



## **Ambienthesis S.p.A.**

**Relazione della società di revisione sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 quarto comma, primo periodo e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98**



EY S.p.A.  
Via Meravigli, 12  
20123 Milano

Tel: +39 02 722121  
Fax: +39 02 722122037  
ey.com

## Relazione della società di revisione sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 quarto comma, primo periodo e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98

Agli Azionisti di  
Ambienthesis S.p.A.

### 1. Motivo e oggetto dell'incarico

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quarto comma, primo periodo, e sesto comma del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98 ("TUF") abbiamo ricevuto da Ambienthesis S.p.A. ("ATH" o la "Società" o l'"Emittente") la Relazione degli Amministratori datata 15 novembre 2021 predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (la "Relazione degli Amministratori"), che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione.

La Relazione degli Amministratori descrive il prospettato aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione da liberarsi, entro il termine del 31 dicembre 2021 (l'"Aumento di Capitale"), mediante conferimento da parte di Greenthesis S.p.A. ("GTH") di un ramo di azienda (il "Ramo d'Azienda"). Il Ramo d'Azienda è costituito principalmente: (i) dalle partecipazioni totalitarie detenute da GTH in Indeco S.r.l. ("Indeco") e Gea S.r.l. ("Gea") che, a seguito del perfezionamento delle Operazioni Propedeutiche (come di seguito definite), deterranno a loro volta, inter alia, il 100% di Rea Dalmine S.p.A. ("Rea Dalmine"); (ii) dalla partecipazione del 100% detenuta da GTH in Aimeri S.r.l. in liquidazione ("Aimeri"); (iii) dal debito finanziario di GTH nei confronti di Indeco; (iv) da un debito bancario di GTH; (v) da un contratto preliminare tra GTH e Plurifinance S.r.l. (partecipata al 40% da GTH e, per la restante parte del capitale, da componenti della famiglia Grossi, azionista di GTH) relativo alla cessione del contratto di leasing finanziario stipulato con la società Leasint S.p.A., relativo all'immobile adibito a sede delle società controllate direttamente e indirettamente da GTH e (vi) dal ramo d'azienda attualmente condotto da GTH e relativo alla fornitura di servizi amministrativi e direzionali a favore della Società e delle altre società operative del gruppo facente capo a GTH.

La proposta del suddetto Aumento di Capitale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata in unica convocazione per il giorno 20 dicembre 2021.

Nell'ambito dell'operazione cui si riferisce la presente relazione, il Consiglio di Amministrazione della Società si è avvalso dell'apporto di Intermonete SIM S.p.A. in qualità di advisor finanziario esterno ("Intermonete" o l'"Advisor Finanziario"). L'Advisor Finanziario ha provveduto ad emettere, in data 15 novembre 2021 il "Documento a Supporto del Consiglio di Amministrazione" ed una *fairness opinion* finalizzate a supportare il Consiglio di Amministrazione nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni rinvenienti dall'Aumento di Capitale, le cui conclusioni sono state fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione della Società nella propria Relazione degli Amministratori.

EY S.p.A.  
Sede Legale: Via Lombardia, 31 - 00187 Roma  
Capitale Sociale Euro 2.525.000,00 I.v.  
Iscritta alla S.O. del Registro delle Imprese presso la C.C.I.A.A. di Roma  
Codice fiscale e numero di iscrizione 00434000584 - numero R.E.A. 250904  
P.IVA 00891231003  
Iscritta al Registro Revisori Legali al n. 70945 Pubblicato sulla G.U. Suppl. 13 - IV Serie Speciale del 17/2/1998  
Iscritta all'Albo Speciale delle società di revisione  
Consob al progressivo n. 2 delibera n.10831 del 16/7/1997

A member firm of Ernst & Young Global Limited

In riferimento all'operazione sopra descritta il Consiglio di Amministrazione della Società ci ha conferito l'incarico di esprimere, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, del TUF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di ATH.

## 2. Sintesi dell'operazione

### *Modalità di esecuzione dell'operazione*

In data 15 novembre 2021 ATH e GTH hanno sottoscritto un accordo di investimento (l'"**Accordo di Investimento**") ai sensi del quale (i) ATH si è obbligata a far sì che la propria assemblea deliberi l'Aumento di Capitale riservato a GTH, avente un importo complessivo pari a Euro 75.000.000,00, (il "**Valore di Conferimento Convenzionale**") con emissione di n. 62.500.000 azioni al prezzo unitario di Euro 1,20, con godimento regolare e aventi le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione alla data di emissione (le "**Nuove Azioni**"), da liberarsi mediante conferimento in natura del Ramo d'Azienda; e (ii) GTH si è obbligata a (aa) sottoscrivere le Nuove Azioni e (bb) liberare integralmente le Nuove Azioni mediante conferimento della piena ed esclusiva proprietà del Ramo d'Azienda.

Nel contesto dell'operazione di conferimento del Ramo d'Azienda, è in corso un processo di riorganizzazione del gruppo facente capo a GTH, che prevede il completamento di alcune operazioni societarie propedeutiche al perfezionamento del conferimento del Ramo d'Azienda (tra cui rientrano le operazioni di scissione di Gea e Rea Dalmine) volte anche alla razionalizzazione della struttura patrimoniale e finanziaria di alcune società rientranti nel Ramo d'Azienda, finalizzate, in particolare, all'estinzione/compensazione di crediti finanziari delle società operative nei confronti di GTH e delle relative controllate/partecipate non incluse nel perimetro del conferimento ed all'esclusione di attività e passività non afferenti l'attività caratteristica dei servizi ambientali svolta dal gruppo facente capo a GTH (le "**Operazioni Propedeutiche**").

Al fine di dare conto delle variazioni contabili che intercorreranno tra il 30 giugno 2021 (data di riferimento contabile per la valutazione del Ramo d'Azienda) e la data di efficacia del conferimento del Ramo d'Azienda, ATH e GTH redigeranno congiuntamente e in buona fede, entro quarantacinque giorni lavorativi dalla data di efficacia del conferimento, una situazione patrimoniale a tale data, al fine di dare evidenza delle variazioni nel patrimonio netto del Ramo d'Azienda (la "**Situazione Patrimoniale di Conferimento**"), con il pagamento della differenza qualora il patrimonio netto risultante dalla Situazione Patrimoniale di Conferimento differisca, in aumento o in diminuzione, di oltre il 5% rispetto al patrimonio netto risultante dalla situazione patrimoniale al 30 giugno 2021.

La Relazione degli Amministratori illustra poi che il perfezionamento dell'Accordo di Investimento, e pertanto dell'Aumento di Capitale, è subordinato al verificarsi - entro il termine previsto dall'Accordo di Investimento - delle seguenti condizioni sospensive (le "**Condizioni Sospensive**"):

- (i) la stipula (a) dell'atto di scissione parziale di Gea e (b) dell'atto di scissione di Rea Dalmine, e l'avvenuta efficacia delle predette scissioni;
- (ii) l'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria di ATH dell'Aumento di Capitale;
- (iii) il compiuto esperimento e la conclusione della procedura di informazione e consultazione sindacale di cui all'art. 47 della l. 29 dicembre 1990, n. 428 con riferimento al conferimento del Ramo d'Azienda;
- (iv) in relazione a eventuali contratti di finanziamento e/o prestiti obbligazionari di cui siano parte GTH, ATH e/o le società del gruppo facente capo a GTH che prevedano il consenso rispetto ad

operazioni straordinarie di riorganizzazione infragruppo, in via alternativa, (a) l'ottenimento, ove necessario, del consenso da parte delle relative banche finanziatrici e/o obbligazionisti; (b) la rinegoziazione dei relativi contratti di finanziamento e/o prestiti obbligazionari e/o (c) l'eventuale rifinanziamento del relativo indebitamento;

- (v) il mancato verificarsi di uno o più eventi o circostanze che abbiano effettivamente prodotto un rilevante effetto negativo, sulle attività, sui rapporti giuridici, sulle passività e/o sui risultati gestionali di GTH, delle società del gruppo facente capo a GTH.

Nella loro relazione gli Amministratori osservano che l'operazione ha una significativa valenza industriale e strategica per ATH nonché per il gruppo facente capo a GTH. In particolare, secondo gli Amministratori, il conferimento del Ramo d'Azienda consentirà alla Società di realizzare un'importante operazione industriale di valenza strategica, che comporta un significativo incremento delle dimensioni e della redditività aziendale - ed accrescitiva in termini di utile per azione, senza ricorrere ad esborsi di cassa e/o all'indebitamento.

Gli Amministratori segnalano nella loro relazione che, alla data della stessa, ATH è controllata da RAPS S.a.s. di Rina Marina Cremonesi & C. per il tramite delle società dalla stessa indirettamente controllate GTH e Gea. In particolare, GTH detiene una partecipazione diretta pari a circa il 61,76% del capitale sociale di ATH e una partecipazione indiretta, per il tramite di Gea, pari a circa il 14,4% del capitale sociale di ATH. La Società non è soggetta ad attività di direzione e coordinamento ai sensi degli artt. 2497 e seguenti del Codice Civile. Alla luce di quanto precede, gli Amministratori evidenziano che la sottoscrizione dell'Accordo di Investimento si qualifica come operazione con parte correlata di maggiore rilevanza, ai sensi dell'art. 5 della Procedura per le Operazioni con Parti Correlate adottata dal Consiglio di Amministrazione in data 12 novembre 2010, e da ultimo modificata in data 25 giugno 2021 (la "Procedura Parti Correlate") nonché dell'Allegato 3 al Regolamento adottato dalla CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modificazioni ed integrazioni (il "Regolamento OPC").

Pertanto, il Consiglio di Amministrazione ha approvato la sottoscrizione dell'Accordo di Investimento previo parere favorevole del Comitato Controllo, Rischi e Sostenibilità della Società, in qualità di comitato per le operazioni con parti correlate. A supporto delle proprie attività e valutazioni, il predetto Comitato si è avvalso del supporto del prof. Francesco Baldi, in qualità di esperto indipendente, il quale ha rilasciato la propria *fairness opinion* sul valore del Ramo d'Azienda in data 12 novembre 2021.

L'Operazione ha trovato illustrazione anche in un documento informativo per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza che è stato redatto e messo a disposizione del pubblico in data 22 novembre 2021 ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento 17221 (il "Documento Informativo OPC").

Infine, Gli Amministratori segnalano nella Relazione degli Amministratori che, dal momento che l'operazione è qualificabile come "significativa" ai sensi dell'art. 70, comma 6, del Regolamento Emittenti, e tenuto conto che la Società non si è avvalsa della facoltà prevista dall'art. 70, comma 8, del Regolamento Emittenti, di derogare all'obbligo di pubblicazione dei documenti informativi in occasione di operazioni significative di fusione, scissione, aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura, acquisizione e cessione, ATH procederà nei termini di legge a pubblicare un documento informativo previsto ai sensi dell'art. 70, comma 6, del Regolamento Emittenti con riguardo all'Aumento di Capitale.

### 3. Natura e portata del presente parere

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del TUF, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi

dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, e sesto comma, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini dei previsti Aumenti di Capitale.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società, che è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori, né del Ramo di Azienda oggetto di conferimento, che rimane oggetto della relazione di stima effettuata dal perito in conformità con quanto previsto dall'art. 2343-ter, secondo comma, lett. b), del Codice Civile (la "Valutazione"), effettuata dall'esperto indipendente prof. Maurizio Dallochio (l'"Esperto") in data 15 novembre 2021.

#### 4. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalla Società i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione ottenuta, ed in particolare:

- a) La Relazione degli Amministratori di ATH datata 15 novembre 2021, predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile per l'Assemblea Ordinaria e Straordinaria contenente la determinazione del Prezzo di Emissione;
- b) la *fairness opinion* denominata "Parere di congruità, da un punto di vista finanziario, sul corrispettivo relativo al conferimento in natura in ATH S.p.A. delle attività operative nel settore ambientali facenti capo a Greenthesis S.p.A." emessa da Intermonte in data 15 novembre 2021, e il "Documento a Supporto del Consiglio di Amministrazione" datato 15 novembre 2021 emesso da Intermonte;
- c) L'Accordo di Investimento sottoscritto da ATH e GTH in data 15 novembre 2021;
- d) Il Documento Informativo OPC messo a disposizione del pubblico in data 22 novembre 2021;
- e) Il parere del Comitato Controllo, Rischi e Sostenibilità della Società, in qualità di comitato per le operazioni con parti correlate, rilasciato in data 15 novembre 2021;
- f) la *fairness opinion* sul valore del Ramo d'Azienda rilasciata dal prof. Francesco Baldi in data 12 novembre 2021, in qualità di esperto indipendente a supporto del Comitato Controllo, Rischi e Sostenibilità della Società, in qualità di comitato per le operazioni con parti correlate
- g) La Valutazione predisposta ai sensi dell'art. 2343-ter comma secondo, lettera b) dall'Esperto in data 15 novembre 2021.
- h) le proiezioni economico-finanziarie relative ad ATH ed a Gea S.r.l., Indeco S.r.l., Rea Dalmine S.p.A., Enval S.r.l. e Rifuture S.r.l., rientranti nel Ramo d'Azienda, predisposti dalle Direzioni e dagli amministratori delle società;
- i) I bilanci consolidati di ATH chiusi al 31 dicembre 2020 e 2019, redatti secondo gli International Financial Standards adottati dall'Unione Europea ("IFRS"), da noi assoggettati a revisione contabile;

- j) Il bilancio intermedio semestrale abbreviato di ATH chiuso al 30 giugno 2021, redatto secondo gli IFRS applicabili all'informativa infrannuale (IAS 34), da noi assoggettato a revisione limitata;
- k) I bilanci consolidati di GTH chiusi al 31 dicembre 2020 e 2019, redatti secondo gli IFRS, assoggettati a revisione contabile da altro revisore;
- l) I bilanci di esercizio al 31 dicembre 2019 e 2020 di Gea S.r.l., Indeco S.r.l., Rea Dalmine S.p.A., Enval S.r.l., Rifuture S.r.l. ed Aimeri Immobiliare S.r.l.;
- m) lo statuto vigente della Società;
- n) l'andamento dei prezzi di mercato delle azioni di ATH registrati nei periodi precedenti alla data della Relazione degli Amministratori;
- o) Ulteriori informazioni contabili ed extracontabili ritenute utili ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione della Società, non sono intervenute variazioni rilevanti ai dati ed alle informazioni utilizzate nello svolgimento delle nostre analisi, o altri fatti e circostanze che possano avere un impatto significativo sui criteri di determinazione del prezzo di emissione delle azioni indicati nella Relazione degli Amministratori che, come tali, potrebbero essere rilevanti per le finalità della presente relazione.

#### **5. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni**

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo e quinto comma, del Codice Civile, il sesto comma del medesimo articolo statuisce che il prezzo di emissione delle azioni è determinato dagli Amministratori "in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre".

Il Consiglio di Amministrazione della Società, nell'identificare i criteri di determinazione delle Nuove Azioni, da emettersi nell'ambito dell'Aumento di Capitale, si è avvalso della consulenza di Intermonte, a cui è stato conferito l'incarico di advisor finanziario della Società nell'ambito dell'operazione e che ha previsto, tra l'altro, la predisposizione di analisi utili a supportare il Consiglio di Amministrazione della Società in merito alla definizione, da parte dello stesso, del numero delle Nuove Azioni emesse nell'Aumento di Capitale. L'Advisor Finanziario ha rilasciato una *fairness opinion* attestante la congruità, da un punto di vista finanziario, del corrispettivo dell'Aumento di Capitale, inteso come numero delle Nuove Azioni.

Gli Amministratori indicano che l'individuazione delle metodologie nel processo di valutazione è stata effettuata in base alle caratteristiche delle singole società e delle attività coinvolte nell'operazione e degli obiettivi della valutazione stessa. Secondo la generale prassi valutativa, il principio base delle valutazioni relative ad operazioni di aumento di capitale da liberarsi mediante conferimento in natura è rappresentato dall'omogeneità e dalla confrontabilità dei criteri applicati, compatibilmente con le caratteristiche delle società oggetto di valutazione. Tale principio si traduce nella selezione di criteri e metodi che rispondano ad una medesima logica valutativa e risultino più appropriati per le società oggetto di valutazione, tenuto comunque conto delle diversità che le caratterizzano, al fine di proporre valori confrontabili per la determinazione del numero di azioni da emettere nell'ambito dell'operazione.

In considerazione della natura dell'operazione, le valutazioni sono state effettuate con l'ottica di esprimere una stima comparativa di intervalli di rapporti di valore della Società e delle attività

conferite. Tali valutazioni vanno pertanto intese unicamente in termini relativi e con riferimento limitato alla specifica operazione e non si riferiscono in alcun modo a valori assoluti di qualsiasi società né possono essere considerate rappresentative di prezzi e/o valori di mercato attuali, stimati o futuri.

Gli Amministratori indicano che le valutazioni delle società sono state effettuate sulla base dell'attuale configurazione e delle prospettive future delle società autonomamente considerate (c.d. ottica stand alone), senza quindi tenere conto di potenziali sinergie derivanti dall'operazione e di costi straordinari relativi all'operazione.

In particolare, quale metodologia di valutazione, è stato utilizzato il metodo dei flussi di cassa attualizzati ("Discounted Cash Flow"), che consente di tenere in considerazione i flussi finanziari relativi alle specifiche e differenti attività oggetto di valutazione e le relative caratteristiche (distribuzione temporale, presenza di progetti caratterizzati da flussi di cassa di medio-lungo periodo, durata delle attività aventi un orizzonte temporale limitato quali discariche e concessioni, presenza di un eventuale valore residuo, etc.).

Infine, gli Amministratori evidenziano che, nell'ambito delle metodologie generalmente utilizzate nelle analisi valutative, non sono state ritenute applicabili le seguenti: (i) metodo dei multipli di mercato di società quotate comparabili; (ii) metodo dell'analisi di precedenti transazioni comparabili; (iii) metodo dell'analisi dei target price degli analisti; (iv) metodo dell'analisi delle quotazioni di mercato del titolo azionario.

Il metodo dei multipli di mercato di società quotate comparabili ed il metodo dell'analisi di precedenti transazioni comparabili non sono stati applicati dagli Amministratori per il fatto che gli stessi, inter alia, non consentono di tenere in adeguata considerazione le specifiche caratteristiche delle attività oggetto di valutazione nell'operazione, che risultano invece considerate da una metodologia di analisi fondamentale quale il Discounted Cash Flow.

Il metodo dell'analisi dei target price degli analisti non è stato utilizzato dagli Amministratori in quanto, essendo solo ATH una società quotata il cui titolo è oggetto di copertura da parte di analisti di equity research con la pubblicazione di target price, non risulta applicabile nell'ottica di una valutazione relativa e con criteri omogenei della Società e delle attività conferite.

Il metodo dell'analisi delle quotazioni di mercato del titolo azionario non è stato utilizzato dagli Amministratori in quanto, essendo solo ATH una società quotata su un mercato regolamentato, non risulta applicabile nell'ottica di una valutazione relativa e con criteri omogenei della Società e delle attività conferite.

#### Metodo dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow)

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash Flow*) si basa sul principio che il valore del capitale economico di un'impresa sia pari alla sommatoria dei futuri flussi di cassa attualizzati che questa è in grado di produrre.

Tale metodo è stato applicato utilizzando il cosiddetto approccio dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* che si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa generati dalla gestione operativa al netto delle imposte di una società in un determinato orizzonte temporale, nonché, ove applicabile alla società oggetto di valutazione, del valore residuale della società stessa al termine del periodo di previsione esplicita dei flussi di cassa (c.d. terminal value/valore residuo).

I flussi di cassa e l'eventuale terminal value/valore residuo vengono attualizzati ad un tasso rappresentativo del costo medio ponderato del capitale della società (*Weighted Average Cost of Capital* o WACC), calcolato come media ponderata del costo dei mezzi propri (c.d. Cost of Equity) e

del costo dei mezzi di terzi al netto del relativo effetto fiscale. Il costo dei mezzi propri viene stimato attraverso la metodologia del Capital Asset Pricing Model sulla base della seguente formula:  $\text{Cost of Equity} = R_f + \beta * (R_m - R_f)$ , dove  $R_f$  rappresenta il tasso di rendimento per investimenti privi di rischio (c.d. risk free),  $\beta$  il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un titolo ed il rendimento complessivo del mercato azionario di riferimento e  $(R_m - R_f)$  il premio per il rischio di un investimento in azioni rispetto ad un investimento *risk free*.

I parametri alla base del calcolo del WACC sono stati determinati dagli Amministratori come segue:

- Tasso risk free ( $R_f$ ): è stato determinato prendendo a riferimento il rendimento medio registrato dai titoli di stato decennali italiani negli ultimi 10 anni;
- Premio per il rischio ( $R_m - R_f$ ): è stato utilizzato un premio per il rischio coerente con parametri utilizzati nella prassi valutativa italiana ed internazionale con riferimento al mercato italiano;
- $\beta$ : il parametro beta è stato stimato prendendo a riferimento i valori espressi dalle società quotate comparabili di seguito riportate, tenendo conto della struttura finanziaria stimata di seguito indicata;
- Costo dei mezzi di terzi: il costo dei mezzi di terzi è stato stimato sulla base del costo del debito del gruppo facente capo a GTH. Il costo dei mezzi di terzi è stato determinato al netto del relativo effetto fiscale sulla base dell'aliquota applicabile alla società oggetto di valutazione;
- Struttura finanziaria: è stata stimata sulla base del rapporto tra mezzi propri e capitale di terzi relativo alle società quotate comparabili di seguito riportate.

Per quanto riguarda le società quotate comparabili prese a riferimento per il calcolo dei parametri del WACC sono state considerate sia società quotate europee operanti nei servizi ambientali (Biffa, Lassila & Tikanoja, Renewi e Séché Environnement) sia società italiane quotate presenti nei servizi ambientali (AZA, Acea, Hera e Iren).

L'intervallo di valori è stato determinato dagli Amministratori considerando un WACC, stimato sulla base dei parametri sopra indicati, in un intervallo tra il 5,48% circa ed il 5,68% circa. Per quanto riguarda Rifuture, società appartenente alle attività conferite, tenuto conto del fatto che l'attività operativa della società non è stata ancora avviata, è stato applicato un premio per il rischio addizionale del 2,0%, con un WACC stimato in un intervallo tra il 6,75% circa ed il 6,95% circa.

La Relazione degli Amministratori evidenzia che la sommatoria dei flussi di cassa attualizzati della gestione operativa al netto delle imposte e dell'eventuale terminal value/valore residuo attualizzato conduce alla determinazione dell'*Enterprise Value* della società. Per determinare il valore del capitale economico (Equity Value), dall'*Enterprise Value* si deduce l'indebitamento finanziario netto, il valore dei c.d. *debt-like items* (valorizzazione dei fondi post chiusura delle discariche, TFR, etc.) al netto del valore dei c.d. *cash-like items*, il valore di eventuali interessi di minoranza e si considera il valore degli eventuali c.d. *surplus assets* (attività finanziarie, partecipazioni non consolidate integralmente, asset immobiliari non strumentali, etc.).

La valorizzazione dei fondi post chiusura delle discariche, inclusi nei c.d. *debt-like items*, avuto riguardo alla tipologia di operazione ed alle relative caratteristiche nonché alle finalità delle analisi valutative, è stata effettuata dagli Amministratori seguendo un approccio prudenziale che considera le seguenti ipotesi: (i) valorizzazione dei fondi post chiusura al valore contabile di bilancio al 31 dicembre 2020; (ii) valorizzazione dei fondi post chiusura sulla base del valore attuale netto dei relativi utilizzi, previsti in un orizzonte temporale di lungo termine, incrementati per l'inflazione attesa ed attualizzati al rendimento dei titoli di stato italiani a lungo termine (in particolare, è stata

utilizzata la media dei tassi di rendimento degli ultimi 10 anni del BTP trentennale). Gli intervalli di valori sono stati determinati sulla base dei valori medi risultanti dall'applicazione delle ipotesi considerate.

Gli Amministratori sottolineano che le risultanze dell'applicazione della metodologia del *Discounted Cash Flow* presentano un'elevata dipendenza dalle proiezioni economico-finanziarie utilizzate, dalle ipotesi relative al tasso di attualizzazione dei flussi di cassa ed al calcolo, ove applicabile, del c.d. *terminal value*, nonché, nel caso specifico, dei criteri di valorizzazione utilizzati con riferimento ai fondi post chiusura delle discariche.

#### Valutazione di ATH

La valutazione di ATH con il metodo del Discounted Cash Flow è stata effettuata sulla base delle proiezioni economico-finanziarie consolidate della Società relative al periodo 2021-2025. Per il calcolo del *terminal value* è stata utilizzata la metodologia della rendita perpetua, in base alla quale il *terminal value* viene determinato attualizzando il flusso di cassa operativo al netto delle imposte normalizzato stimato relativo al periodo successivo all'orizzonte temporale di previsione esplicita dei flussi di cassa con il moltiplicatore  $(1+g) / (WACC-g)$ , dove "g" rappresenta il tasso di crescita perpetua.

L'intervallo di valori è stato determinato considerando un WACC compreso tra il 5,48% ed il 5,68% ed un tasso di crescita perpetua "g" compreso tra lo 0,00% e lo 0,50%.

Dall'applicazione del metodo è stato ottenuto un valore di ATH, in termini di valore del capitale economico (c.d. "equity value"), riferito al capitale sociale al netto delle n. 4.511.773 azioni proprie possedute dalla Società, compreso tra circa Euro 99,6 milioni e circa Euro 112,5 milioni, corrispondente ad un valore per azione compreso tra circa Euro 1,13 ed Euro 1,28.

#### Valutazione del Ramo d'Azienda

Ai fini dell'applicazione del metodo del Discounted Cash Flow al Ramo d'Azienda è stato adottato un approccio c.d. di Somma delle Parti ("Sum of the Parts" o "SoP") che prevede la valutazione con il metodo dei flussi di cassa attualizzati di ciascuna principale società operativa rilevante inclusa nel compendio conferito, tenendo conto del valore delle altre attività e passività presenti nel compendio conferito e considerando gli effetti delle Operazioni Propedeutiche.

Si riportano di seguito alcune informazioni indicate dagli Amministratori riguardanti la valutazione con la metodologia del Discounted Cash Flow delle principali società operative rilevanti appartenenti al compendio conferito.

La valutazione di Gea è stata effettuata sulla base delle proiezioni economico-finanziarie della società relative al periodo 2021-2029, corrispondente alla durata residua attuale attesa della discarica gestita da Gea. Alla luce delle caratteristiche dell'attività della società, avendo considerato i flussi di cassa relativi al periodo di durata residua attesa della discarica, non è stato considerato un *terminal value* basato sull'attualizzazione di flussi di cassa con una rendita perpetua ma il valore residuo del capitale investito della società al termine del periodo di proiezione dei flussi finanziari, nonché il valore attuale netto dei flussi di cassa relativi alla produzione residua di energia elettrica da biogas stimati dalla società per il periodo 2031-2039 ed il valore attuale netto dell'utilizzo, assunto nel periodo 2045-2072, degli accantonamenti ai fondi post chiusura delle discariche previsti nelle proiezioni 2021-2029 (nell'ipotesi di valorizzazione dei fondi post chiusura al relativo valore contabile al 31 dicembre 2020).

La valutazione di Indeco è stata effettuata sulla base delle proiezioni economico-finanziarie della società relative al periodo 2021-2023. Alla luce delle caratteristiche dell'attività della società, che si occupa della valorizzazione di una discarica in post chiusura, non è stato considerato un *terminal value* basato sull'attualizzazione di flussi di cassa con una rendita perpetua ma il valore residuo del capitale investito netto al termine del periodo di proiezione dei flussi finanziari (al netto degli investimenti non ancora ammortizzati relativi a nuovi investimenti riguardanti la produzione di biometano con annesso parco fotovoltaico) ed il valore attuale netto dei flussi di cassa relativi all'attività di biometano-fotovoltaico stimati dalla società per il periodo 2024-2051.

La valutazione di Rea Dalmine è stata effettuata sulla base delle proiezioni economico-finanziarie della società relative al periodo 2021-2025. Per il calcolo del *terminal value* è stata utilizzata la metodologia della rendita perpetua, in base alla quale il *terminal value* viene determinato attualizzando il flusso di cassa normalizzato operativo al netto delle imposte stimato relativo al periodo successivo all'orizzonte temporale di previsione esplicita dei flussi di cassa con il moltiplicatore  $(1+g) / (WACC-g)$ , dove "g" rappresenta il tasso di crescita perpetua.

La valutazione di Enval, partecipata al 51% tramite Rea Dalmine, è stata effettuata sulla base delle proiezioni economico-finanziarie della società relative al periodo 2021-2036, corrispondente alla durata residua attesa della concessione per la gestione dei rifiuti della Valle d'Aosta. Alla luce delle caratteristiche dell'attività della società, avendo considerato i flussi di cassa relativi al periodo di durata residua attesa della concessione, non è stato considerato un *terminal value* basato sull'attualizzazione di flussi di cassa con una rendita perpetua ma il valore residuo del capitale investito della società al termine del periodo di proiezione dei flussi finanziari.

La valutazione di Rifuture, partecipata al 60% (di cui il 30% tramite Gea ed il 30% tramite Rea Dalmine), è stata effettuata sulla base delle proiezioni economico-finanziarie della società relative al periodo 2022-2025. Per il calcolo del *terminal value* è stata utilizzata la metodologia della rendita perpetua, in base alla quale il *terminal value* viene determinato attualizzando il flusso di cassa normalizzato operativo al netto delle imposte stimato per il periodo successivo all'orizzonte temporale di previsione esplicita con il moltiplicatore  $(1+g) / (WACC-g)$ , dove "g" rappresenta il tasso di crescita perpetua. È stato altresì considerato il valore attuale netto dei flussi di cassa riguardanti i certificati di immissione in consumo relativi al biometano, stimati dalla società per il periodo 2024-2033.

La partecipazione in Aimeri è stata valutata sulla base del patrimonio netto della società al 31 dicembre 2020, tenendo conto degli effetti delle Operazioni Propedeutiche.

La valutazione del Ramo d'Azienda è stata effettuata sulla base delle predette valutazioni delle società operative effettuate con il metodo del Discounted Cash Flow, utilizzando l'approccio Sum of the Parts sopra descritto.

L'intervallo di valori è stato determinato considerando un WACC compreso tra il 5,48% ed il 5,68% (6,75% e 6,95% con riguardo a Rifuture) ed un tasso di crescita perpetua g, ove applicabile, compreso tra lo 0,00% e lo 0,50%.

Dall'applicazione del metodo è stato ottenuto un valore del Ramo d'Azienda, in termini di valore del capitale economico (c.d. "equity value"), compreso tra circa Euro 62,5 milioni e circa Euro 80,6 milioni.

## 6. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Gli Amministratori di ATH hanno evidenziato i seguenti limiti e difficoltà emersi nel processo di valutazione:

- le valutazioni sono state effettuate utilizzando dati economico-finanziari prospettici elaborati dalle Direzioni e dagli amministratori, assumendo pertanto che le società oggetto di valutazione realizzino risultati sostanzialmente in linea con tali dati previsionali. Tali dati presentano, per loro natura, profili di incertezza ed aleatorietà. Variazioni delle ipotesi ed assunzioni alla base dei dati previsionali potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle valutazioni. A tale riguardo, si segnala inoltre che le proiezioni economico-finanziarie utilizzate includono anche flussi finanziari aventi un orizzonte temporale di medio-lungo periodo e/o relativi alla realizzazione di nuovi progetti;
- i dati economico-finanziari delle società oggetto di valutazione sono predisposti con diversi principi contabili. In particolare, ATH utilizza i principi contabili IAS/IFRS, mentre - con riguardo alle principali società oggetto di valutazione facenti parte del Ramo d'Azienda - Rea Dalmine S.p.A. utilizza i principi contabili IAS/IFRS mentre Gea S.r.l., Indeco S.r.l., Enval S.r.l., Rifuture S.r.l. ed Aimeri Immobiliare S.r.l. utilizzano i principi contabili italiani;
- le società oggetto di valutazione presentano, in alcuni casi, delle componenti rilevanti nel c.d. bridge-to-equity (tra cui i fondi post chiusura relativi alle discariche ed altri c.d. debt-like items) e, di conseguenza, la valorizzazione del relativo Equity Value risulta caratterizzata da un'elevata sensibilità a variazioni, anche di entità limitata, della valorizzazione del relativo Enterprise Value;
- la valutazione del compendio conferito assume che il Ramo d'Azienda attualmente condotto da GTH, relativo alla fornitura di servizi amministrativi e direzionali presenti una situazione patrimoniale avente un saldo netto tra attività e passività di entità non rilevante ed una situazione economica caratterizzata, su base ricorrente, da un sostanziale equilibrio tra costi e ricavi operativi;
- la valutazione del compendio conferito assume l'assenza di impatti valutativi derivanti dalle operazioni immobiliari, sul presupposto che i benefici finanziari connessi al valore attuale netto dei canoni di locazione al netto delle imposte relativi agli immobili oggetto delle operazioni possano essere ritenuti quantomeno sostanzialmente equivalenti agli impatti finanziari dell'acquisizione di tali immobili; si osserva a riguardo che i predetti canoni di locazione corrisposti dalle società rientranti nel Ramo d'Azienda e da ATH risultano inclusi nei relativi bilanci e nelle relative proiezioni economico-finanziarie;
- la valorizzazione delle azioni ordinarie non ammesse alle negoziazioni emesse nell'Aumento di Capitale, alla luce del fatto che tali azioni dispongono dei medesimi diritti amministrativi e patrimoniali delle azioni ordinarie ammesse alle negoziazioni, è stata assunta pari alla valorizzazione di queste ultime;
- le valutazioni sono state condotte considerando ATH e le attività conferite in condizioni di normale funzionamento, in ipotesi di continuità aziendale e autonomia operativa, senza considerare potenziali sinergie connesse all'operazione o costi straordinari relativi all'operazione ed assumendo che non vi siano impatti negativi sulle società o sui relativi gruppi e sulla normale attività degli stessi derivanti dall'operazione;
- le stime e le proiezioni riportate nei dati utilizzati per le valutazioni ed i risultati derivanti dall'applicazione delle metodologie di valutazione, dipendono in misura sostanziale dalle ipotesi macroeconomiche, di scenario e da possibili evoluzioni dell'attuale contesto, anche regolamentare, relativo al settore di operatività di ATH e delle attività conferite. L'attuale incertezza macroeconomica e possibili cambiamenti di variabili di contesto rilevanti, possono influenzare, anche in misura significativa, il quadro di riferimento delle valutazioni;

- i mercati finanziari sono attualmente caratterizzati da una significativa volatilità, con conseguente volatilità dei valori e dei parametri di mercato utilizzati nelle analisi valutative effettuate;
- l'assenza di metodologie valutative diverse dal metodo del Discounted Cash Flow, seppur derivante dalle motivazioni esposte nella Relazione degli Amministratori, rappresenta una limitazione delle analisi svolte;
- le valutazioni effettuate risentono dei limiti e delle specificità che caratterizzano le metodologie di valutazione utilizzate.

#### 7. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori di ATH

Sulla base di quanto sopra riportato nella Relazione degli Amministratori, gli Amministratori ottengono un numero di Nuove Azioni compreso tra circa n. 49,0 milioni e circa n. 71,3 milioni, corrispondenti ad una partecipazione compresa tra il 34,6% circa ed il 43,5% circa del capitale sociale di ATH post Aumento di Capitale inclusivo delle azioni proprie.

Nell'ambito delle negoziazioni tra ATH e GTH relative all'Accordo di Investimento, le parti hanno definito che le Nuove Azioni da emettere a servizio del conferimento siano valutate Euro 1,20 ciascuna.

Il valore di emissione delle Nuove Azioni, tenuto conto del Valore di Conferimento Convenzionale, corrisponde a n. 62.500.000 Nuove Azioni, che rappresentano il 40,3% circa del capitale sociale della Società post Aumento di Capitale inclusivo delle azioni proprie.

Ad avviso degli Amministratori, tale valore:

- risulta compreso nei *range* di valutazione sopra riportati;
- si colloca a premio rispetto alla media aritmetica semplice ed alla media aritmetica ponderata dei prezzi ufficiali registrati dal titolo ATH negli ultimi 6 mesi (pari rispettivamente a circa Euro 0,79<sup>1</sup> ed Euro 0,80<sup>2</sup>);
- risulta superiore all'attuale target price degli analisti finanziari che seguono il titolo ATH, pari ad Euro 0,90 per azione<sup>3</sup>;
- conduce ad una valorizzazione del Ramo d'Azienda pari ad Euro 75,0 milioni, che risulta sostanzialmente allineata al valore medio dell'intervallo di valutazione riportato nella Valutazione dell'Esperto;
- è calcolato con riferimento ad un numero di Nuove Azioni ATH che Intermonete ha ritenuto congruo, da un punto di vista finanziario, come corrispettivo dell'operazione.

Considerato quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione di ATH ha ritenuto che il valore di emissione delle Nuove Azioni di Euro 1,20 fosse congruo, con piena tutela dei diritti patrimoniali dei soci esclusi dal diritto di opzione, è ciò anche ai sensi dell'articolo 2441, comma sesto, del Codice Civile.

<sup>1</sup> Media aritmetica semplice dei prezzi ufficiali delle azioni ordinarie ATH registrati sul mercato Euronext Milan nel periodo 12 maggio 2021 - 11 novembre 2021 (estremi inclusi) (fonte: elaborazione su dati Bloomberg).

<sup>2</sup> Media aritmetica ponderata per i volumi negoziati sul mercato Euronext Milan dei prezzi ufficiali delle azioni ordinarie ATH registrati nel periodo 12 maggio 2021 - 11 novembre 2021 (estremi inclusi) (fonte: elaborazione su dati Bloomberg).

<sup>3</sup> Equity Research pubblicata da Intermonete in data 30 settembre 2021.

## 8. Lavoro svolto

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- i) esaminato i verbali del Consiglio di Amministrazione della Società nonché le relative bozze non ancora a libro fino alla data della presente relazione;
- ii) svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori;
- iii) esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società e le relative modifiche richieste e necessarie ai fini dell'operazione;
- iv) analizzato, sulla base di discussioni con la Direzione della Società, il lavoro da loro svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- v) riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i metodi valutativi da esso adottati ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni;
- vi) considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle Nuove Azioni;
- vii) analizzato l'andamento delle quotazioni di borsa della Società per intervalli di tempo ritenuti significativi, nonché quella delle società comparabili;
- viii) analizzato il calcolo del prezzo di emissione delle Nuove Azioni effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione;
- ix) raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la chiusura del bilancio consolidato di ATH al 31 dicembre 2020, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame, sui dati e sulle informazioni prese a considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione della Società, non sono intervenute variazioni rilevanti ai dati ed alle informazioni utilizzate nello svolgimento delle nostre analisi, o altri fatti e circostanze che possano avere un impatto significativo sui criteri di determinazione del prezzo di emissione delle azioni indicati nella Relazione degli Amministratori che, come tali, potrebbero essere rilevanti per le finalità della presente relazione.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel paragrafo 1.

## 9. Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

La Relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione di Aumento di Capitale in esame descrive le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni al servizio del suddetto Aumento di Capitale.

Al riguardo, in considerazione delle caratteristiche dell'operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori.

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione, la norma dell'art. 2441, sesto comma del Codice Civile, stabilisce che il prezzo di emissione delle azioni deve essere determinato "in base al valore del

patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre". Secondo accreditata dottrina, tale disposizione va interpretata nel senso che il prezzo di emissione delle azioni non deve essere necessariamente uguale al valore patrimoniale, dal momento che la sua determinazione deve essere fatta "in base" a tale valore; ciò lascia un margine di discrezionalità agli Amministratori, che potrebbero emettere le nuove azioni ad un prezzo non coincidente con il valore del patrimonio netto. Analogamente, si ritiene che il riferimento della norma all'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre lasci agli Amministratori libertà di scelta nella individuazione del valore dell'azione che possa ritenersi maggiormente rappresentativo della tendenza del mercato nel periodo di osservazione.

Come descritto nei precedenti paragrafi, con riferimento alle valutazioni di congruità dei termini del conferimento del Ramo d'Azienda, gli Amministratori hanno identificato i criteri di determinazione del valore economico del capitale sia del Ramo d'Azienda stesso sia di ATH, riferendosi a quelli generalmente applicati in operazioni di analoga natura, in particolare al metodo finanziario basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa operativi che si prevede che le società coinvolte nell'operazione saranno in grado di produrre.

Con riferimento al metodo di valutazione del Discounted Cash Flow adottato dagli Amministratori, si osserva che:

- ▶ è largamente diffuso nella prassi professionale italiana e internazionale, ha consolidate basi dottrinali e si basa su parametri determinati attraverso un processo metodologico di generale accettazione;
- ▶ appare adeguato nella fattispecie, in considerazione delle caratteristiche delle singole società coinvolte nell'operazione;
- ▶ conformemente al contesto valutativo in esame, i metodi sono stati sviluppati in ottica stand alone;
- ▶ l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori ha consentito di rispettare il criterio della omogeneità dei metodi di valutazione e quindi della confrontabilità dei valori;
- ▶ la scelta del metodo risulta giustificata dalla tipologia di attività svolta dalle società, che rende rilevanti ai fini del processo di valutazione tanto gli aspetti reddituali quanto quelli finanziari; in particolare, lo sviluppo della metodologia del Discounted Cash Flow risulta coerente con quanto indicato dalla prassi professionale e dalla dottrina valutativa.

Infine, abbiamo verificato che il prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni è superiore rispetto alla media aritmetica semplice ed alla media aritmetica ponderata dei prezzi ufficiali registrati dal titolo ATH nei sei mesi antecedenti alla data della Relazione degli Amministratori.

Gli Amministratori osservano che il Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni di Euro 1,20 (accettato da GTH nell'ambito della negoziazione dell'Accordo di Investimento) è congruo in quanto (i) risulta compreso nei range di valutazione sopra riportati; (ii) si colloca a premio rispetto alla media aritmetica semplice ed alla media aritmetica ponderata dei prezzi ufficiali registrati dal titolo ATH negli ultimi 6 mesi (pari rispettivamente a circa Euro 0,79 ed Euro 0,80); (iii) risulta superiore all'attuale target price degli analisti finanziari che seguono il titolo ATH, pari ad Euro 0,90 per azione; (iv) conduce ad una valorizzazione del Ramo d'Azienda pari ad Euro 75,0 milioni, che si colloca all'interno dell'intervallo di valutazione riportato nella Valutazione dell'Esperto; e (v) è calcolato con riferimento ad un numero di Nuove Azioni ATH che Intermoneta ha ritenuto congruo, da un punto di vista finanziario, come corrispettivo dell'operazione.

**10. Limiti specifici incontrati dal revisore ed eventuali altri aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico**

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti da ATH e da GTH, inclusa la *fairness opinion* dell'Advisor Finanziario e la Valutazione di cui all'articolo 2343-ter, comma secondo, lettera b), del Codice Civile, predisposta dall'Esperto, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Allo stesso modo, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni della validità e/o efficacia dell'operazione di conferimento del Ramo d'Azienda e/o delle Operazioni Propedeutiche effettuate da GTH o da ATH, né degli effetti dell'aumento di capitale sui medesimi.

Non abbiamo svolto verifiche o valutazioni o esaminato aspetti di natura legale, regolamentare/di vigilanza, fiscale, contabile, strategico industriale, ambientale, attuariale, informatica, o commerciale, pertanto la valutazione effettuata non tiene conto delle possibili implicazioni connesse a tali aspetti. Non abbiamo svolto alcuna attività di due diligence né di revisione contabile del Ramo d'Azienda e le analisi svolte non hanno riguardato lo svolgimento di perizie indipendenti o valutazioni sulle singole attività e passività delle società oggetto di analisi (incluse le attività e passività fuori bilancio) né l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali o minori attività attese né l'effettuazione di analisi di solvibilità sulle società oggetto di analisi e sui relativi gruppi.

Le Operazioni Propedeutiche sono state poste in essere successivamente alla data di chiusura degli ultimi bilanci d'esercizio e/o intermedi delle rispettive società e pertanto le nostre attività sono state limitate dalla mancanza di situazioni contabili consuntive assoggettate a revisione contabile e che riflettano gli effetti delle Operazioni Propedeutiche stesse.

Le valutazioni effettuate dagli Amministratori mediante la metodologia del Discounted Cash Flow si basano su previsioni economico patrimoniali che, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggette a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e/o dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate.

Conseguentemente, il nostro parere è formulato alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile. Nell'utilizzo dei dati previsionali e delle analisi finanziarie che ci sono state fornite, abbiamo presupposto che queste siano state preparate in modo obiettivo su elementi di ipotesi che riflettano le migliori previsioni attualmente disponibili per le Direzioni e gli amministratori di ATH e di GTH in relazione ai futuri risultati finanziari e alle condizioni economiche delle stesse.

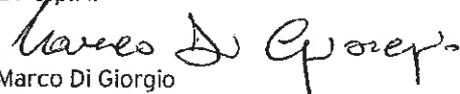
L'Accordo di Investimento sarà eseguibile soltanto subordinatamente al completo verificarsi delle Condizioni Sospensive, definite all'interno dello stesso. Tali Condizioni Sospensive sono esplicitate nel precedente paragrafo 2. Conseguentemente, in caso di mancato avveramento delle Condizioni Sospensive o in caso di avveramento delle Condizioni Sospensive in modalità o termini differenti da quanto attualmente previsto alla data della presente relazione, le considerazioni e conclusioni contenute nella presente relazione, non saranno o potrebbero non essere più valide o applicabili.

#### 11. Conclusioni

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come indicati nella presente relazione, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 10 ed assumendo il verificarsi delle fattispecie e delle Condizioni Sospensive sopra evidenziate, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori siano adeguati nel contesto dell'operazione, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati, ai fini della determinazione dei prezzi di emissione, pari ad Euro 1,20 per azione, delle Nuove Azioni nell'ambito degli Aumenti di Capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile.

Milano, 29 novembre 2021

EY S.p.A.

  
- Marco Di Giorgio  
(Revisore Legale)