fidital

Fidital Revisione Srl
Via Vittor Pisani, 19
20124 MILANO

Telefono +39 02 678196 1
Telefax +39 02 678196 79
E-mail: info@fiditalrevisione.it
P.E.C.: fiditalrevisione@pec.it
www.fiditalrevisione.it

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

Agli Azionisti di TE Wind S.p.A.

Ai Soci di Agatos S.r.l.

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

Con decreto emesso in data 14 ottobre 2016, depositato in cancelleria in data 18 ottobre 2016, abbiamo ricevuto dal Presidente del Tribunale di Milano, su istanza congiunta di TE WIND S.p.A. (di seguito anche "**TEW**" o la "**Società Incorporante**") e di Agatos S.r.l. (di seguito "**Agatos**" o la "**Società Incorporanda**"), l'incarico di redigere, quale esperto comune, ai sensi dell'art.2501-sexies del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio fra le azioni di **TEW** e le azioni di **Agatos**, nell'ambito della fusione per incorporazione di **Agatos** in **TEW** (di seguito la "**Fusione**"), più ampiamente descritta al successivo paragrafo 2.

A tale fine, abbiamo ricevuto da **TEW** e da **Agatos** il progetto di fusione redatto ai sensi dell'art. 2501 *ter* del Codice Civile (di seguito il "Progetto di Fusione"), approvato dai Consigli di Amministrazione rispettivamente in data 27 ottobre 2016 e in data 28 ottobre 2016, corredato delle relazioni degli amministratori di **TEW** e di **Agatos** richieste dalla normativa (di seguito, rispettivamente, le "Relazioni" e gli "Amministratori"), che illustrano e giustificano il Progetto di Fusione medesimo e, in particolare, il rapporto di cambio fra le azioni/quote delle Società, ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile. Inoltre, abbiamo ricevuto dagli Amministratori di **TEW** e dagli Amministratori di **Agatos** i bilanci consolidati intermedi pro-forma al 30 giugno 2016, approvati rispettivamente in data 27 ottobre 2016 e in data 25 ottobre 2016, che costituiscono le situazioni patrimoniali di riferimento per la Fusione ai sensi e per gli effetti di cui al comma 2 dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile.

In data 18 novembre 2016 i Consigli di Amministrazione di **Agatos** e **TEW** si sono rispettivamente riuniti per deliberare la rettifica del Progetto di Fusione e la conseguente rettifica dello statuto della società post Fusione, ad esso allegato e della Relazione degli Amministratori, allo scopo di modificare l'importo dell'aumento di capitale sociale a servizio della Fusione precedentemente indicato pari a euro 23.190.000 anziché euro 14.700.000.

Il Progetto di Fusione, che prevede un rapporto di cambio di n. 2.319 azioni **TEW** ogni nominale 1 Euro del capitale di **Agatos** (di seguito il "Rapporto di Cambio"), sarà sottoposto, al fine di assumere le deliberazioni di cui all'art. 2502 del Codice Civile, all'approvazione dell'Assemblee Straordinarie degli Azionisti di **TEW** e **Agatos**, convocate per il giorno 19 dicembre 2016, in prima convocazione, e per il giorno 20 dicembre 2016 in seconda convocazione.

La Fusione si inquadra nell'ambito dell'accordo quadro (di seguito "Accordo Quadro") sottoscritto in data 4 agosto 2016 tra Leonardo Rinaldi, Anna Maria Jeanette Nilsson Olivetti e Life Investments S.r.l., da una parte, e TE Wind S.A. (ora TE Wind S.p.A. "**TEW**") dall'altra (di seguito congiuntamente, le "Parti") che disciplina tempi, termini e modalità dell'operazione di aggregazione tra **TEW** e **Agatos** (di seguito l'"Operazione").

Con l'approvazione del Progetto di Fusione, l'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di TEW sarà anche chiamata a deliberare l'adozione di un nuovo statuto sociale con le seguenti modifiche: i) l'articolo 1 "Denominazione", ii) l'articolo 5 "Soci, Capitale Sociale e Azioni", iii) l'articolo 19 "Convocazione e delibere del Consiglio di Amministrazione".

L'efficacia dell'Accordo Quadro, peraltro, è, come previsto dallo stesso, risolutivamente condizionata, tra l'altro, alla mancata approvazione da parte degli azionisti di **TEW** della Fusione ai sensi dell'Articolo 14 del Regolamento Emittenti AIM con modalità tali da soddisfare i requisiti di cui all'Articolo 49, comma 1. Lett. g), del Regolamento Emittenti approvato da CONSOB con delibera 11971/1999 ai fini dell'esenzione dei Soci di **Agatos** dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria (il Meccanismo *Whitewash*).

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

L'operazione ha per oggetto la Fusione per incorporazione di **Agatos** in **TEW**.

TEW

TEW è una società di diritto italiano ed è costituita in forma di società per azioni. **TEW** investe, attraverso le sue società controllate, in impianti che producono energia da fonte mini eolica. In particolare, la stessa, ad oggi detiene partecipazioni (di seguito anche "Società Controllate TEW") nelle seguenti società Windmill S.r.l. (100%), Reia Wind S.r.l. (90%), Windmill60 S.r.l. (90%), Gea Energy S.r.l. (90%) e indirettamente, tramite Reia Wind S.r.l., SCP S.r.l. (50%).

Alla data di approvazione del Progetto di Fusione da parte dei Consigli di Amministrazione delle Società, il capitale sociale di **TEW** sottoscritto e versato è pari a Euro 5.663.342,50, ed è suddiviso come segue:

- n. 5.240.521 azioni, pari al 46,3% del capitale sociale, è detenuto da Iris Fund SICAV-FIS;
- n. 569.612 azioni, pari al 5% del capitale sociale è detenuto da Seven Fiduciaria S.r.l.;
- n. 5.516.552 azioni, pari al 48,7% del capitale sociale è diffuso sul mercato AIM.

Agatos

Agatos è una società di diritto italiano ed è costituita in forma di società a responsabilità limitata. **Agatos** è a capo di un gruppo specializzato nella progettazione e nella realizzazione "chiavi in mano" di impianti fotovoltaici, di co-generazione, di *waste-to-energy*, di impianti per l'efficientamento energetico e nello sviluppo di energie da fonti rinnovabili. **Agatos** opera attraverso società partecipate sia direttamente che indirettamente. In particolare, la stessa, ad oggi detiene le seguenti partecipazioni (di seguito anche "Società Controllate Agatos"):

- in via diretta: Agatos Energia S.r.l. (80%), Agatos Energy S.r.l. (51%), 3IEE S.r.l. (30%), AE S.r.l. in liquidazione (24%).

- in via indiretta, tramite la Agatos Energia S.r.l.: Agatos Green Power Lemuria S.r.l. (51%), Agatos Green Power Idro S.r.l. (80%), Agatos Green Power San Martino S.r.l. in liquidazione (100%), Agatos green Power Trecate S.r.l. (100%), Enel Green Power San Gillio S.r.l. (20%), Agatos Green Power Trino S.r.l. (20%), Unendo Carpi S.r.l. (10%), Unendo Cesena S.r.l. (10%), Unendo Forlì S.r.l. (10%), Unendo Imola S.r.l. (10%), Unendo Rimini S.r.l. (10%).

Il capitale sociale di **Agatos**, alla data di approvazione del Progetto di Fusione da parte dei Consigli di Amministrazione delle Società, è pari ad Euro 20.000 interamente sottoscritto e versato, ed è suddiviso come segue:

- quota di nominali euro 11.000 corrispondente al 55% del capitale sociale è detenuta da Rinaldi Leonardo;
- quota di nominali euro 5.000 corrispondente al 25% del capitale sociale è detenuta da Nilsson Anna Maria Jeannete;
- quota di nominali euro 4.000 corrispondente al 20% del capitale sociale è detenuta da Life Investments S.r.l.

Come indicato dagli Amministratori nel Progetto di Fusione e nelle rispettive Relazioni illustrative redatte ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile, **TEW** ha individuato in **Agatos** il soggetto ideale con cui addivenire alla Fusione nell'ottica di valorizzazione dei propri assets e potenzialità inespresse, e di incremento del business, con lo scopo di crescere e fornire un'offerta sempre più vasta e completa. **Agatos**, invece, ha valutato l'opportunità di accedere al mercato dei capitali ed ha individuato nell'aggregazione con **TEW** la modalità con la quale realizzare tale progetto.

Gli Amministratori indicano, nelle rispettive Relazioni, fra i motivi dell'operazione, che alla luce delle attività svolte da **TEW** e **Agatos** si possano creare importanti sinergie e che, proprio per mezzo di queste sinergie, il business possa significativamente incrementare. L'Operazione, infatti, permetterebbe da un lato, a **TEW** di beneficare della diversificazione del business generato dall'integrazione con un operatore come **Agatos**, pur rimanendo all'interno del settore energie rinnovabili, oltre delle naturali economie di scala che si creerebbero nella gestione dell'operatività di **TEW**; dall'altro lato, consentirebbe ad **Agatos** di consolidare il proprio posizionamento sul mercato con l'aggiunta di un nuovo settore nelle proprie linee di business, ed anche di accedere in via agevolata al mercato dei capitali, dapprima su AIM Italia, ed eventualmente, in prospettiva e sempre in via semplificata, alla quotazione sui mercati regolamentati. L'Operazione comporterebbe la creazione di una massa gestita di impianti rinnovabili maggiori e soprattutto diversificata, rispetto al solo business eolico di **TEW**, essendo **Agatos** già un operatore di mercato attivo in altri ambiti delle rinnovabili (biomassa, fotovoltaico, ecc.). Inoltre, gli Amministratori affermano che la Fusione permetterebbe fra l'altro a entrambe le società di consolidare la propria posizione nei rispettivi mercati di riferimento, internalizzare alcuni servizi/prestazioni precedentemente concessi in *outsourcing* a terzi, nonché potrebbe anche gradualmente comportare un accorpamento delle funzioni amministrative e gestionali con la conseguente diminuzione dei relativi costi.

Come precedentemente indicato, in data 4 agosto 2016, le Parti hanno sottoscritto l'Accordo Quadro ai fini di disciplinare la Fusione, che definisce tempi, termini e modalità di esecuzione della Fusione, adempimenti strumentali propedeutici all'Operazione, le disposizioni in tema di *governance* a seguito del perfezionamento della Fusione, nonché le condizioni risolutive, che qualora riscontrate, provocherebbero, salvo diverso accordo delle Parti per iscritto, l'immediata risoluzione dello stesso Accordo Quadro.
Pertanto, ai sensi dell'Accordo Quadro **TEW** e **Agatos** addiverranno alla stipula dell'atto di Fusione, solo ed esclusivamente qualora le seguenti condizioni risolutive non si siano avverate:

- mancato parere positivo in merito alla congruità del Rapporto di Cambio da parte del perito nominato ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile;
- mancata pubblicazione del Documento Informativo ai sensi dell'articolo 14 del Regolamento Emittenti AIM-Italia e mancato rilascio da parte del Nomad a Borsa Italiana S.p.A. delle attestazioni previste dall'articolo 14 e nella Scheda 4 del Regolamento Emittenti AIM-Italia;
- mancata approvazione entro la Data del Closing da parte degli azionisti di **TEW** della Fusione ai

sensi dell'articolo 14 del Regolamento Emittenti AIM con modalità tali da soddisfare i requisiti di cui all'articolo 49, comma 1, lettera g) del Regolamento Emittenti AIM approvato da Consob con delibera 11971/1999 (c.d. *Whitewash*) ai fini dell'esenzione dei Soci **Agatos** dall'obbligo di offerta di acquisto totalitaria;

- il verificarsi di qualsiasi evento o circostanza tale da determinare un mutamento pregiudizievole significativo, della situazione commerciale, patrimoniale, economica, finanziarie, legale o regolamentare delle Parti e delle Società Controllate TEW e delle Società Controllate Agatos.

Qualora anche una sola delle Condizioni che precede non si siano avverate entro il sopramenzionato termine e la stessa condizione non fosse stata rinunciata l'Accordo Quadro e la Fusione dovranno considerarsi automaticamente privi di ogni efficacia e le Parti saranno liberate da ogni obbligo nascente dall'Accordo Quadro e dalla Fusione.

Ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile, la Fusione verrà deliberata sulla base del bilancio consolidato intermedio proforma al 30 giugno 2016 di **TEW**, redatto secondo le norme di legge ed in conformità ai principi contabili italiani e del bilancio consolidato intermedio proforma di **Agatos** al 30 giugno 2016, approvati dagli Amministratori in data 27 ottobre 2016 e in data 25 ottobre 2016.

Sulla base di quanto previsto dal Progetto di Fusione, al servizio del concambio, **TEW** emetterà n. 46.380.000 azioni ordinarie prive del valore nominale, cui corrisponde un aumento di capitale complessivo pari ad euro 14.700.000.

Con l'approvazione del Progetto di Fusione, lo statuto della Società Incorporante sarà modificato, oltre che per riflettere le modifiche relative all'aumento di capitale al servizio della Fusione, anche per recepire le seguenti principali modifiche:

- la modifica dell'articolo 1 sulla denominazione sociale, modificata in "Agatos S.p.A.";
- la modifica dell'articolo 5 relativo al capitale sociale;
- la modifica dell'articolo 19 sul quorum necessario per l'assunzione delle delibere del Consiglio di Amministrazione.

Le modifiche statutarie indicate precedentemente verranno sottoposte all'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di **TEW** che sarà convocata per l'approvazione del Progetto di Fusione. Il testo completo dello Statuto Post-Fusione è riportato in allegato al Progetto di Fusione e depositato in conformità a quanto previsto dall'art. 2501 *ter* e seguenti del Codice Civile.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Al fine di fornire agli azionisti di **TEW** e ai soci di **Agatos** idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione dello stesso, i valori risultanti dall'applicazione di tali metodi e le difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori stessi; essa contiene inoltre le nostre considerazioni sull'adeguatezza nelle circostanze di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società.

Il Rapporto di Cambio è stato definito dagli Amministratori delle società partecipanti alla Fusione sulla base:

- delle situazioni patrimoniali di fusione precedentemente descritte;
- della valutazione di stima predisposta da Finsa S.p.A. per la valorizzazione di **Agatos** per

euro 14,7 milioni;

- della valutazione di **TEW**, pari a circa 3,6 milioni, importo questo determinato sulla base della capitalizzazione media di Borsa nel corso dei tre mesi precedenti l'annuncio dell'operazione di Fusione;
- del supporto ricevuto dall'*advisor* finanziario Advance SIM.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da **TEW** e da **Agatos** i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie.
Più in particolare, abbiamo acquisito ed analizzato la documentazione e le informazioni di seguito riportate:

- provvedimento di nomina dell'esperto comune ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del Codice Civile, emesso dal Tribunale di Milano in data 14 ottobre 2016;
- progetto di Fusione redatto dai Consigli di Amministrazione delle Società coinvolte nella Fusione ai sensi dell'art. 2501-*ter* del Codice Civile e approvato dai Consigli di Amministrazione del 27 ottobre 2016 per **TEW** e del 28 ottobre 2016 per **Agatos** che propone, il seguente Rapporto di Cambio: n. 2.319 azioni ordinarie di **TEW** di nuova emissione per ogni nominali 1 Euro del capitale sociale di Agatos;
- progetto di fusione rettificato e approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione di **TEW** e **Agatos** in data 18 novembre 2016;
- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di **TEW**, redatta ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile, indirizzata all'Assemblea Straordinaria;
- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di **Agatos**, redatta ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile, indirizzata all'Assemblea Straordinaria;
- situazione patrimoniale di Fusione di **TEW** al 30 giugno 2016 redatta in base ai principi contabili nazionali, approvata dal consiglio di amministrazione del 27 ottobre 2016;
- relazione finanziaria consolidata semestrale di **TEW** al 30 giugno 2016 redatta in base ai principi contabili internazionali ("IFRS"), approvata dal Consiglio di Amministrazione del 28 settembre 2016;
- relazione di revisione contabile emessa da Baker Tilly in data 21 novembre 2016 sul bilancio consolidato al 31 dicembre 2015 di **Agatos**;
- relazione di revisione contabile limitata emessa da Baker Tilly in data 21 novembre 2016 sul bilancio consolidato intermedio al 30 giugno 2016 di **Agatos**;
- relazione di revisione contabile emessa da Baker Tilly in data 21 novembre 2016 sul bilancio consolidato proforma al 31 dicembre 2015 di **TEW**;
- relazione di revisione contabile limitata emessa da Baker Tilly in data 21 novembre 2016 sul bilancio consolidato intermedio proforma al 30 giugno 2016 di **TEW**;
- bilancio consolidato pro-forma di **Agatos** al 31 dicembre 2015 redatto in base ai principi contabili nazionali, approvato dal Consiglio di Amministrazione del 25 ottobre 2016;
- bilancio consolidato intermedio pro-forma patrimoniale di **Agatos** al 30 giugno 2016 redatta in base ai principi contabili nazionali, approvata dal consiglio di amministrazione del 25 ottobre 2016;
- business plan consolidato di **Agatos** per il periodo 2016 - 2020 elaborato dal management, di cui siamo stati informati che dovrebbe essere in corso di approvazione da parte del Consiglio

si Amministrazione (di seguito *"Business Pian di Agatos"*);

- rappresentazione dell'evoluzione prospettica di **TEW**;
- la relazione *"Stima del valore economico della società Agatos Srl"* datata 3 agosto 2016 predisposta da Finsa S.p.A.;
- statuti vigenti delle Società coinvolte nell'operazione di Fusione;
- statuto Post-Fusione;
- accordo Quadro sottoscritto dalle Parti in data 4 agosto 2016;
- bozza di documento Informativo relativo all'Operazione redatto da Grimaldi Studio Legale ai sensi dell'art. 14 del Regolamento Emittenti AIM, ricevuto in data 20 novembre 2016;
- dettagli di calcolo, dati ed informazioni ottenuti dagli Amministratori e da questi utilizzati a supporto del Rapporto di Cambio;
- comunicati stampa resi al mercato da **TEW** in relazione all'Operazione;
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni **TEW** registrate sul mercato AIM ed altre informazioni quali volatilità del titolo e volumi di scambio giornalieri, ottenute attraverso banche dati specializzate;
- ogni ulteriore documentazione contabile, extracontabile e di tipo statistico ritenuta necessaria nell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo altresì ottenuto attestazione da parte degli Amministratori che, per quanto a loro conoscenza, alla data della presente relazione non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

In merito alla documentazione esaminata riteniamo opportuno sottolineare che la responsabilità della redazione del progetto di fusione, delle relazioni, delle previsioni economiche, patrimoniali e finanziarie, nonché delle ipotesi e degli elementi posti alla base della loro formulazione è a carico degli Amministratori delle Società. Nello svolgimento del presente incarico, abbiamo fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza delle informazioni fomite e sulla ulteriore documentazione esaminata.

5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Il Rapporto di Cambio è stato definito dagli Amministratori delle società partecipanti alla Fusione sulla base: (i) delle Situazioni Patrimoniali di Fusione (ii) della valutazione di stima predisposta dalla Finsa S.p.A. ("Finsa" o il "Perito") per la valorizzazione di **Agatos** per Euro 14,7 milioni (corrispondente ad una percentuale pari a circa l'80,4% del capitale sociale di **TEW** post Fusione e (iii) della valutazione di **TEW**, pari a circa 3,6 milioni, sulla base della capitalizzazione media di Borsa nel corso dei tre mesi precedenti l'annuncio dell'operazione di Fusione; (iv) del supporto ricevuto dai rispettivi *advisor* finanziari delle Società che hanno fornito ai Consigli di Amministrazione delle società elementi di riflessione per la determinazione dei valori attribuibili alle società stesse ai fini del concambio.

La finalità perseguita dagli Amministratori è stata quella di esprimere una stima comparativa dei valori delle società, determinati singolarmente e intesi poi in termini relativi con esclusivo riferimento all'Operazione. A tal fine, le due società sono state valutate individuando i metodi di valutazione per la stima dei valori di **TEW** e **Agatos** con riguardo alle caratteristiche distintive delle società stesse, della tipologia di operatività e dei mercati di riferimento in cui le stesse operano, applicando tali metodi separatamente e in ipotesi di autonomia, ovvero a prescindere da considerazioni inerenti agli effetti che l'Operazione potrà avere in futuro su Te Wind quali, ad

esempio, sinergie di costo e di business, o effetti sulla quotazione di mercato della stessa.

Le valutazioni di entrambe le società sono riferite alle date convenzionali del 30 giugno 2016. Le valutazioni tengono in considerazione anche, se e nei modi opportuni, gli eventi rilevanti di natura patrimoniale e finanziaria che sono intercorsi in data successiva a quella convenzionale, o che sono previsti in futuro ma già noti alla data attuale in quanto connessi agli adempimenti delle parti in relazione all'Operazione.

Valutazione TEW

Per quanto riguarda **TEW**, la valutazione deriva dalla capitalizzazione media di Borsa nel corso dei tre mesi precedenti l'annuncio dell'operazione di Fusione, ritenuta dagli Amministratori l'unica metodologia idonea a rappresentare il "valore" della società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Valutazione Agatos

Tenuto conto dell'operatività della società, delle prospettive di importante crescita evidenziate dal Business Plan di **Agatos** e della prassi valutativa relativa a operazioni similari in Italia ed all'estero, è stato fatto ricorso per la determinazione del "Fair Value" di **Agatos**, e quindi per la successiva determinazione del Rapporto di Cambio, al metodo finanziario del Discounted Cash Flow (sulle stime derivanti dal Business Plan di **Agatos**), quale metodo principale, e a quello dei Multipli di mercato, utilizzato per la verifica del primo (come metodo di controllo). Sono state comunque applicate, separatamente ed ai soli fini di una completezza informativa, anche le metodologie patrimoniale e reddituale, evidenziando la componente di avviamento storico (proveniente dai risultati storici). Queste ultime metodologie, in quanto potenzialmente non rappresentative del valore espresso dalle potenzialità di crescita di **Agatos**, non sono state ritenute utilizzabili ai fini valutativi.

Secondo quanto riportato dagli Amministratori, **Agatos** ha investito e sta attualmente investendo notevolmente in ricerca e sviluppo, avendo anche conseguito la disponibilità di alcuni brevetti. Il Business Plan di **Agatos** presentato evidenzia "forti" tassi di crescita dei risultati futuri. Alla luce delle sovraesposte ragioni sono state utilizzate la metodologia finanziaria del *Discounted Cash Flow* e quella dei Multipli di mercato, le sole idonee, secondo gli Amministratori, a rappresentare il "Fair Value" di **Agatos** in un contesto di elevata crescita attesa dei risultati futuri.

Il processo sopra citato è stato definito ed utilizzato dal Perito, al quale gli Amministratori di **Agatos** hanno conferito specifico incarico peritale di determinazione del "Fair Value" della società e le cui determinazioni sono state successivamente fatte proprie dagli Amministratori.

5.1 Considerazioni metodologiche

La metodologia principale e quelle di controllo utilizzate sono comunemente adottate dalla prassi professionale per operazioni di questa natura e società operanti nei settori riferimento.

In merito alle metodologie di valutazione, di cui sopra, si ritiene opportuno specificare quanto segue:

- Metodo analitico *(Discounted Cash Flow* o "DCF"). Il DCF è stato adottato per la determinazione del valore (ai fini del Rapporto di Cambio) della sola **Agatos**, in quanto gli Amministratori hanno ritenuto che questo metodo (DCF) riflettesse a pieno le prospettive societarie delineate dal piano industriale redatto dal management; di conseguenza, il metodo DCF, ai fini dell'analisi svolta per la definizione del Rapporto di Cambio, è stato preso a riferimento come metodo principale. È opinione degli Amministratori, infatti, che tale metodologia valutativa sia più adatta di altre a cogliere le prospettive autonome di

crescita proprie di **Agatos**;

- Metodo sintetico (Multipli). Il metodo dei Multipli è stato utilizzato anch'esso per la sola **Agatos** in quanto ritenuto rappresentativo di una valorizzazione di mercato e al contempo di supporto per la valorizzazione mediante il metodo DCF. Il metodo dei multipli, ai fini dell'analisi svolta per la definizione del Rapporto di Cambio, è stato preso a riferimento come metodo di controllo;
- Metodo di mercato (prezzi di Borsa). Questo metodo, utilizzato unicamente per **TEW** in quanto società quotata sul mercato AIM Italia ("AIM"), è stato adottato dagli Amministratori come metodo principale non verificato con altri metodi.

Di seguito, per una maggiore informativa dei destinatari della presente relazione, si fornisce una descrizione teorica delle metodologie adottate dagli Amministratori per la stima del valore delle società partecipanti alla Fusione.

5.2 Descrizione dei metodi di valutazione

5.2.1 Metodologia DCF

Il metodo finanziario o DCF si basa sull'assunzione che il valore di una società ad una certa data sia pari al valore attualizzato dei flussi di cassa operativi che si attende la stessa genererà nel futuro. Il periodo da considerare ai fini del calcolo dei flussi di previsione esplicita deve essere esteso fino al raggiungimento di una posizione di equilibrio sul mercato. Successivamente la stima dei flussi futuri è incorporata nel calcolo del valore residuo (o "valore terminale") dell'attività operativa.

La formula per il calcolo del valore aziendale o *Enterprise Value* (EV) secondo il metodo DCF è la seguente:

$$EV = \left[\sum_{t=1}^{n} \frac{F_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} \right]$$

dove:

F_t = *unlevered free cash flow* (flusso di cassa unlevered);

WACC = *weighted average cost of capital* (costo medio ponderato del capitale investito);

TV = valore residuo della sola attività operativa del complesso aziendale alla fine dell'ultimo periodo di previsione esplicita.

I flussi di cassa sono quelli resi disponibili dalla sola attività operativa dell'azienda e destinati al servizio di tutte le fonti di capitale. Sono calcolati su base annua e si ottengono dalla differenza fra l'EBITDA (margine operativo lordo), gli investimenti fissi lordi per il mantenimento delle normali condizioni operative, l'incremento di capitale circolante, le variazioni di fondi che non comportano esborsi di cassa e le imposte calcolate sul reddito operativo (che equivalgono all'imposizione fiscale che si avrebbe in ipotesi di assenza di oneri finanziari).

Al fine di attualizzare i flussi di cassa si utilizza il tasso WACC (*weighted average cost of capital*), rappresentativo del costo medio del capitale investito nella società. Il WACC tiene conto delle diverse fonti di finanziamento dell'azienda e viene calcolato come segue:

$$WACC = w_e \cdot k_e + w_d \cdot k_d \cdot (1 - t_c)$$

dove:

w_e e w_d = pesi attribuiti rispettivamente al capitale proprio e al capitale di debito;

k_e e k_d = rispettivamente costo del capitale proprio e costo pre-tax del capitale di debito;

t_c = aliquota fiscale.

Il costo del debito k_d è da intendersi come una stima di lungo termine del costo corrente che l'impresa deve sostenere per finanziare tramite debito i nuovi progetti di investimento, ovvero il costo che l'impresa dovrebbe sostenere per rifinanziare le attività in essere.

Il costo del capitale proprio k_e è determinato secondo il CAPM (*capital asset pricing model*):

$$K_e = rf + ß * (rm-rf)$$

dove:

rf = tasso risk-free;

ß = Beta, coefficiente che misura il rischio non diversificabile associato all'investimento;

rm-rf = premio per il rischio.

Per calcolare i pesi dei capitali proprio e di debito si fa riferimento alla struttura finanziaria tipica in cui la società oggetto di valutazione opera.

Il valore terminale comunemente si calcola con il metodo di "Gordon" ipotizzando che il flusso di cassa stimato nell'ultimo periodo di proiezione esplicita, opportunamente normalizzato, cresca ad un tasso costante per il periodo terminale. In termini matematici si applica la seguente formula:

$$TV = \frac{F_{(n+1)}}{WACC - g}$$

dove:

$F_{(n+1)}$ = livello del *free cash flow* dell'ultimo anno di proiezione esplicita, normalizzato prevedendo investimenti pari agli ammortamenti, variazioni del capitale circolante netto in base al tasso di crescita perpetua e assenza di effetti delle variazioni dei fondi; alternativamente il livello del *free cash flow* dell'ultimo anno normalizzato può essere calcolato con altre metodologie che permettano di determinare realisticamente un *free cash flow* stabile nel lungo periodo, tra queste si segnala il valore medio del free cash flow degli anni precedenti;

g = tasso di crescita perpetua dei *free cash flow*.

Alternativamente il valore terminale può essere calcolato ricorrendo al metodo del multiplo di uscita sull'EBITDA o "*Exit Multiple*", moltiplicando l'EBITDA atteso per l'ultimo anno di piano per un opportuno multiplo di uscita.

In entrambi i casi il valore terminale deve essere poi attualizzato alla data di valutazione al tasso WACC.

Il valore del capitale economico o *Equity Value* (EQ) è quindi calcolato sottraendo all'*Enterprise Value* determinato il valore di mercato della posizione finanziaria netta dell'azienda e aggiungendovi il valore di eventuali beni accessori non considerati nella stima dei flussi futuri (partecipazioni, immobili non strumentali, ecc.), secondo la seguente formula:

EQ = EV – PFN + VBA

dove:

PFN = valore di mercato della posizione finanziaria netta;

VBA = valore dei beni accessori.

5.2.2 Metodo dei multipli di Borsa

Il metodo comparativo dei multipli di Borsa si basa sull'applicazione di moltiplicatori rivenienti dal mercato a significative grandezze economico-patrimoniali della società oggetto di valutazione. Lo scopo è sviluppare rapporti - i multipli - finalizzati ad individuare la relazione che lega il prezzo di mercato del capitale delle imprese con variabili economiche aziendali. I multipli così calcolati sono applicati alle variabili economiche della società oggetto di valutazione in modo da giungere, per moltiplicazione, al valore ricercato. Tale metodo assume direttamente dal mercato le attese di crescita dei risultati e l'apprezzamento del rischio.

Nel metodo comparativo dei multipli di Borsa i rapporti sono calcolati sulla base dei valori espressi dal mercato borsistico relativi ad un insieme di imprese comparabili. Di fondamentale importanza è l'identificazione di un campione di società dotate di omogeneità con la società oggetto di valutazione. A tal fine sono ponderate alcune variabili per verificare l'adeguatezza delle società comparabili, tra cui settore di appartenenza, dimensione, grado di redditività, attese di crescita e area geografica di operatività.

Considerando che il mercato esprime valori basati su quote di minoranza, qualora si valuti una quota di maggioranza del capitale si applica solitamente un premio di controllo basato su studi e ricerche empiriche.

5.2.3 Metodo delle quotazioni di Borsa

Il metodo delle quotazioni di Borsa consiste nel riconoscere alla società oggetto di valutazione un valore pari a quello attribuitole dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate, individuando negli effettivi prezzi espressi dal mercato un indicatore del valore del capitale economico della società. Tale criterio ipotizza l'efficienza del mercato in cui l'azienda è quotata, e si traduce nella possibilità di identificare il valore economico della stessa con il valore espresso dai corsi borsistici, rilevati in opportuni periodi temporali.

Il corso azionario di un titolo può essere infatti considerato un indicatore affidabile del valore del capitale economico, qualora le quotazioni si riferiscano a titoli caratterizzati da:

- un livello significativo di flottante;
- un livello significativo di volumi scambiati;
- una ridotta volatilità.

Al verificarsi di queste circostanze, il corso di Borsa incorporerebbe idealmente il giudizio degli investitori relativamente ai profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e sviluppo e, come tali, risulterebbero indicatori affidabili ai fini della stima del valore della società oggetto di valutazione.

5.3 Descrizione del metodo di valutazione utilizzato per la valutazione di TEW

Al fine della determinazione del valore economico di **TEW** per la definizione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno adottato esclusivamente l'ultimo dei metodi precedentemente esposti.

5.3.1 Metodo delle quotazioni di Borsa

Come anticipato, il metodo dei prezzi di Borsa è stato utilizzato unicamente per **TEW** le cui azioni sono quotate sul mercato AIM, sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana. Ai fini dell'analisi, gli Amministratori hanno osservato l'andamento delle quotazioni di Borsa con riferimento a una media semplice dei prezzi ufficiali nel corso dei tre mesi precedenti l'annuncio dell'operazione di Fusione (dati ricavati dalla banca dati Bloomberg).

5.4 Descrizione dei metodi di valutazione utilizzati per la valutazione di Agatos

Tenuto conto dell'operatività della società, delle prospettive di importante crescita evidenziate dal Business Plan di **Agatos** e della prassi valutativa relativa a operazioni similari in Italia ed all'estero, è stato fatto ricorso per la determinazione del *Fair Value* di **Agatos**, e quindi per la successiva determinazione del Rapporto di Cambio, al metodo finanziario del *Discounted Cash Flow* (sulle stime derivanti dal business plan) e a quello dei Multipli di mercato, utilizzato per la verifica del primo. Sono state comunque applicate dal Perito, separatamente ed ai soli fini di una completezza informativa, anche le metodologie patrimoniale e reddituale, evidenziando la componente di avviamento storico (proveniente dai risultati storici). Tali ultime metodologie, in quanto potenzialmente non rappresentative del valore espresso dalle potenzialità di crescita di **Agatos**, non sono state ritenute utilizzabili ai fini valutativi dal Perito e dagli Amministratori.

5.4.1 Metodologia DCF

Per la determinazione del valore economico di **Agatos**, gli Amministratori, con il supporto del Perito, hanno fatto riferimento ai flussi di cassa risultanti dal Business Plan di **Agatos**, ma non oggetto di *due diligence* da parte del Perito o di esperti indipendenti. In particolare, tale piano è stato elaborato nell'ipotesi che **TEW** e **Agatos** continuassero ad operare autonomamente, e pertanto lo stesso non riflettono le eventuali sinergie che potrebbero scaturire dall'Operazione. Inoltre, per la determinazione del valore derivante dagli anni successivi a quelli inclusi nel piano, il valore di *Terminal Value* (i.e. valore dell'azienda al termine del periodo di stima esplicita) è stato calcolato, sulla base dell'ultimo anno di flusso di cassa del piano, attraverso un processo di normalizzazione.

Le principali assunzioni del metodo DCF sono state le seguenti:

- Anni di piano: 5 (dal 2016 al 2020);
- WACC: 10,08% determinato attraverso l'applicazione dei seguenti parametri:
  - *RiskFree Rate:* 2,27%;
  - *Market Premium:* 8,52% (specifico per l'Italia);
  - *Beta unlevered:* 0,623 (determinato sulla base di società comparabili quotate appartenenti ai settori *Green & Renewable Energy, Power* e *Utility*);
  - *Specific Risk Premium*: 2,5%;
  - *D/E*: 0;

- WACC con premio addizionale ponderato per linee di business: 15,93%
- Tasso di crescita perpetua *("g"): 0%;*
- Posizione finanziaria: valore al 31/12/2015 (non essendo disponibile la situazione aggiornata al 30/06/2016 al momento dello svolgimento della valutazione).

Gli Amministratori, supportati dal Perito, hanno eseguito una valutazione basata sui flussi di cassa disponibili per gli azionisti (FCFE), che ha fornito un valore del patrimonio netto di Agatos di € 25.343.839, e una valutazione basata sui flussi di cassa operativi (FCFF), che ha fornito un valore aziendale di € 26.760.371 che al netto della posizione finanziaria netta al 31/12/2015 ha fornito un valore economico del patrimonio netto pari a € 25.171.271.

In entrambe le valutazioni, oltre allo sconto dei flussi futuri attesi consolidati degli esercizi 2016-2020, è stato considerato un valore terminale, calcolato sulla base del flusso del 2020 normalizzato ipotizzando investimenti pari ad ammortamenti ed investimenti di sostituzione, applicando un tasso di crescita perpetua nullo e un tasso di attualizzazione con premio del 10% sul costo del capitale proprio, ponderando il valore terminale al 50% del valore precedentemente ottenuto in modo da ridurre l'impatto del valore terminale al di sotto del 45% del valore attuale.

Successivamente i valori del patrimonio netto indicati sopra sono stati ponderati escludendo la quota di competenza di terzi, pari al 22,13%, ottenendo i seguenti valori del patrimonio netto consolidato di gruppo:

- con i FCFE: € 19.736.047
- con i FCFF: € 19.601.663
- valore medio (scenario base): € 19.668.855.

Infine il valore medio è stato scontato del 25% in considerazione della mancanza di previsione di scenari alternativi e in considerazione che sul business plan non è stata svolta alcuna attività di *due diligence*, ottenendo un valore economico stimato di Agatos pari a € 14.751.642 (scenario *worst*).

5.4.2 Metodo dei multipli di Borsa

Ai fini di supportare la valutazione effettuata tramite la metodologia valutativa del *DCF* (metodo principale), gli Amministratori, con il supporto del Perito, hanno proceduto a stimare il valore di **Agatos** anche attraverso la metodologia dei Multipli di Borsa (metodo di controllo).

Il metodo dei Multipli di Borsa esprime il valore delle società sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati, su mercati azionari regolamentati, rappresentativi delle società in oggetto. Il prezzo di Borsa infatti sintetizza la percezione del mercato rispetto alle prospettive di crescita delle società ed al valore ad esse attribuibile sulla base delle informazioni conosciute dagli investitori in un determinato momento.

Si precisa che nell'ambito della metodologia dei Multipli di Borsa, sono stati presi a riferimento il Multiplo *Price/Earnings* ("P/E"), il Multiplo *Enterprise Value/Ebitda* ("EV/EBITDA"), e il Multiplo *Enterprise Value/Revenues* ("EV/REVENUES").

Con riferimento all'applicazione di tale metodo alla valutazione, in considerazione della natura del business di **Agatos**, si evidenzia l'utilizzo, da parte del Perito, di un *panel* di *comparables* costituito da TerniEnergia S.p.A., Enertronica S.p.A. e Falk Renewable. Inoltre, nell'ambito della valutazione mediante Multipli di Borsa, sono stati presi in considerazione i multipli per gli anni 2015, 2016 e 2017.

Il Perito ha poi confrontato i multipli dei suddetti comparabili con quelli impliciti derivanti dal valore individuato nello scenario base con l'applicazione del DCF, per verificare i valori ottenuti con tale metodo. Tale confronto ha evidenziato che per quanto riguarda il 2015 i multipli impliciti di **Agatos** risultano nettamente superiori a quelli dei comparabili, mentre per quanto riguarda i multipli calcolati sui dati 2016 e 2017 i multipli impliciti di **Agatos** risultano più in linea con i comparabili per effetto della crescita dei ricavi e delle marginalità del Business Plan di **Agatos**.

Infine gli Amministratori, con il supporto del Perito, hanno determinato il valore di **Agatos** mediante il Metodo dei Multipli di Borsa applicando agli utili 2016 di **Agatos** attesi al momento della predisposizione della perizia il multiplo P/E/G di TerniEnergia, un multiplo che tiene conto quindi non solo del multiplo P/E rilevato per il 2016 per tale comparabile, pari a 13,2, ma anche della crescita prevista dello stesso per il 2016-2017, ottenendo un multiplo P/E/G pari a 20, che applicato all'utile atteso 2016 e alla crescita attesa 2016-2020 di **Agatos** ha fornito un valore economico del patrimonio netto di **Agatos** di € 30.500.000.

Lo stesso procedimento che tiene conto della crescita è stato applicato anche per il multiplo EV/EBITDA/G, calcolato per TerniEnergia pari a 21 e applicato ad **Agatos** che ha fornito un valore economico del patrimonio netto di € 45.500.000.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Per quanto riguarda la valutazione della società **Agatos**, le informazioni ed i documenti economico/patrimoniali storici e previsionali trasmessi dalla società al Perito non sono stati oggetto di alcuna attività di *due diligence* da parte dello stesso *Perito.*

Per quanto riguarda la valutazione della società **TEW** gli Amministratori hanno dichiarato che non hanno riscontrato difficoltà dato che è stata considerata la capitalizzazione di Borsa.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

7.1 Risultati emersi dalla valutazione di TEW e Agatos

Per quanto riguarda **Agatos**, di seguito si riporta il range di valori determinati dal Perito:

Metodo	Valore
Multipli di mercato	30.500.000
Finanziario (scenario base)	19.668.855
Finanziario (scenario worst)	14.751.642

Il Perito, nelle considerazioni conclusive, ha suggerito di considerare come rappresentativo del valore di **Agatos** l'ammontare di € 14,7 milioni identificato come scenario *worst*, in considerazione del fatto che il *Business Plan* di **Agatos** non è stato oggetto di *due diligence*, e gli Amministratori hanno fatto proprie le considerazioni espresse dal Perito identificando in tale ammontare il valore di **Agatos**.

Per quanto riguarda **TEW** invece, sulla base della media semplice di negoziazione di mercato nei tre mesi precedenti l'annuncio dell'Operazione, il valore identificato dagli Amministratori è stato pari a € 3,6 milioni.

7.2 Determinazione del Rapporto di Cambio da parte degli Amministratori

Sulla base dei valori economici di **TEW** e **Agatos**, determinati con le modalità esposte nei precedenti paragrafi, gli Amministratori hanno proceduto alla determinazione del Rapporto di Cambio e alla conseguente determinazione del numero di azioni TEW da emettere e assegnare ai Soci Agatos a servizio dell'Operazione.

In particolare, gli Amministratori, a seguito delle negoziazioni fra i rappresentanti delle due società coinvolte nell'Operazione, hanno individuato un Rapporto di Cambio da sottoporre alle rispettive Assemblee che, per effetto della *business combination*, per ogni nominali Euro 1 (uno) del capitale sociale di **Agatos**, i Soci Agatos riceveranno n. 2.319 azioni ordinarie **TEW**, prive del valore nominale, senza conguagli in denaro.

8. LAVORO SVOLTO

Con riferimento alle procedure svolte in relazione alla documentazione utilizzata, abbiamo:

- effettuato colloqui con le Direzioni di **TEW** e **Agatos**, al fine di comprendere i principi contabili utilizzati nella predisposizione dei rispettivi bilanci al 30 giugno 2016 ed i fatti salienti concernenti la redazione degli stessi;
- ottenuto informazioni da parte della società di revisione Baker Tilly circa l'attività di revisione contabile da questa svolta sui bilanci consolidati al 31 dicembre 2015 e al 30 giugno 2016 di **TEW** e **Agatos**;
- svolto un'analisi critica:
  - *i)* del Progetto di Fusione, al fine di verificare la struttura generale della Fusione;
  - *ii)* delle Relazioni e, in particolare, sulla parte riferita ai metodi di valutazione adottati dagli Amministratori al fine di riscontrarne l'adeguatezza, nelle circostanze, sotto il profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà;
- discusso con la Direzione di **Agatos** i criteri utilizzati per la redazione del *Business Pian di Agatos,* riportante le proiezioni economico-finanziarie per il periodo 2016-2020 della società;
- discusso con la Direzione di **TEW** l'evoluzione prospettica della stessa;
- discusso con la Direzione di **Agatos** il procedimento utilizzato per la determinazione degli intervalli del Rapporto di Cambio determinati dagli Amministratori mediante l'applicazione dei metodi principale (DCF) e di controllo (multipli di Borsa), come precedentemente descritto ai paragrafi 5.3.1 e 5.3.2;
- discusso con la Direzione di TEW i procedimenti utilizzati con riferimento al metodo di mercato (prezzi di Borsa) adottato dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, come precedentemente descritto al paragrafo 5.3.3;
- presa visione dell'Accordo Quadro;
- esaminato i verbali dei Consigli di Amministrazione di **TEW** e di **Agatos** rispettivamente del 27 ottobre 2016 e del 28 ottobre 2016; nonché i verbali dei Consigli di Amministrazione del 18 novembre 2016 in cui è stata deliberata la rettifica del Progetto di Fusione;
- esaminato, per le sole finalità di cui al presente lavoro, gli statuti di **TEW** e di **Agatos**, nonché lo Statuto Post-Fusione proposto alle Assemblee;
- svolto un esame critico dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, raccogliendo elementi utili per accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Rapporto di Cambio;

- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dagli Amministratori in ordine ai metodi valutativi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- verificato la correttezza aritmetica del calcolo degli intervalli di valore alla base della determinazione del Rapporto di Cambio fatta dagli Amministratori;
- analizzato la relazione *"Stima del valore economico della società Agatos Srl"* predisposta dal Perito con riferimento ad **Agatos**;
- effettuata analisi volta all'individuazione degli elementi quantitativi alla base delle previsioni dei piani economico finanziari di **Agatos**, riconducibili alle previste caratteristiche di dimostrabilità;
- raccolto informazioni relative ai settori rilevanti per le società;
- letto l'ulteriore documentazione ottenuta, elencata al precedente paragrafo 4;
- raccolto, attraverso colloqui con le Direzioni di **TEW** e **Agatos**, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di riferimento delle situazioni patrimoniali al 30 giugno 2016, in ordine a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sulla determinazione del Rapporto di Cambio;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti di **TEW** e **Agatos** sugli elementi di valutazione messici a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione, tali da influenzare il Rapporto di Cambio.

9. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Gli Amministratori nelle rispettive Relazioni illustrano l'operazione di Fusione e descrivono le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Tanto premesso, esprimiamo le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione:

- le valutazioni sono state svolte dagli Amministratori su base *stand alone,* ovvero a prescindere da considerazioni inerenti agli effetti che la Fusione potrà avere in futuro sull'entità risultante dall'operazione, quali, ad esempio, sinergie di costo oppure effetti sulla quotazione di mercato della società dopo la Fusione. Tale scelta risulta ragionevole ed appare in linea con l'orientamento consolidato della migliore dottrina aziendalistica e con la prassi costante di tale tipologia di operazioni;
- la Società Incorporante è stata valutata dagli Amministratori ricorrendo a un solo metodo, quello delle quotazioni di Borsa. La Società Incorporanda è stata valutata dagli Amministratori ricorrendo a due metodi valutativi, uno principale (DCF) e uno di controllo (metodo dei multipli di Borsa); a tal proposito si evidenzia che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori relativi delle singole società, effettuata attraverso l'applicazione di criteri analoghi tali da ottenere risultati omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Nelle valutazioni per operazioni di fusione,

infatti, e per quanto applicabile nelle specifiche circostanze, 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.

- il metodo DCF, utilizzato quale metodologia principale per la valutazione di **Agatos** risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi finanziari, che consentono di apprezzare il valore di una società sulla base della sua capacità di generazione di flussi di cassa alla luce dei piani di sviluppo e delle caratteristiche intrinseche della stessa;
- con riferimento ad **Agatos**, gli Amministratori, tenendo in considerazione le peculiarità della società, hanno ritenuto opportuno ricorrere al metodo dei multipli di Borsa come criterio valutativo di controllo;
- la metodologia dei multipli di Borsa consente di operare implicitamente una sintesi dei differenti profili di rischio operativo delle società comparabili, oltre che delle loro prospettive di crescita, permettendo di incorporare nell'algoritmo valutativo, oltre ai risultati economici (in termini di EBITDA *margin*) delle società oggetto di valutazione, il tasso di attualizzazione ed il saggio di crescita stimati dal mercato per le società comparabili. Nella fattispecie, la scelta dell'adozione di tale criterio appare adeguata in relazione alle indicazioni della dottrina e della prassi professionale più accreditata e alla luce della disponibilità di dati sulle società comparabili e sul settore di riferimento. Si sottolinea come in taluni casi accade, che i valori ottenuti attraverso l'applicazione del metodo principale differiscano da quelli ottenuti con i metodi di controllo;
- il metodo delle quotazioni di Borsa, utilizzato quale unica metodologia per la valutazione di **TEW**, sulla base dei prezzi espressi dagli scambi delle azioni TEW al listino AIM, risente del fatto che dette quotazioni si riferiscono a un numero di scambi limitato conclusi nell'ambito di un mercato non regolamentato. In considerazione di quanto sopra, la decisione degli Amministratori di applicare tale sola metodologia senza l'applicazione quanto meno di un metodo di controllo, non appare corretta;

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

(i) In merito alle principali limitazioni e criticità incontrate relativamente ai metodi valutativi utilizzati, si segnala quanto segue:

- *Significatività dei corsi di Borsa di TEW* - La stima del valore economico di **TEW** è stata condotta da parte degli Amministratori prendendo a riferimento il criterio delle quotazioni di Borsa. La scarsa liquidità del titolo TEW appare quale elemento ostativo all'utilizzo di tale criterio, per giunta non supportato da alcuna altra metodologia. Se infatti si esaminano le transazioni sull'AIM aventi ad oggetto il titolo nei tre mesi precedenti l'annuncio dell'Operazione (ossia dal 29 marzo 2016 al 29 giugno 2016), si evince che nei 67 giorni di Borsa aperta non c'è stata alcuna contrattazione in 16 giorni mentre nei giorni di trattazioni si è avuto, secondo i dati reperiti dal database Bloomberg, un turnover mensile medio di € 137.367, corrispondente al 3,83% della capitalizzazione media del periodo, nonostante il flottante sul mercato sia pari al 48,7%. Tale turnover risulta superiore al turnover mensile medio del mercato AIM, pari ad esempio nel mese di giugno 2016 a circa l'1% della capitalizzazione, ma molto inferiore al turnover mensile medio di un mercato liquido quale l'MTA, il segmento principale della Borsa Italiana, pari ad esempio nel mese di giugno 2016 a circa il 13,6% della capitalizzazione secondo i dati forniti da Borsa Italiana. Tali dati evidenziano la scarsa liquidità del titolo e quindi la non significatività dei prezzi registrati, circostanza che avrebbe richiesto quanto meno l'impiego di un altro metodo

di valutazione della società considerabile appropriato e generalmente riconosciuto.

Inoltre si sottolinea che il titolo non risulta trattato dal 30 giugno 2016 ed è attualmente sospeso dalle contrattazioni. Il prezzo medio dei 3 mesi precedenti l'annuncio dell'operazione si riferisce ormai a circa 5 mesi fa e non è possibile conoscere mediante tale metodologia quale sarebbe la valorizzazione corrente della società stand-alone tenendo conto delle variazioni delle circostanze economiche che interessano la società avvenute dopo tale data.

Per tali ragioni la metodologia basata esclusivamente sui prezzi di Borsa di **TEW** non è considerabile come idonea alla rappresentazione del fair value del titolo.

- *Evoluzione prospettica di TEW* – Sulla base delle informazioni ottenute da TEW relative al piano strategico formulato ai fini della ricerca di nuovi soci, la valutazione di TEW risulterebbe significativamente inferiore rispetto a quella determinata con i metodi borsistici.

- *Dati prospettici utilizzati per Agatos* - I metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori per **Agatos** hanno comportato l'utilizzo di dati previsionali predisposti dalla società, per loro natura aleatori ed incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili di settore, a fenomeni esogeni alle aziende, nonché basati, nella fattispecie, anche su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri e che per questo motivo sono incerti. Tali elementi di aleatorietà assumono particolare rilevanza nell'attuale contesto economico-finanziario e in relazione al confronto con i dati consuntivi attuali, che mostrano un livello di *business* molto inferiore rispetto a quello prospettato, per effetto dell'ampliamento di nuove linee di *business* sempre nell'ambito del settore delle energie rinnovabili; in particolare, prendendo a riferimento il Business Plan di **Agatos** riportato nella valutazione effettuata dal Perito presa a riferimento per la determinazione del Rapporto di Cambio, si evidenzia un tasso di crescita medio composto (CAGR) dei ricavi consolidati nel quinquennio 2016-2020 pari al 165,2% annuo (da € 5.687.946 del 2015 a € 69.991.453 del 2020), contro tassi di crescita dei ricavi 2016-2017 dei comparabili individuati da Finsa mediamente pari al 19,8%; parimenti l'EBITDA consolidato passa da € 592.657 del 2015 a € 16.284.949 del 2020 (CAGR 194,0% annuo contro tassi di crescita dell'EBITDA 2016-2017 di comparabili mediamente pari al 21,7%. Tali importanti crescite prospettate sono accompagnate nella perizia di Finsa da una sintetica descrizione delle linee guida mentre non vengono commentate dagli Amministratori nella Relazione del Consiglio di Amministrazione. Nell'ambito di colloqui con la Direzione di **Agatos** sono state approfondite le previste evoluzioni delle diverse linee di *business* ma, tenuto conto dell'ancor limitato orizzonte temporale, non è stato possibile ottenere elementi documentali tali da supportare adeguatamente i livelli di ricavi e margini prospettici in quanto si tratta per la maggior parte di elementi potenziali non ancora concretizzatisi in contratti e incarichi.

A tal proposito si fa notare che i Principi Italiani di Valutazione emessi dall'OIV distinguono tra valore in atto e valore potenziale di un'azienda (I.6.11): "La distinzione tra i due attributi di valore risiede nel fatto che il valore in atto esclude ogni ipotesi speciale e /o condizione ipotetica, mentre il valore potenziale considera anche il valore di benefici legati ad ipotesi speciali e/o condizioni ipotetiche. Il valore potenziale può includere anche una stima ragionevole di potenzialità per le quali non vi sono riscontri obiettivi, ma che un operatore di mercato considererebbe comunque alla data della valutazione, anche se solo possibili o remoti". L'OIV specifica che "Se la valutazione fa uso di ipotesi relative a condizioni ipotetiche o ad ipotesi speciali il valore ottenuto è sempre un valore potenziale. Il valore di mercato incorpora le potenzialità nella misura in cui i partecipanti al mercato alla data della valutazione esprimano effettivamente tale propensione". Per quanto detto sopra la stima di valore di **Agatos**, in quanto basata su di un *business plan* che in buona parte esprime condizioni ipotetiche, si configura come

valore potenziale, e quindi non appropriato ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Si evidenzia inoltre che gli Amministratori ci hanno fornito anche un *business plan* di **Agatos** rivisto, il quale conferma le forti crescite evidenziate nel precedente piano, ma le fa slittare in avanti in quanto i dati consuntivi della società al 30 giugno 2016 non hanno evidenziato le crescite sperate e precedentemente esposte nel piano a causa del ritardo nella pubblicazione del nuovo decreto sull'incentivazione dell'energia elettrica diversa dal fotovoltaico del 23 giugno 2016 che ha causato un rallentamento/differimento dell'attività della prima metà dell'anno.

- *Mancanza di omogeneità tra i metodi di valutazione applicati per TEW e Agatos* - Gli Amministratori hanno impiegato metodologie di valutazioni differenti per le due società interessate alla Fusione, ossia il metodo delle quotazioni di Borsa per **TEW** e il metodo finanziario supportato dal metodo dei multipli per **Agatos**. In questo modo è venuta a mancare l'omogeneità tra i valori stimati e ciò influenza la correttezza del Rapporto di Cambio determinato. Inoltre, come sottolineato sopra, la valutazione di **TEW**, basandosi sulle quotazioni di Borsa, riflette le conoscenze e aspettative dei generici partecipanti al mercato, mentre la valutazione di **Agatos** si basa proprio sul Business Plan di **Agatos**, riflettendo per giunta un valore potenziale e non in atto.

- *Variazioni delle condizioni prevalenti nei mercati finanziari di riferimento* - I risultati derivanti dall'applicazione dei metodi di valutazione adottati riflettono le condizioni prevalenti nei mercati finanziari di riferimento e sono quindi soggetti alla variabilità delle stesse, particolarmente acuita dall'attuale contesto economico- finanziario;

- *Sviluppo delle valutazioni di Agatos con il metodo finanziario* - Il valore del capitale economico ottenuto attraverso il metodo principale risulta fortemente influenzato dalla componente del *Terminal Value,* seppure quest'ultimo limitato al 45% del valore complessivo, per effetto della significativa crescita attesa del *business* rappresentata nel *business plan* rispetto al giro d'affari attuale. Tale aspetto rappresenta un fattore di incertezza nell'impianto valutativo. Inoltre il tasso di attualizzazione impiegato include un premio per il rischio specifico del 2,5%, che risulta a nostro avviso troppo contenuto in relazione all'elevata aleatorietà dei dati prospettici evidenziata sopra, in quanto le crescite derivano sostanzialmente da linee di business e prodotti innovativi e come tali soggetti ad un livello di rischio di esecuzione maggiore e conseguentemente soggetti a tassi di sconto che nella prassi possono anche essere significativamente superiori. Infine lo sconto applicato al valore ottenuto nello scenario base per ottenere uno scenario *worst*, in assenza di altre analisi di sensitività, pari al 25%, risulta arbitrario, in quanto non supportato da studi scientifici in relazione al suo ammontare.

- *Applicazione del criterio dei multipli di Borsa* - Al fine della determinazione del valore capitale economico di **Agatos** tramite il metodo dei multipli di Borsa, gli Amministratori hanno applicato i multipli P/E/G e EV/EBITDA/G sui dati attesi dell'anno 2016 e sulle crescite attese 2016-2020 mentre i multipli sull'anno 2015 di Agatos non risultavano in linea con i multipli di mercato. Tale applicazione evidenzia il ruolo fondamentale svolto dal Business Plan di **Agatos** nella valutazione, che rappresenta un elemento di criticità del processo valutativo data l'aleatorietà dello stesso evidenziata sopra; infatti come riportato sopra i CAGR dei ricavi e dell'EBITDA del Business Plan di **Agatos** risultano molto superiori a quelli dei comparabili e l'inclusione degli stessi nei multipli applicati non permette di giudicare la ragionevolezza della stima effettuata con il DCF indipendentemente dalla realizzabilità dei dati prospettici.

- *Applicazione di metodi di valutazione alternativi per Agatos* – Si segnala che la perizia di Finsa S.p.A. riporta l'applicazione di altri due metodi di valutazione comunemente

applicati, il metodo patrimoniale e il metodo reddituale. Tali metodologie forniscono valori economici di **Agatos** significativamente discordanti rispetto a quanto ottenuto con i metodi prescelti. Tuttavia il primo metodo non viene ritenuto significativo in quanto non tiene conto dell'avviamento, mentre il secondo in quanto non tiene conto della capacità futura di generare reddito. A nostro avviso la grande divergenza tra i valori ottenuti con questi metodi, che si basano sull'attuale business della società, e i metodi prescelti, che si basano sulle attese di profitto future, deve far riflettere sui possibili effetti della aggressività del piano di sviluppo di Agatos, in quanto altamente dipendente dal verificarsi di eventi futuri che allo stato attuale solo parzialmente trovano riscontri.. Tuttavia tenuto anche conto di quanto riportato sopra al punto "*Evoluzione prospettica di TEW*", non appare irragionevole ritenere che il valore di Agatos – seppur in termini assoluti significativamente inferiore rispetto a quanto determinato dagli Amministratori – possa probabilmente risultare in termini relativi superiore rispetto a quello di TEW.

(ii) Si richiama l'attenzione sui seguenti aspetti:

- nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti e informazioni fornitici dalle società partecipanti alla Fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo;
- esula dall'oggetto del presente parere ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori con riguardo alla struttura dell'Operazione, ai relativi adempimenti, alla tempistica, all'avvio e all'esecuzione dell'Operazione stessa;

(iii) Si sottolineano in particolare le seguenti criticità valutative, di rilievo per le finalità dell'incarico conferitoci:

- nelle Relazioni, gli Amministratori senza illustrare le valutazioni sottostanti l'individuazione del Rapporto di Cambio puntuale, hanno indicato che il Rapporto di Cambio è stato identificato anche a seguito di negoziazioni fra i rappresentanti delle due società;

11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come illustrate nella presente relazione, fermo restando quanto indicato nel precedente paragrafo 10, riteniamo che, per quanto riguarda **TEW**:

- la metodologia delle quotazioni di Borsa da sola non sia idonea a configurare correttamente il valore della società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio a causa della scarsa liquidità del titolo.

Per quanto riguarda **Agatos**:

- le metodologie adottate dagli Amministratori, quella principale del DCF e quella di controllo dei multipli, per determinare il Rapporto di Cambio risultano sostanzialmente condivisibili;
- tuttavia la base di dati su cui tali metodologie vengono applicate, ossia il Business Plan di Agatos predisposto dagli Amministratori, risulta particolarmente aggressiva, solo parzialmente dimostrabile ovvero in contrasto con quanto richiesto dai corretti principi di valutazione.

La su esposta inadeguatezza dei metodi e dei processi valutativi adottati dagli Amministratori per determinare il Rapporto di Cambio, unitamente alle ipoteticità delle assunzioni poste a base dei metodi adottati dagli Amministratori, non permette di esprimere un giudizio di congruità del Rapporto di Cambio esposto nel Progetto di Fusione di n. 2.319 azioni di **TEW** ogni nominale 1 Euro del capitale di **Agatos**.

Milano, 2 dicembre 2016

Fidital Revisione Srl

Roberto Pirola
(Socio)