONE RILEVANTE**

### ***Master Agreement***

In data 27 febbraio 2018 CFT e GLENALTA hanno sottoscritto un accordo quadro al fine di disciplinare, tra l'altro, i termini e le condizioni relativi alla realizzazione della Fusione (di seguito "Master Agreement").

Il Master Agreement prevede, tra l'altro, quanto segue:

- CFT provvederà, antecedentemente alla Fusione, al perfezionamento di

uno scorporo del proprio patrimonio immobiliare e dell'indebitamento finanziario ad esso connesso, mediante scissione societaria parziale proporzionale di CFT a favore di più veicoli societari di proprietà degli attuali azionisti di CFT. Nell'ambito della scissione l'Assemblea di CFT convertirà il 100% delle azioni ordinarie della medesima, rappresentative dell'intero capitale sociale di CFT in azioni a voto plurimo post scissione CFT senza valore nominale, che verranno successivamente convertite in azioni della Combined Entity a seguito e per effetto della Fusione, secondo il rapporto di cambio individuato dagli Amministratori. Il capitale sociale di CFT post scissione ammonterà a euro 2.104.512,00, rappresentato da n. 7.500.000 azioni a voto plurimo, prive di valore nominale.

- Successivamente alla scissione CFT, lo stesso giorno di stipula dell'Atto di Fusione, (ma antecedentemente alla stipula del medesimo) GLENALTA e gli Azionisti CFT sottoscriveranno un contratto di compravendita di partecipazioni societarie avente ad oggetto il trasferimento a GLENALTA da parte degli Azionisti CFT di n. 777.202 azioni a voto plurimo CFT per un importo complessivo di euro 10 milioni.
- Come già riportato al precedente paragrafo 4, l'esercizio del diritto di recesso da parte di tanti soci di Glenalta, prima della delibera dell'Assemblea Straordinaria di approvazione della Fusione, che rappresentino almeno il 33% del capitale sociale ordinario, costituisce causa risolutiva all'esecuzione dell'Operazione Rilevante.
- Gli Amministratori hanno anche deliberato, tra le altre cause risolutive, le circostanze che il bilancio consolidato di CFT relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2017 non venga approvato entro il 30 aprile 2018 e/o non venga comunicato entro 3 giorni di calendario successivi alla rispettiva approvazione, ovvero, alternativamente, (i) l'EBITDA Consolidato e/o l'utile Netto Consolidato e/o La Posizione Finanziaria

Netta Consolidata di CFT determinati sulla base del bilancio consolidato CFT relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2017 siano, rispettivamente, inferiori (per quanto riguarda l'EBITDA Consolidato e l'Utile Netto Consolidato) o superiore (per quanto riguarda la Posizione Finanziaria Netta Consolidata) rispetto ai dati economico-patrimoniali-finanziari rilevanti, approvati dal Consiglio di Amministrazione di CFT in data 27 febbraio 2018 (i "*Financial Highlights*") per un ammontare superiore al 5% del singolo parametro di riferimento comunicato ai sensi dei *Financial Highlights*.

A seguito dell'approvazione da parte delle assemblee straordinarie del progetto di Fusione, si darà luogo alla Fusione per incorporazione di CFT in GLENALTA, mediante annullamento delle azioni da questa detenute a seguito dell'acquisizione di cui sopra e l'emissione delle azioni in concambio delle residue azioni detenute dagli azionisti di CFT. La società incorporata quindi si estinguerà, mentre la Combined Entity cambierà, tra l'altro, la denominazione in CFT e l'oggetto sociale.

L'aumento di capitale al servizio della Fusione riguarderà azioni ordinarie e un certo numero di azioni a voto plurimo, ciascuna delle quali incorporerà un diritto di voto pari a 3 voti in relazione a tutte le deliberazioni di competenza Assembleare in sede sia ordinaria che Straordinaria. Tali azioni a voto plurimo saranno vincolate da clausole di *lock-up* (divieto di trasferimento per 48 mesi) e nel diritto a ricevere dividendi a determinate condizioni.

Secondo quanto previsto nel Master Agreement a determinati Amministratori e dipendenti di CFT saranno assegnate gratuitamente azioni ordinarie della Combined Entity di nuova emissione, pari al 5% del capitale sociale complessivo della Combined Entity (cd. Azioni Premianti), entro la data di approvazione del bilancio della medesima al 31 dicembre 2022, al verificarsi di alcune condizioni connesse alla performance del prezzo del titolo in borsa (cd. Condizione di Accelerazione analoga a quanto previsto per i *warrant*), dell'EBITDA consolidato



e della PFN consolidata.

Ad esito della Fusione, sulla base di quanto indicato nel Master Agreement e tenuto in ogni caso conto del possibile effetto diluitivo eventualmente derivante dall'esercizio dei *warrant* e dalla conversione delle azioni speciali, gli Azionisti CFT complessivamente considerati risulteranno titolari, in ogni caso di una partecipazione nella Combined Entity non inferiore al 50%+1 dei diritti di voto in Assemblea.

L'Incorporante subentrerà nei rapporti giuridici della Incorporanda a partire dalla data in cui la Fusione avrà efficacia giuridica, come indicato nell'atto di Fusione. A fini civilistici, contabili e fiscali gli effetti della Fusione avranno decorrenza dal 1° gennaio 2018.

#### ***Progetto di Fusione***

In data 27 febbraio 2018 i Consigli di Amministrazione delle due Società hanno approvato il Progetto di Fusione e predisposto le Relazioni degli Amministratori che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile, il rapporto di cambio delle azioni.

La Fusione verrà deliberata, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2501-*quater* del Codice Civile, sulla base:

- (a) della situazione patrimoniale di GLENALTA relativa al periodo intercorrente tra il 1° gennaio 2017 ed il 31 ottobre 2017, approvata dal Consiglio di Amministrazione di GLENALTA in data 11 gennaio 2018, e
- (b) della situazione patrimoniale di CFT relativa al periodo intercorrente tra il 1° gennaio 2017 ed il 31 ottobre 2017, approvata dal Consiglio di Amministrazione di CFT in data 15 gennaio 2018 e proformata per tener conto degli effetti della Scissione CFT.



Gli Amministratori sono pervenuti e hanno individuato il seguente Rapporto di Cambio (il “**Rapporto di Cambio**”):

**ogni n. 1 (una) Azione a voto plurimo CFT,  
n. 1,3129 (uno virgola tremilacentotrentanove) azioni ordinarie  
della Combined Entity di nuova emissione e/o  
Azioni a Voto Plurimo Combined Entity di nuova emissione**

Fermo restando il numero complessivo di azioni di nuova emissione della Combined Entity da assegnare agli Azionisti CFT, pari a 8.826.361, il numero di Azioni Ordinarie e di Azioni a Voto Plurimo varierà al variare del numero dei recessi che potrebbero essere esercitati dagli Azionisti di GLENALTA, secondo la seguente formula matematica:

- **Il numero delle Azioni a Voto Plurimo – sul presupposto che, in applicazione del rapporto di cambio, gli Azionisti CFT vengano a detenere, ciascuno per la propria quota, complessivamente n. 8.826.361 azioni della Combined Entity – sarà complessivamente pari al minore tra i seguenti valori:**
  - (a)  $4.383.277 - (8.451.499 * (\% \text{ di recesso dei soci GLENALTA}))$ ; e**
  - (b) 3.000.000.**

Le azioni ordinarie della Combined Entity di nuova emissione saranno negoziate sull'AIM, mentre le azioni a Voto Plurimo non saranno ammesse alla negoziazione sull'AIM né su altri mercati regolamentati.

Gli Amministratori di GLENALTA nella loro Relazione illustrativa informano gli azionisti del fatto che, con riferimento alle disposizioni relative alle società quotate di cui al TUF e ai regolamenti di attuazione emanati dalla Consob in materia di offerta pubblica di acquisto obbligatoria, trova applicazione l'ipotesi di esenzione disciplinata dall'art. 49, comma 1, lett. G) del Regolamento Emittenti (meccanismo del c.d. “*withewash*”) per cui il mutamento della



compagine azionaria della incorporante a seguito della Fusione non comporterà per gli Azionisti (complessivamente considerati) nel contesto dell'operazione medesima, alcun obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto, rivolta a tutti i possessori di azioni ordinarie dell'incorporante, sulla totalità delle azioni ordinarie medesime ammesse alle negoziazioni sull'AIM in loro possesso.

## **6. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA**

Nello svolgimento del nostro incarico abbiamo ottenuto direttamente dalle Società i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie.

Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- il Progetto di Fusione e le Relazioni degli Amministratori di CFT e di GLENALTA, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 27 febbraio 2018 ed indirizzati alle rispettive Assemblee Straordinarie, che propongono, con riferimento alle situazioni patrimoniali al 31 ottobre 2017, il Rapporto di Cambio individuato dagli Amministratori;
- il Master Agreement sottoscritto in data 27 febbraio 2018 tra GLENALTA e gli azionisti CFT, con relativi allegati;
- il documento "Considerazioni Valutative relative a CFT" emesso da Kaleidos Corporate Finance a supporto delle valutazioni e delle determinazioni dei Consigli di Amministrazione del 27 febbraio 2018;
- il documento "Valutazioni di Glenalta ai fini del rapporto di concambio" di GLENALTA elaborato a supporto delle valutazioni e delle determinazioni dei Consigli di Amministrazione del 27 febbraio 2018;
- il rapporto di Due Diligence Contabile ("Project CFT") emesso da KPMG S.p.A. in data 14 febbraio 2018;



- i rapporti di Due Diligence Fiscale (“Due diligence tax report”) emesso da Ludovici, Piccone e Partner in data 8 marzo 2018;
- il rapporto di Due Diligence Legale emesso dallo Studio Legale Gatti Pavesi Bianchi in data 27 febbraio 2018;
- il Bilancio d'esercizio consolidato e separato al 31 dicembre 2016 di CFT, corredato delle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione PWC;
- il bilancio intermedio al 31/10/2017 di GLENALTA, con relativa relazione della società di revisione KPMG;
- la relazione consolidata intermedia del Gruppo CFT al 31/10/2017, con relativa relazione della società di revisione PWC;
- la relazione consolidata intermedia del Gruppo CFT al 31/10/2017, proformata con gli effetti della scissione immobiliare;
- il Business Plan del gruppo CFT riferito al periodo 2017-2022, predisposto dal management della società;
- il documento “Gruppo CFT – Stime di risultato al 31 dicembre 2017 – *Financial Highlights*” approvato dal Consiglio di Amministrazione di CFT in data 27 febbraio 2018;
- l'andamento delle quotazioni di borsa delle Azioni e dei *warrant* GLENALTA;
- le informazioni contabili, extracontabili e gestionali, i dettagli di calcolo, i dati e le informazioni ottenuti dagli Amministratori e da questi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio;

- le Visure Camerali Ordinarie delle società partecipanti alla Fusione;
- lo Statuto vigente della società Incorporanda e lo statuto vigente e quello post-Fusione della società Incorporante, questi ultimi allegati al Progetto di Fusione;
- i libri sociali delle società GLENALTA e CFT;
- il Prospetto Informativo relativo all'ammissione alla quotazione di GLENALTA sull' AIM;
- il Regolamento dei "Warrant GLENALTA";
- la documentazione di varia natura a supporto delle ipotesi finanziarie della valutazione di CFT.

Le Società partecipanti alla Fusione, ai fini della predisposizione della relazione ai sensi dell'articolo 2501-*sexies* del Codice Civile, hanno messo anticipatamente a nostra disposizione la documentazione di cui sopra, anche in versione di bozza, ed in particolare i documenti e le risultanze concernenti la determinazione del Rapporto di Cambio.

Abbiamo infine ottenuto dagli Amministratori delle due Società attestazione che, per quanto a loro conoscenza, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

#### **7. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO**

Gli Amministratori delle Società coinvolte nell'operazione di Fusione, in considerazione delle diverse caratteristiche delle Società stesse, hanno ritenuto ragionevole utilizzare metodi di valutazione differenti, selezionati



tra quelli ritenuti più appropriati per esprimere il valore delle entità coinvolte nella Fusione.

### ***Scelta dei metodi e dei criteri di valutazione***

Nella Fusione tra le 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 e 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 devono pertanto essere valutate in base a criteri coerenti, in modo che i risultati delle analisi valutative siano pienamente confrontabili.

Si precisa inoltre che i valori relativi di CFT e GLENALTA sono stati determinati in ipotesi di continuità aziendale e prescindendo da ogni considerazione di carattere economico e finanziario relativa agli effetti della Fusione. Le società partecipanti alla Fusione sono state valutate come entità separate (cosiddetta ottica *stand-alone*), a prescindere da qualsiasi valutazione dei potenziali effetti della Fusione sull'entità risultante.

### ***Descrizione delle metodologie utilizzate***

Tenuto conto delle finalità delle stime, dei criteri comunemente impiegati nella prassi valutativa nazionale e internazionale, delle caratteristiche proprie di ciascuna società, dello *status* peculiare di GLENALTA (che si configura come un veicolo di investimento), i Consigli di Amministrazione hanno applicato le seguenti metodologie di valutazione:



- per CFT:
  - il metodo del *Discounted Cash Flow* ("DCF") quale metodo principale;
  - il metodo dei Multipli di società comparabili quotate e il metodo dei Multipli di transazione nel settore specifico, quali metodi di controllo.
  
- per GLENALTA:
  - il metodo del *Net Asset Value* ("NAV").

*Metodo del "Discounted Cash Flow"*

Gli Amministratori, con riferimento a CFT, hanno adottato il DCF quale metodo principale al fine di determinare il valore del capitale della società, in considerazione delle caratteristiche di tale metodo quali la flessibilità e la capacità di cogliere e valutare la generazione di cassa, la redditività, la crescita e il profilo di rischio specifici della società.

Il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF) prevede l'attualizzazione dei flussi monetari che la società sarà in grado di generare e stima il valore economico di un'azienda sulla base dei seguenti aggregati:

- flussi di cassa operativi, intendendo per tali quelli generati dalla gestione caratteristica della società, previsti nel periodo esplicito preso in considerazione dai piani industriali dell'azienda;
  
- flusso di cassa c.d. "*terminal value*", inteso come il flusso che la società sarà in grado di generare in perpetuo nel periodo di tempo che va oltre il periodo esplicito del piano industriale.



Il valore ottenuto sommando le due grandezze appena descritte, opportunamente attualizzate ad un tasso che tenga conto del profilo di rischio specifico per l'azienda, rappresenta un flusso c.d. "unlevered" in quanto non tiene conto della struttura finanziaria della società oggetto di valutazione; il metodo DCF prevede pertanto che tali flussi siano rettificati per l'importo della posizione finanziaria netta della società, alla data di riferimento della valutazione.

Devono infine essere apportate le necessarie rettifiche per tenere conto di ulteriori elementi valutativi non già presi in considerazione nell'ambito della stima dei flussi di cassa operativi; si fa ad esempio riferimento alla presenza di c.d. "surplus assets" (es. partecipazioni non di controllo) e/o a rettifiche eseguite per tenere conto della presenza di interessi di minoranza.

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

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

$R_m =$  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.

#### *Metodi dei Multipli di Mercato*

Secondo il metodo dei Multipli di società quotate comparabili, il valore di una società dipende dalle indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione. Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di Borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

Data la natura di tale metodo, risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, fra le società incluse nel campione di riferimento e le società oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è, infatti, strettamente dipendente dalla confrontabilità delle società che costituiscono il campione. I titoli prescelti devono inoltre presentare un buon grado di liquidità e non riguardare società i cui corsi potrebbero essere influenzati da particolari situazioni contingenti.

Gli Amministratori segnalano che non esistono società quotate, in Italia o all'estero, perfettamente comparabili con CFT. Purtroppo è stato costruito



un campione di società italiane ed estere quotate di varie dimensioni che, sebbene differiscano da CFT per tipologia di business, mercato/i di riferimento, dimensioni e struttura, operano nel medesimo settore della società. La scelta dei multipli ritenuti maggiormente significativi per l'analisi è stata effettuata sulla base delle caratteristiche proprie del settore e dell'attuale contesto di mercato. A tal fine sono stati selezionati quali multipli maggiormente significativi l'ENTERPRISE VALUE/EBITDA e l'ENTERPRISE VALUE/REVENUES.

Analogamente al metodo dei Multipli di società quotate comparabili, il metodo dei Multipli di transazioni prende in esame le grandezze rilevate in occasione di operazioni societarie di società assimilabili, in quanto operanti nello stesso settore di CFT o in settori affini, sulla base delle informazioni disponibili. Permangono le analoghe difficoltà di valutazione, nell'ambito di tale metodo rispetto a quello dei Multipli di società quotate, derivante dalla scelta del campione di società oggetto di transazioni.

#### *Metodo del Net Asset Value*

Il metodo del Net Asset Value ("NAV") è comunemente utilizzato nella valutazione di società per le quali il patrimonio costituisce l'elemento preponderante del valore dell'azienda; il metodo del NAV determina il valore del capitale in base al valore equo di ciascuna delle attività e passività finanziarie della società disgiuntamente considerate. Per "valore equo" si intende il valore di realizzo delle attività e di estinzione delle passività al netto degli effetti fiscali eventualmente applicabili. Si tratta di un metodo di tipo patrimoniale semplice.

Gli Amministratori segnalano che la scelta di adottare il metodo del NAV per la valutazione di GLENALTA è stata determinata dalla particolare natura della società, che si configura quale veicolo di investimento e il cui asset principale è costituito dalla rilevante liquidità raccolta al momento della

quotazione sul AIM.

Gli Amministratori hanno altresì deciso di non considerare il valore di mercato delle azioni GLENALTA in quanto le quotazioni al listino AIM Italia si riferiscono a un numero di scambi relativamente limitato conclusi nell'ambito di un mercato non regolamentato.

#### **8. DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI**

Gli Amministratori di CFT e di GLENALTA hanno evidenziato nelle loro Relazioni di aver incontrato taluni limiti e difficoltà, che possono così sintetizzarsi:

- a motivo del relativamente limitato numero di scambi delle azioni GLENALTA conclusi nell'ambito del mercato AIM, gli Amministratori non hanno ritenuto opportuno utilizzare, in sede di determinazione del Rapporto di Cambio, i prezzi espressi da questi scambi;
- la valutazione del Gruppo CFT è basata non solo sui dati economici consuntivi relativi al periodo dal 1° gennaio al 31 ottobre 2017, ma anche su dati economici prospettici utilizzati per l'applicazione del metodo DCF (metodo di valutazione principale) e che sottendono, per loro natura, alcuni elementi di incertezza. Pertanto, eventuali scostamenti che si manifestassero nei prossimi esercizi tra i risultati previsti e quelli effettivi potrebbero avere effetti anche significativi sulle stime proposte;
- i moltiplicatori utilizzati dagli Amministratori per la valutazione del Gruppo CFT con il Metodo dei Multipli di mercato (metodo di controllo) sono stati calcolati sulla base dei prezzi di borsa dei titoli



delle società maggiormente comparabili con CFT le quali, tuttavia, presentano differenze talvolta significative, per il profilo dimensionale e il portafoglio di attività svolte, rispetto a CFT;

- valgono infine le considerazioni generali relative alla complessità ed aleatorietà riferibili alle scelte riguardanti la determinazione di valori previsionali, significativi a fini valutativi, tipiche dell'applicazione del metodo finanziario.

## **9. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI**

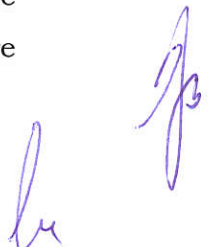
Come descritto nelle Relazioni degli Amministratori, il Rapporto di Cambio è stato definito in funzione delle valutazioni di seguito descritte.

### ***CFT – metodo Discounted Cash Flow***

La data di riferimento della valutazione è il 31 dicembre 2017. In mancanza di un bilancio consolidato sottoposto a revisione contabile, la società ha messo a disposizione dati sintetici al 31/12/2017.

Il metodo del DCF, utilizzato ai fini della stima del valore di CFT, è stato adottato basandosi preliminarmente sul piano industriale 2017-2022, elaborato dal Management di CFT sulla scorta di assunzioni economico-finanziarie, nell'ipotesi che CFT continui ad operare autonomamente (ipotesi *stand alone*). Il periodo di previsione analitica è stato poi esteso agli anni dal 2023 al 2026 mediante la stima di crescita inerziale delle principali componenti di costo e di ricavo (di fatto trattasi di una valutazione sintetica).

I flussi utilizzati dagli Amministratori per la stima dell'Enterprise Value (EV) sono i Free Cash Flows cioè i flussi monetari netti della gestione caratteristica, depurati delle influenze dei movimenti collegati alla gestione finanziaria ed alla gestione extra-caratteristica, al fine di esprimere il valore



dell'azienda in relazione ai flussi monetari generati prevalentemente dalle scelte gestionali.

Il patrimonio residuale ("*terminal value*" così come definito in precedenza) è stato determinato attualizzando il flusso di cassa dell'ultimo periodo di previsione del piano ad un tasso di attualizzazione, come nel seguito definito, rettificato del tasso di crescita perpetua stimato nell'1,5%.

I singoli flussi di cassa come precedentemente descritti, ivi incluso il *terminal value*, sono stati attualizzati in base ad un tasso rappresentativo del costo medio ponderato del capitale dell'azienda, pari al 10,51%, calcolato come media ponderata del costo dei mezzi di terzi e del costo opportunità del capitale di rischio (WACC).

Al risultato del procedimento di attualizzazione dei flussi, chiamato valore delle attività operative o *Enterprise Value* ("EV"), sono state apportate le seguenti rettifiche, al fine di determinare l'*Equity Value* dell'azienda:

- sottratto algebricamente il valore della Posizione Finanziaria Netta normalizzata del Gruppo CFT al 31 dicembre 2017;
- sottratto il valore del patrimonio di pertinenza di terzi, cioè degli interessi di minoranza correlati alle società controllate, non partecipate dal Gruppo CFT in misura totalitaria (Raytec Vision S.p.A., Levati Food Tech e Technagro).

I dati dei flussi di cassa e della PFN sono stati elaborati tenendo conto delle seguenti assunzioni:

- la società controllata Rolec GMBH, attualmente posseduta al 60% è stata considerata integralmente, cioè al 100%, in funzione di un'opzione call di acquisto della rimanente quota di capitale, a valori pre-determinati,

come se l'opzione fosse già stata esercitata.

- Si è tenuto conto, come se fosse stata già realizzata, dell'operazione di scissione immobiliare propedeutica all'operazione, e dei conseguenti riflessi sugli affitti passivi e sulla PFN.
- La PFN è stata "normalizzata" applicando un fattore di correzione del Capitale Circolante Operativo, per tener conto della ciclicità del CCO nel corso dell'anno solare, calcolato in base alla media trimestrale del CCO rilevata nell'ultimo periodo.
- Come precedentemente riportato sono stati calcolati e dedotti dall'EV i patrimoni di minoranza delle società controllate parzialmente da CFT. A tale scopo si è proceduto ad una separata valutazione della società controllata Raytec S.p.A. con il metodo del DCF, stante la rilevanza dell'EBITDA della società nel contesto del Gruppo, mentre per le altre controllate Levati Food Tech e Technagro le *minorities* sono state stimate in base ai multipli relativi a transazioni comparabili.
- Nella determinazione della PFN si è tenuto conto del TFR maturato dai dipendenti del Gruppo CFT alla data del 31 dicembre 2017.

La valutazione effettuata dagli Amministratori con il metodo del DCF ha evidenziato i seguenti valori di CFT:

ENTERPRISE VALUE	=	122 Milioni di euro
EQUITY VALUE	=	96,5 Milioni di euro.

#### ***CFT – metodo dei Multipli di Mercato***

Come già indicato in precedenza, il metodo dei Multiplo di Mercato è stato adottato dagli Amministratori quale metodo di controllo.

I moltiplicatori utilizzati per la valutazione di CFT, desunti da una selezione di società *comparables*, sono stati i valori medi delle metriche EV/EBITDA e EV/REVENUES, pari, con riferimento ai dati stimati per l'esercizio 2017, rispettivamente a 17,2 e 2,1.

Gli Amministratori hanno ritenuto che il multiplo più significativo, in termini di equilibrio della valutazione, sia quello dell'EV/EBITDA atteso per il 2017, ma hanno altresì tenuto conto che i multipli riportati al paragrafo precedente siano stati calcolati considerando i valori di mercato delle società *comparables* al 28 dicembre 2017, data in cui i valori erano particolarmente elevati.

Ai fini della valutazione è stato preso a riferimento il multiplo degli ultimi 36 mesi, a cui è stato applicato uno sconto ricompreso tra il 40% e il 55%, in ragione prevalentemente del diverso grado di rischio del business e della differente liquidità dei titoli azionari delle società quotate rispetto a CFT.

Sulla base di tali considerazioni gli Amministratori hanno determinato un multiplo EV/EBITDA in un *range* tra il 6,4x e il 8,5x.

A fini meramente di controllo degli altri due metodi finora utilizzati, è stata fatta un'analisi sulle transazioni di un *panel* di società operanti nel medesimo settore o in settori affini a quello di CFT, sulla base delle informazioni disponibili, che evidenzia un multiplo medio del campione EV/EBITDA pari a 6,68x.

Sulla base delle analisi fin qui descritte gli Amministratori hanno determinato i valori dell'*Enterprise Value* risultante dall'applicazione del metodo DCF, nonché del Metodo dei multipli di mercato, quale metodo di controllo.

Sulla base dei multipli rilevati (valore medio) si è proceduto quindi al calcolo degli intervalli di EV, in una forchetta del +/- 10% del valor medio,

pervenendo ai risultati riportati nella tabella seguente:

<i>Valuation multiples</i>				<i>Enterprise value interval</i>		
	<i>Lower bound</i>	<i>Average</i>	<i>Upper bound</i>	<i>Lower bound</i>	<i>Delta min/max</i>	<i>Upper bound</i>
<b><i>Recent transactions</i></b>						
EV/EBITDA LTM	6,01x	6,68x	7,35x	118,5	26,3	144,9
<b><i>Trading comparables</i></b>						
EV/EBITDA LTM	6,40x	7,45x	8,50x	126,2	41,4	167,6
<b><i>DCF</i></b>						
EV/EBITDA 2017E	5,58x	6,20x	6,82x	110,0	24,5	134,5

Considerate le profonde differenze del campione dei *comparables* rispetto a CFT e la limitata attitudine del metodo dei multipli di transazione nella stima del valore di una società in una prospettiva di quotazione, gli Amministratori ritengono che il riscontro dei metodi di controllo rispetto a quello principale del DCF sia soddisfacente.

#### ***CFT – conclusioni sulla valutazione***

Sulla base dei criteri descritti nei due precedenti paragrafi e del processo negoziale, gli Amministratori hanno attribuito a CFT un valore patrimoniale ai fini della Fusione pari ad euro 96,5 milioni.

E' stato quindi calcolato il valore unitario per azione CFT dividendo il valore complessivo di CFT per il numero di azioni a voto plurimo, rappresentative del capitale sociale della Società alla data di riferimento della Fusione, pari a n. 7.500.000, pervenendo alla determinazione di un valore unitario delle azioni CFT, ai fini della Fusione, di euro 12,87.



***GLENALTA – Metodo Net Asset Value (“NAV”)***

Ai fini dell'applicazione del metodo del NAV, adottato per la valutazione di GLENALTA per le motivazioni spiegate nei precedenti paragrafi, gli Amministratori hanno considerato i seguenti aggregati patrimoniali/elementi valutativi riferiti alla data del 31 ottobre 2017:

- le attività costituite prevalentemente da liquidità e da crediti, anche in corso di formazione;
- le passività prevalentemente di natura commerciale, in parte non ancora iscritte a bilancio, ma che includono tutte quelle riferibili in via esclusiva alla valutazione e propedeutiche al perfezionamento dell'Operazione.

Il *fair value* di attività e passività è pari al valore nominale, ovvero al valore contabile delle poste già iscritte in bilancio.

***GLENALTA – conclusioni sulla valutazione***

Sulla base del procedimento descritto nel precedente paragrafo, il Net Asset Value di GLENALTA è determinato dagli Amministratori pari a euro 98,0 milioni.

Considerato che il capitale sociale di GLENALTA è costituito da n. 9.800.000 azioni ordinarie e da n. 200.000 azioni speciali, entrambe senza indicazione del valore nominale, per un totale di n. 10.000.000 azioni, il NAV per azione indicato dagli Amministratori è pari a euro 9,80.

**10. SINTESI DEI RISULTATI – RAPPORTI DI CAMBIO**

Sulla base dei valori unitari delle azioni CFT e delle azioni GLENALTA, i Consigli di Amministrazione hanno proceduto alla determinazione del Rapporto di Cambio sulla base della seguente formula:





**ogni n. 1 (una) Azione a voto plurimo CFT,  
n. 1,3129 (uno virgola tremilacentotrentanove) azioni ordinarie  
della Combined Entity di nuova emissione e/o  
Azioni a Voto Plurimo Combined Entity di nuova emissione**

Gli Amministratori delle Società, secondo quanto convenuto nel Master Agreement, hanno inteso garantire ai soci CFT la maggioranza dei voti nell'Assemblea dei soci, anche nelle ipotesi di diluizione del capitale sociale della Combined Entity, in conseguenza dell'esercizio dell'opzione da parte dei possessori di *warrant*, della conversione delle azioni speciali e dell'emissione gratuita delle azioni premianti.

Sulla base dei diversi possibili scenari futuri è stato considerato il numero delle azioni a voto plurimo necessarie per assicurare una percentuale dei voti sul totale di quelli in Assemblea della Combined Entity da un minimo del 52,34% (nella ipotesi di conversione totale e con recesso pari a zero) ad un massimo del 63,30% (nella ipotesi di conversione limitata alla prima tranche di azioni speciali con recesso massimo).

Fermo restando il numero complessivo di azioni di nuova emissione della Combined Entity da assegnare agli Azionisti CFT, pari a 8.826.361, il numero di Azioni Ordinarie e di Azioni a Voto Plurimo varierà al variare del numero dei recessi che potrebbero essere esercitati dagli Azionisti di GLENALTA, secondo la seguente formula matematica:

- **Il numero delle Azioni a Voto Plurimo – sul presupposto che, in applicazione del rapporto di cambio, gli Azionisti CFT vengano a detenere, ciascuno per la propria quota, complessivamente n. 8.826.361 azioni della Combined Entity – sarà complessivamente pari al minore tra i seguenti valori:**
  - (a) **4.383.277 – (8.451.499\*(% di recesso dei soci GLENALTA)); e**
  - (b) **3.000.000.**



Il numero definitivo della azioni ordinarie ed a voto plurimo, quale risultante dall'applicazione della suddetta formula a seguito della determinazione dei recessi eseguiti, sarà reso noto mediante apposito comunicato stampa.

## **11. LAVORO SVOLTO**

### ***Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata, menzionata al precedente paragrafo 6***

Come indicato in precedenza, le situazioni patrimoniali al 31 ottobre 2017 di CFT e GLENALTA, approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione, sono state assoggettate a revisione limitata rispettivamente dalle società di revisione PWC e KPMG e sono state assunte quali situazioni patrimoniali ai sensi dell'art. 2501-quater del Codice Civile.

In relazione alle predette situazioni patrimoniali, abbiamo effettuato colloqui con i revisori contabili di CFT e di GLENALTA e svolto gli approfondimenti ritenuti necessari, tramite incontri con i rispettivi referenti, finalizzati a rilevare i principi contabili utilizzati e i fatti salienti concernenti la redazione delle situazioni contabili prese a riferimento ai fini della determinazione del concambio di Fusione; abbiamo inoltre effettuato, con le Direzioni di entrambe le Società, le discussioni e gli approfondimenti ritenuti necessari per approfondire le poste di bilancio esposte nelle predette situazioni patrimoniali, anche con riferimento alle variazioni intervenute rispetto al bilancio d'esercizio 2016, limitatamente a CFT.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci.

Abbiamo inoltre raccolto, attraverso discussione con le Direzioni di entrambe le Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la



chiusura delle situazioni patrimoniali ex art. 2501-*quater* che potrebbero avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del nostro esame e ci è stato confermato che, dalla data di chiusura delle predette situazioni patrimoniali alla data di emissione della presente Relazione, non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica della valutazione delle Società partecipanti alla Fusione e/o una modifica del Rapporto di Cambio.

Con riferimento al piano industriale di CFT 2017/2022 e alle conseguenti previsioni dei flussi di cassa, fermi restando le incertezze e i limiti connessi a ogni tipo di dato previsionale, abbiamo discusso con la Direzione della Società le principali caratteristiche del processo di previsione e i criteri utilizzati per la redazione del citato piano. Abbiamo in particolare analizzato, nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, i seguenti aspetti:

- ragionevolezza delle *assumptions* a supporto dei piani previsionali, con particolare riferimento alle ipotesi di crescita, sia previste nel periodo esplicito che con riferimento al periodo oltre il piano industriale;
- coerenza dei criteri adottati per la previsione dei flussi di cassa con quelli adottati per la redazione delle situazioni patrimoniali e dei bilanci storici della Società;
- ragionevolezza dei parametri prescelti per la stima del tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa.

Per la determinazione del NAV di GLENALTA, oltre alle procedure svolte sulle poste patrimoniali al 31 ottobre 2017 rilevanti ai fini della valutazione, abbiamo altresì analizzato le rettifiche apportate al NAV riferite in particolare dalle attività e dalle passività non ancora iscritte in bilancio, ma stimate fino alla data di efficacia prevista della Fusione.

Considerando le finalità dell'incarico conferitoci, con riferimento alla redazione delle situazioni patrimoniali delle due Società e del piano industriale di CFT, e per le conseguenti previsioni dei flussi di cassa, non sussistono motivi per ritenere che le assunzioni fatte dagli Amministratori non siano ragionevoli.

***Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio***

Abbiamo svolto un esame delle metodologie seguite dagli Amministratori per la determinazione del valore delle due Società e per la conseguente determinazione, da parte degli Amministratori, del Rapporto di Cambio, verificando l'idoneità tecnica, nelle specifiche circostanze, dei suddetti metodi.

Abbiamo ripercorso le suddette metodologie utilizzate dagli Amministratori, verificandone la ragionevolezza, sulla base della prassi e della dottrina più diffuse, e la corretta applicazione delle stesse.

Abbiamo altresì verificato la ragionevolezza dei parametri utilizzati dagli Amministratori. Abbiamo, inoltre, svolto le seguenti procedure:

- analisi critica dei Progetti di Fusione approvati dai Consigli di Amministrazione di CFT e GLENALTA in data 27 febbraio 2018 e delle Relazioni degli Amministratori redatte ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile;
- verifica della completezza e uniformità dei procedimenti seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché della coerenza dei metodi di valutazione rispetto alle caratteristiche delle due Società;
- sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di



valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione, con l'obiettivo di verificare quanto il Rapporto di Cambio sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri ritenuti significativi;

- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla "*Documentazione utilizzata*" descritta al precedente paragrafo 6;
- verifica della correttezza matematica del calcolo dei rapporti di valori derivanti dall'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base dell'indicazione dei loro consulenti;
- verifica della correttezza matematica della determinazione del numero di azioni di nuova emissione in applicazione del Rapporto di Cambio proposto;
- colloqui con le Direzioni delle Società per discutere in merito all'attività svolta, alle problematiche incontrate e alle soluzioni adottate.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione delle due Società, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

Le sopradescritte attività sono state svolte soltanto nella misura necessaria per le finalità dell'incarico indicato nel precedente paragrafo 1.

**12. 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 relativi alle singole Società, effettuata attraverso l'applicazione di criteri differenziati per le due Società, ma comunque tali da ottenere risultati omogenei 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 operazione di Fusione hanno significato unicamente nel loro profilo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione ad operazioni diverse dalla Fusione.

Ferme restando le considerazioni in precedenza svolte circa la valenza, la portata e i limiti delle valutazioni nell'ambito delle operazioni di Fusione, si osserva che:

- i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori sono normalmente adottati nella prassi professionale italiana e internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati dagli Amministratori attraverso un percorso metodologico di generale accettazione;
- il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori nella valutazione di CFT, quale metodologia principale, appare adeguato nella fattispecie, in considerazione delle caratteristiche della Società;

- la stima dei flussi di cassa futuri e della PFN di CFT, ai fini della valutazione con il metodo DCF è stata effettuata tenendo conto di eventi non ancora realizzati (scissione immobiliare, opzione call sulla controllata Rolec GMBH) e in base a criteri di normalizzazione di taluni fenomeni aziendali ciclici, quali la formazione del capitale circolante, coerenti con le finalità dell'indagine svolta;
- la scelta del metodo NAV per GLENALTA e del metodo DCF per CFT, utilizzati come metodi principali da parte degli Amministratori, risulta giustificata dall'attività svolta dalle due Società;
- conformemente al contesto valutativo richiesto in sede di Fusione, i metodi sono stati sviluppati in ottica *stand alone*, pertanto le valutazioni sono state effettuate in ipotesi di continuità di gestione delle società e non sono state considerate stime relative alla possibilità di realizzazione di sinergie tra le due aziende;
- l'applicazione del metodo dei Multipli adottato per CFT (quale metodo di controllo) trova ampia applicazione nella prassi professionale e la scelta degli Amministratori di far ricorso a tale metodo, sia pure con esclusive finalità di controllo, appare pertanto adeguata, nelle circostanze;
- gli Amministratori, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, parificano il valore delle Azioni a voto plurimo della Combined Entity a quello delle azioni ordinarie, tenuto conto che la logica di determinazione del valore di GLENALTA è di tipo patrimoniale e, pertanto, non influenzata dalle diverse caratteristiche delle Azioni a voto plurimo rispetto alle azioni ordinarie; quindi, l'approccio seguito dagli Amministratori appare, sotto questo profilo, adeguato nelle circostanze e non arbitrario;



- non sono stati considerati, nella determinazione del numero delle azioni di GLENALTA, i potenziali effetti diluitivi conseguenti alla conversione delle azioni speciali della società. Gli Amministratori hanno infatti ritenuto che, essendo la conversione un evento successivo alla Fusione e per di più aleatorio nella sua quantificazione, non dovesse essere preso in considerazione. L'approccio adottato può essere condiviso, ancorché la conversione della prima *tranche*, pari ad un terzo del totale delle azioni speciali, rappresenti un evento pressoché certo, nell'ipotesi in cui si realizzi la prospettata Fusione. Tuttavia, abbiamo ritenuto che l'effetto diluitivo che sarebbe derivato ove si fosse tenuto conto della conversione di un terzo delle azioni speciali di GLENALTA, che avrebbe comportato un rapporto di cambio più penalizzante per gli azionisti attuali di GLENALTA, possa essere ritenuto non significativo nel contesto della Fusione nel suo complesso;
- non sono stati considerati, nella determinazione del numero delle azioni di GLENALTA, i potenziali effetti diluitivi conseguenti all'esercizio dei *warrant* già in circolazione e di quelli di cui è prevista l'emissione nel contesto dell'esecuzione dell'Operazione Rilevante. Anche in questo caso gli Amministratori hanno ritenuto che l'esercizio dell'opzione sia da considerare un evento successivo alla Fusione e aleatorio nella sua quantificazione. L'approccio seguito dagli Amministratori appare, sotto questo profilo, adeguato nelle circostanze e non arbitrario;
- non sono stati considerati, nella determinazione del rapporto di cambio, gli effetti derivanti dall'emissione di azioni premianti, in favore di Amministratori e dipendenti di CFT, qualora ricorrano in futuro le condizioni per la loro emissione. Valgano in proposito le medesime considerazioni fatte per *warrant* e azioni speciali, circa l'aleatorietà nella quantificazione di tali azioni. Si sottolinea in conclusione che gli eventi non considerati dagli Amministratori (conversione di azioni speciali,



conversione di *warrant* e assegnazione gratuita di azioni premianti) si compensano in misura parziale.

### **13. LIMITI RICONTRATI NELLO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO**

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti e informazioni forniti dalle Società partecipanti alla Fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere specifiche verifiche al riguardo.

Relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nell'espletamento del presente incarico, si evidenziano i seguenti aspetti:

- in relazione all'utilizzo di dati previsionali nella valutazione di CFT secondo il metodo del DCF, che sottendono per loro natura alcuni elementi di incertezza, abbiamo presupposto che questi siano stati preparati in modo obiettivo su elementi di ipotesi che riflettono le migliori previsioni attualmente disponibili per gli Amministratori, in relazione ai futuri risultati economico finanziari;
- i moltiplicatori utilizzati per la valutazione di CFT sono calcolati sulla base dei prezzi di borsa dei titoli delle società ritenute *comparables*; tuttavia, le società del campione proposto presentano differenze talvolta significative, per il profilo dimensionale e il portafoglio di attività svolte, rispetto a CFT;
- si rammenta, inoltre, la clausola risolutiva relativa agli scostamenti superiori al 5% di alcune grandezze (*financial highlights*) utilizzate per la valutazione di CFT, che dovessero emergere rispetto ai dati consuntivi a



seguito della approvazione del bilancio consolidato di CFT per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2017 (EBITDA Consolidato e/o l'utile Netto Consolidato e/o la Posizione Finanziaria Netta Consolidata);

- si richiama, infine, l'attenzione sul fatto che, come già indicato, la Fusione è sottoposta alla condizione risolutiva legata all'esercizio del diritto di recesso da parte degli Azionisti di GLENALTA che rappresentino almeno il 33% del capitale sociale.

#### **14. CONCLUSIONI**

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrati nella presente Relazione, fermo restando quanto evidenziato nei precedenti paragrafi, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di CFT e GLENALTA siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di Fusione pari a:

**ogni n. 1 (una) Azione a voto plurimo CFT,  
n. 1,3129 (uno virgola tremilacentotrentanove) azioni ordinarie  
della Combined Entity di nuova emissione e/o  
Azioni a Voto Plurimo Combined Entity di nuova emissione**

Fermo restando il numero complessivo di azioni di nuova emissione della Combined Entity da assegnare agli Azionisti CFT, pari a 8.826.361, il numero di Azioni Ordinarie e di Azioni a Voto Plurimo varierà al variare del numero dei recessi che potrebbero essere esercitati dagli Azionisti di GLENALTA, secondo la seguente formula matematica:

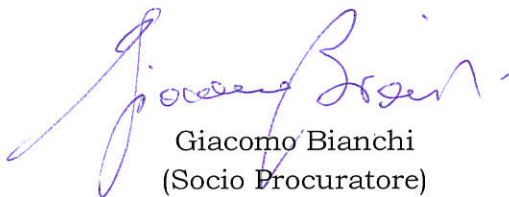
- **Il numero delle Azioni a Voto Plurimo – sul presupposto che, in applicazione del rapporto di cambio, gli Azionisti CFT vengano a detenere, ciascuno per la propria quota, complessivamente n. 8.826.361 azioni della Combined Entity – sarà complessivamente pari al minore tra i seguenti valori:**

**(a) 4.383.277 – (8.451.499\*(% di recesso dei soci GLENALTA)); e**

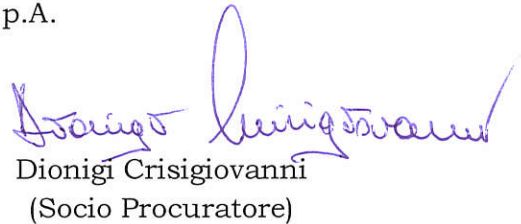
**(b) 3.000.000.**

Milano, 9 marzo 2018

Baker Tilly Revisa S.p.A.



Giacomo Bianchi  
(Socio Procuratore)



Dionigi Crisigiovanni  
(Socio Procuratore)