

K.R. ENERGY S.p.A.

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SUL PREZZO
DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO
DI CAPITALE 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. 24 FEBBRAIO 1998 N° 58

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE 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. 24 FEBBRAIO 1998 N° 58

Agli Azionisti di
K.R. Energy S.p.A.

1 MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98 ("TUF"), abbiamo ricevuto dalla società K.R. Energy S.p.A. (nel seguito "KR Energy" o la "Società") la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 13 aprile 2017 (di seguito la "Relazione Illustrativa") ai sensi dell'art. 2441, quarto e sesto comma, del Codice Civile, 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 proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione Illustrativa, ha per oggetto la proposta di aumento del capitale sociale a pagamento in via inscindibile di KR Energy (di seguito l'"Aumento di Capitale"), per un importo complessivo pari ad Euro 190.269.499,68, comprensivo di sovrapprezzo, mediante emissione, di n. 398.887.840 azioni speciali, prive di valore nominale, con godimento regolare, ad un prezzo unitario pari ad Euro 0,477 (di cui Euro 0,110 da imputare a capitale e il residuo a titolo di sovrapprezzo), da liberarsi entro il 30 giugno 2017, e da riservare in sottoscrizione ai soci di Seri Industrial S.p.A. (di seguito "Seri Industrial"), Industrial S.p.A. (di seguito, "Industrial") e da IMI Fondi Chiusi SGR S.p.A. (di seguito, "IMI") quale società di gestione del fondo comune di investimento di tipo chiuso denominato "Fondo Atlante Private Equity", riservato agli investitori professionali, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, commi quarto, primo periodo, e sesto del Codice Civile.

L'operazione si inquadra nell'ambito di una più vasta operazione meglio descritta al successivo punto 2.

L'Aumento di Capitale è finalizzato ad assicurare la copertura delle perdite cumulate risultanti dalla situazione patrimoniale al 31 dicembre 2016, che hanno fatto ricadere la Società nella fattispecie prevista dall'art. 2446 del Codice Civile, al risanamento della situazione patrimoniale e finanziaria e al rilancio industriale di KR Energy attraverso un ampliamento delle attività sociali in nuovi comparti.

L'Aumento di Capitale ove approvato ed eseguito, determinerà un cambio nel controllo della Società. Tuttavia, essendo finalizzato al risanamento della situazione di crisi in cui versa la stessa rientra tra le ipotesi di cui all'art. 49 primo comma lettera b) nr. 3 del Regolamento Emittenti di esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto totalitaria ai sensi dell'art. 106 TUF.

Nell'ambito dell'operazione cui si riferisce la presente relazione, il Consiglio di Amministrazione di KR Energy si è avvalso dell'attività di supporto di:

- EY S.p.A. (di seguito, "EY") in qualità di Consulente Finanziario Indipendente, che ha provveduto ad emettere, in data 5 aprile 2017, la propria relazione di stima del valore economico di KR Energy al 31 dicembre 2016 finalizzata a supportare il Consiglio di Amministrazione nella determinazione del valore intrinseco della totalità del capitale di KR Energy, le cui conclusioni sono state fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione della Società nella propria Relazione;
- EnVent S.p.A. (di seguito, "EnVent") in qualità di Advisor Finanziario (di seguito, "Advisor"), che ha provveduto ad emettere, in data 5 aprile 2017, una Relazione di Stima del rapporto di scambio fra le azioni di KR Energy e Seri Industrial finalizzata a supportare il Consiglio di Amministrazione nel pervenire ad un rapporto di valori utili alla determinazione della misura dell'Aumento di Capitale.

La proposta del suddetto Aumento di Capitale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di KR Energy convocata, in unica seduta, per il giorno 25 maggio 2017.

In riferimento all'operazione descritta il Consiglio di Amministrazione di KR Energy ha richiesto alla nostra società di esprimere, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUF, il nostro parere in merito all'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di KR Energy.

2 SINTESI DELL'OPERAZIONE

Il Consiglio di Amministrazione intende sottoporre all'Assemblea, quale opportuno provvedimento da adottare ai sensi dell'art. 2446 del Codice Civile, la proposta di deliberare un Aumento di Capitale, da riservare in sottoscrizione agli azionisti di Seri Industrial e da liberare mediante conferimento in KR Energy di partecipazioni rappresentanti l'intero capitale sociale di Seri Industrial attualmente detenute da Industrial e da IMI, oggetto della presente Relazione.

L'Aumento di Capitale consentirà di assicurare la copertura delle perdite cumulate sino al 31 dicembre 2016, riepilogate nella situazione patrimoniale alla medesima data e, quindi, il riequilibrio della situazione economica e finanziaria ed il rilancio industriale di KR Energy.

In data 13 aprile 2017 il Consiglio di Amministrazione di KR Energy aveva deliberato di sottoscrivere un accordo quadro (di seguito, "Accordo Quadro") tra la Società, Industrial e IMI, sottoscritto, successivamente, in data 21 aprile 2017 avente ad oggetto i termini e le condizioni che regolano l'Aumento di Capitale.

L'Accordo Quadro prevede, tra l'altro, che nel contesto dell'Aumento di Capitale e ai fini del suo perfezionamento, la Società delibererà il conferimento della delega al Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile ad approvare:

- entro il 30 giugno 2017 un aumento di capitale a pagamento, in via scindibile, da eseguirsi in una o più *tranches*, mediante emissione di azioni ordinarie KR Energy da sottoscrivere e liberare in denaro, da offrire in opzione agli azionisti della Società e, nel caso di mancato esercizio del diritto di opzione, da offrire sul Mercato Telematico Azionario (MTA), per un importo complessivo pari a massimi Euro 60.000.000 (di seguito, l'“Aumento di Capitale in Opzione”) e contestuale emissione di warrant associati alle azioni di nuova emissione (di seguito, i “Warrant”); e un aumento di capitale a pagamento a servizio dell'esercizio dei Warrant, per massimi Euro 30.000.000;
- entro il 30 giugno 2017 un aumento di capitale a pagamento, in via scindibile, da eseguirsi in una o più *tranches*, mediante emissione di azioni ordinarie da sottoscrivere e liberare in denaro, a servizio dell'esercizio dei Warrant ai Soci Esistenti per massimi Euro 50.000.000 (di seguito, l'“Aumento di Capitale a Servizio dei Warrant ai Soci Esistenti”) e l'emissione di warrant gratuiti in favore degli azionisti di KR Energy alla data dell'esecuzione del conferimento (di seguito, i “Soci Esistenti” e i “Warrant ai Soci Esistenti”) da assegnarsi ai Soci Esistenti, subordinatamente al completamento dell'esecuzione del conferimento. I Warrant ai Soci Esistenti verranno assegnati ai Soci Esistenti fino ad un massimo di 3 Warrant ai Soci Esistenti per ciascuna azione ordinaria posseduta alla data di esecuzione del conferimento, con delega al Consiglio di Amministrazione di determinare le caratteristiche ed i diritti dei Warrant ai Soci Esistenti.

È altresì previsto che, a seguito dell'approvazione dell'Aumento di Capitale da parte dell'Assemblea con il meccanismo del c.d. *whitewash*, Industrial sottoscriva, o faccia sì che un'altra società del proprio gruppo sottoscriva con KR Energy un contratto di finanziamento (di seguito, il “Contratto di Finanziamento Ponte”) con il quale Industrial (o altra società del proprio gruppo) si impegna a mettere a disposizione di KR Energy una linea di credito per un importo massimo di Euro 3.000.000 (di seguito, il “Finanziamento Ponte”), avente le seguenti caratteristiche:

- (i) possibilità per KR Energy di utilizzare la linea di credito messa a disposizione per un importo massimo di Euro 3.000.000 in più soluzioni;
- (ii) durata 8 mesi, fermo restando quanto previsto dal successivo punto iv),
- (iii) tasso di interesse pari al 4,5%, dandosi le parti atto che tale tasso è inferiore al tasso di interesse applicato nel gruppo KR Energy per le operazioni di finanziamento infragruppo;
- (iv) utilizzo per la sottoscrizione dell'eventuale inoptato riferito all'Aumento di Capitale in Opzione.

L'Aumento di Capitale, ove approvato, sarà eseguito mediante l'emissione di azioni speciali KR Energy, aventi gli stessi diritti e le stesse caratteristiche delle azioni ordinarie KR Energy, fatta eccezione per la mancanza del diritto di opzione esercitabile nell'ambito dell'Aumento di Capitale in Opzione e non saranno, inoltre, assegnatarie dei Warrant attribuiti ai sottoscrittori dell'Aumento di Capitale in Opzione e dei Warrant ai Soci Esistenti (le “Azioni Speciali”). Le Azioni Speciali saranno altresì convertite automaticamente in azioni ordinarie di KR Energy alla prima delle seguenti date (di seguito, la “Data di Conversione”): (i) a partire dal primo giorno del periodo di offerta dell'Aumento di Capitale in Opzione; (ii) l'undicesimo giorno di borsa aperta successivo alla data di rilascio da parte della Consob dell'approvazione del prospetto informativo, qualora a tale data il periodo di offerta dell'Aumento di Capitale in Opzione non fosse iniziato; o (iii) il 31 dicembre 2017. Alla Data di Conversione le azioni ordinarie derivanti dalla conversione delle Azioni Speciali saranno fungibili con quelle in circolazione, assumendo il medesimo codice ISIN.

Il Consiglio di Amministrazione intende altresì proporre all'Assemblea alcune modifiche allo Statuto sociale al fine di rideterminare il numero delle azioni in circolazione mediante loro raggruppamento ed al fine di prevedere la possibilità di emettere azioni fornite di diritti diversi da quelli delle azioni ordinarie e, nello specifico, le Azioni Speciali, nonché la revoca della delibera di aumento del capitale sociale per massimi Euro 35.000.000,00 assunta dall'Assemblea Straordinaria in data 26 ottobre 2012.

Poiché, come meglio illustrato nella Relazione Illustrativa, l'Aumento di Capitale si configura come un'operazione con una parte correlata di maggiore rilevanza ai sensi del "Regolamento Operazioni con Parti Correlate", adottato con delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 e della "Procedura per la disciplina delle Operazioni con Parti Correlate" approvata dal Consiglio di Amministrazione di KR Energy in data 25 novembre 2010. L'Aumento di Capitale e, in particolare, l'atto di conferimento della partecipazione nel capitale sociale di Seri Industrial detenuta da Industrial è stato assoggettato alla Procedura OPC e, tra l'altro, è illustrato nel documento informativo "per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza" redatto e messo a disposizione del pubblico ai sensi dell'art. 5 del Regolamento OPC sul sito internet della Società www.krenergy.it, nonché sul Sistema di Stoccaggio in data 20 aprile 2017.

Si segnala, inoltre, che l'Aumento di Capitale integra l'ipotesi di cui all'art. 70, comma 6, del Regolamento Emittenti, superando i criteri di significatività di cui all'Allegato 3 del Regolamento Emittenti. Tuttavia, poiché la Società ha aderito al regime di semplificazione previsto dagli artt. 70, comma 8, e 71, comma 1-bis, del Regolamento Emittenti non è stato redatto e messo a disposizione del pubblico il documento informativo.

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 D. Lgs. 58/98, 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, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini del previsto aumento 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 dei beni oggetto di conferimento, che rimane oggetto della valutazione ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile effettuata dal perito.

4 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro incarico abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione di KR Energy del 13 aprile 2017 indirizzata all'Assemblea degli Azionisti che, tra l'altro, stabilisce i criteri di determinazione del prezzo di emissione delle azioni per l'Aumento di Capitale e che illustra le motivazioni alla base dell'esclusione del diritto di opzione;
- verbale del Consiglio di Amministrazione di KR Energy del 13 aprile 2017;
- la relazione finanziaria annuale della Società al 31 dicembre 2016, corredata della relazione sulla gestione degli Amministratori e della relazione del Collegio Sindacale, contenente il bilancio consolidato ed il bilancio separato da noi assoggettati a revisione contabile sui quali abbiamo emesso in data 28 aprile 2017 giudizi con rilievi;
- relazione senza rilievi della società di revisione indipendente ex art. 14 D.Lgs. 39/2010 sul bilancio consolidato di Seri Industrial al 31 dicembre 2016 emessa in data 10 aprile 2017 da PricewaterhouseCoopers S.p.A.
- la relazione intermedia della Società al 30 settembre 2016;
- comunicati Stampa della Società relativi all'Operazione;
- comunicati Stampa della Società contenenti le informazioni previste dall'art. 114, comma 5 TUF pubblicati nel corso del 2016 sino alla data della presente relazione;
- le quotazioni e i volumi scambiati delle azioni delle azioni ordinarie di KR Energy sul Mercato Telematico Azionario organizzato dalla Borsa Italiana S.p.A. nel corso dei sei mesi antecedenti il 31 marzo 2017;
- bozza dei *test di impairment* al 31 dicembre 2016 contenuta nel documento "*Bozza di Impairment Test* al fine del progetto di bilancio separato di K.R. Energy S.p.A. e ai fini del bilancio consolidato" approvato dal Consiglio di Amministrazione del 29 marzo 2017;
- stima del valore economico di KR Energy al 31 dicembre 2016 predisposta da EY datata 5 aprile 2017;
- relazione di valutazione di Seri Industrial redatta ai sensi dell'art 2443-ter del Codice Civile dallo "Studio Fiordiliso & Associati" in data 12 dicembre 2016, e successivamente aggiornata in data 24 marzo 2017;
- *Independent Business Review* predisposta da EY sul piano industriale di Seri Industrial e sul piano *combined* Seri Industrial + KR Energy;
- Information Memorandum di Industrial;
- relazione di stima del rapporto di scambio fra le azioni KR Energy e Seri Industrial predisposta da EnVent datata 5 aprile 2017;
- documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con Parti Correlate del 20 aprile 2017;
- parere del Comitato Parti Correlate di KR Energy del 12 aprile 2017;
- Accordo Quadro siglato tra Seri Industrial e KR Energy in data 21 aprile 2017;
- elementi contabili e statistici, notizie pubblicamente disponibili sulla Società, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 4 maggio 2017, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di KR Energy, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti le elaborazioni dei piani economico-finanziari sopra richiamati, nonché ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

5 METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma primo periodo, 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 borsa, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre".

Il Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni si è avvalso di un consulente finanziario (EY) e di un Advisor (EnVent) che hanno ritenuto di adottare le seguenti metodologie valutative.

Metodologie utilizzate dal Consulente Finanziario

EY nella determinazione del valore intrinseco di KR Energy, considerando le caratteristiche della Società e l'assenza di dati prospettici consolidati rappresentativi del business condotto dal Gruppo KR Energy in ottica "stand alone" e "pre-money", ha adottato il criterio per somma delle parti (di seguito, "Sum of the Parts" o "SOP") per la valutazione di KR Energy.

Ad avviso di EY il SOP permette di determinare il valore di un'azienda tramite la somma dei valori elementari dei business/partecipazioni ad essa afferenti, che possono essere stimati adottando differenti metodi valutativi.

EY ha proceduto a determinare il valore economico del patrimonio netto di KR Energy al 31 dicembre 2016 sulla base dei valori economici pro-quota delle partecipazioni e del valore attuale dei costi di holding non riaddebitati alle partecipate, si segnala, infatti, che una quota parte di costi di holding contrattualizzati e riaddebitati alle società partecipate è già considerata nella stima dei valori economici delle partecipazioni.

Nello specifico:

- ai fini della stima dell'*equity value* delle partecipazioni operative detenute direttamente e indirettamente da KR Energy è stata adottata la metodologia *Unlevered Discounted Cash Flow* (di seguito, "UDCF");
- per la determinazione dell'*equity value* delle società sub-holding detenute da KR Energy è stato adottato il criterio SOP, considerando il valore economico pro-quota delle partecipazioni da esse detenute nelle società operative, stimato come al punto precedente;
- infine, per le società inattive è stato considerato il patrimonio netto contabile pro-quota al 31 dicembre 2016.

EY, ai fini dell'espletamento dell'incarico, ha altresì valutato l'eventuale applicabilità di altre metodologie. In particolare la metodologia dei prezzi di Borsa, che determina il valore di una società sulla base della capitalizzazione dei relativi titoli negoziati sui mercati regolamentati, non è stata ritenuta applicabile a causa della scarsa significatività dei prezzi di mercato di KR Energy.

EY considera il prezzo di borsa del titolo KR Energy poco significativo per le seguenti motivazioni:

- elevata volatilità;

- scarsa liquidità (rispetto ai benchmark utilizzati come riferimento per l'analisi);
- scarsa visibilità da parte del mercato finanziario sui fondamentali (assenza di copertura da parte di analisti).

Il metodo dei Multipli di Borsa, secondo EY, fornisce un'indicazione di valore attraverso la comparazione dell'attività che deve essere valutata con attività simili o identiche con riferimento alle quali siano disponibili indicazioni di prezzi. L'analisi attraverso i Multipli di Borsa non è stata ritenuta applicabile, nel caso di specie, dal momento che le principali grandezze economiche di alcune società del Gruppo KR Energy relative agli esercizi 2016 e 2017 non risultano ancora rappresentative di un normale livello di operatività presentando parametri (EBITDA, EBIT, utile netto) in alcuni casi negativi. L'utilizzo di detti parametri per anni successivi al 2017 comporterebbe un livello di aleatorietà eccessivo, tale da sconsigliare l'uso di questo approccio.

Di seguito la descrizione della metodologia valutativa applicata da EY con evidenza delle principali assunzioni e dei principali parametri:

- ai fini dell'applicazione del criterio SOP è stato considerato, quale situazione patrimoniale di partenza, lo stato patrimoniale pre-consuntivo della capogruppo KR Energy al 31 dicembre 2016;
- a seguito del prospettato esercizio del *Tag Along Right* relativo alla partecipazione detenuta dalla Società in Kre Idro S.r.l., si è provveduto a rettificare la situazione patrimoniale di KR Energy al fine di riflettere gli impatti economico-finanziari derivanti dal deconsolidamento di tale società;
- successivamente, si è provveduto a determinare il valore economico pro-quota delle partecipazioni detenute da KR Energy, come di seguito illustrato:

LEGAL ENTITY	METODO DI VALUTAZIONE	INTERVALLO DI TEMPO (anni/anni)	PREDEFINIZIONE VALUTAZIONE
ITALIDRO	Unlevered Discounted Cash Flow	2017-2030	vita utile definita
ITE	Unlevered Discounted Cash Flow	2017-2027	vita utile indefinita
KRE WIND	Unlevered Discounted Cash Flow	2017-2030	vita utile definita
KRE UNDICI	Unlevered Discounted Cash Flow	2017-2030	vita utile definita
TOLO ENERGIA	<div style="border: 1px solid black; display: inline-block; padding: 2px;">MSF</div> MSF → Unlevered Discounted Cash Flow TOTO ENERGIA → SOP	2017-2029	vita utile definita
FDE	<div style="border: 1px solid black; display: inline-block; padding: 2px;">SOGEF</div> SOGEF → Unlevered Discounted Cash Flow FDE → SOP	2017-2019	vita utile indefinita
KREENERGY 6, KRELGAS, KRESCO	Patrimonio netto	-	-

- il valore economico pro-quota delle partecipazioni è stato confrontato con il rispettivo valore netto contabile, iscritto nel bilancio separato di KR Energy al 31 dicembre 2016, al fine di determinare il plus/(minus) valore delle partecipazioni;
- al fine di determinare il contributo della capogruppo al valore complessivo consolidato, si è provveduto a determinare il valore attuale dei costi di holding non allocati alle società partecipate, sulla base delle considerazioni illustrate in precedenza.

Nell'ambito di applicazione della metodologia UDCF (per la valutazione delle società operative) sono state adottate le seguenti ipotesi e parametri:

- imposte figurative: sono state calcolate sulla base delle aliquote vigenti IRES e IRAP, applicate alle relative basi imponibili;
- valore terminale (o *terminal value*): coerentemente alla prospettiva di valutazione adottata, è stato così ipotizzato:
 - pari al valore netto contabile del capitale investito netto dell'ultimo anno di previsione esplicita per le partecipazioni che sono state valutate a vita utile definita;
 - pari al valore residuo calcolato come la capitalizzazione del flusso di cassa normalizzato della Società atteso in futuro, calcolato applicando la c.d. formula di Gordon;
- variazione Capitale Circolante Netto (*terminal value*): è stata ipotizzata una variazione del CCN normalizzato pari a zero;
- tasso di crescita di lungo periodo "g": per le partecipazioni valutate con un orizzonte a vita utile indefinita, si è ipotizzato un tasso di crescita di lungo periodo pari a zero;
- tasso WACC: ai fini del calcolo del valore attuale dei flussi di cassa delle società operative del Gruppo KR Energy è stato determinato il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital - WACC*) muovendo da parametri di mercato di società quotate comparabili; si precisa che per la stima del *cost of equity* è stato utilizzato il CAPM, ovvero il modello di *pricing* del costo del capitale maggiormente utilizzato nella prassi valutativa. Il WACC, coerentemente con i flussi operativi oggetto di attualizzazione, esprime il rendimento atteso delle risorse finanziarie impiegate nella società (a titolo di capitale di rischio e debito) sulla base della struttura finanziaria presa a riferimento. Il WACC determinato sulla base di quanto sopra risulta pari al 5,7%;
- TFR: è stato trattato come un *debt-like-item*, considerandone il valore netto contabile al 31 dicembre 2016.

EY, alla conclusione del suo lavoro, ha stimato un *range* di valori per KR Energy compreso tra Euro 15,8 - 17,0 milioni.

Metodologie utilizzate dall'Advisor

L'Advisor ha ritenuto di dover procedere nella valutazione di KR Energy e di Seri Industrial prendendo in esame metodi di mercato e metodi analitici, facendo riferimento alle seguenti metodologie di valutazione:

- metodi analitici (*Discounted Cash Flow* (di seguito, "DCF");
- metodi di mercato (quotazioni di Borsa per KR Energy e multipli di Borsa per Seri Industrial).

Con riferimento a KR Energy l'Advisor utilizzando metodi analitici, ai fini della stima dell'*equity value*, dopo un lavoro di ri-performance sintetica, addiuvato da un risultato sostanzialmente equivalente a quelli di EY; con riferimento ai metodi di mercato, pur in presenza di una volatilità superiore a quella media dell'indice FTSE Small Cap ed ad una ridotta visibilità sui fondamentali della Società da parte del mercato, ha considerato il corso di Borsa del titolo KR Energy come riferimento necessario nella definizione dell'ambito di valori di riferimento.

L'Advisor, alla fine di tale processo, individua un range di valori per KR Energy compreso tra Euro 15,5 milioni (prezzo ufficiale di Borsa del titolo KR Energy media ultimo mese) e Euro 17,0 milioni (valore massimo risultante dalla valutazione di EY).

Con riferimento a Seri Industrial l'Advisor, utilizzando metodi analitici, ha sviluppato una stima di valore sulla base del Business Plan 2016-2020 approvato da Seri Industrial. Sulla base dell'applicazione del metodo DCF e applicando delle *sensitivity analysis* sul Terminal Value, sui valori del WACC e del tasso di crescita "g", EnVent ha stimato i seguenti valori della società:

Stima Equity Value Seri Industrial	Valori in Euro mn		
	Min	Medio	Max
Enterprise Value business corrente	157,0	166,0	163,0
Enterprise Value Progetto Litio	41,4	51,5	64,4
Totale	198,4	220,2	247,4
PFN al 31 dicembre 2016		21,8	
Equity Value	173,6	195,4	222,6

Con riferimento a Seri Industrial l'Advisor utilizzando il metodo dei multipli di mercato, ha applicato i multipli prospettici EV / EBITDA di società quotate comparabili sui dati attesi del 2017 e del 2018. L'utilizzo dei dati previsionali di Seri Industrial nella valutazione rappresenta per l'Advisor un elemento di criticità del processo valutativo data l'aleatorietà del business plan. Infatti i multipli di Borsa sono mutuati dall'analisi di grandezze economiche e finanziarie di aziende già a regime, e non di aziende in start up o che saranno a regime nel 2019-2020 come Seri Industrial. Ad oggi peraltro non sono disponibili informazioni circa piani di sviluppo da parte delle società quotate comparabili che presentino caratteristiche di innovazione e crescita tali da risultare confrontabili a quelle presenti nel piano industriale di Seri Industrial.

L'ambito di valori risultante dall'applicazione del metodo dei multipli di mercato è riportato nella seguente tabella:

Range Valori Seri Industrial Multiplo EV / EBITDA	Valori in Euro mn	
	EBITDA	
	2017	2018
Multiplo medio (00 gg trading)	6,7x	7,5x
EBITDA Seri Industrial	25,9	42,6
Enterprise Value 100%	224,9	319,0
Capex 2017	(13,9)	
Capex 2017 e 2018		(54,2)
Posizione finanziaria netta 31.12.2016	(24,6)	(24,6)
Equity Value 100%	186,2	240,0

L'Advisor in considerazione di quanto indicato ritiene, pertanto, più attendibile l'applicazione del metodo del DCF.

L'Advisor, alla fine di tale processo, individua un range di valori per Seri Industrial compreso tra Euro 158,2 milioni (valore massimo dell'intervallo stimato con il metodo DCF relativo al solo business corrente) e Euro 222,6 milioni (valore massimo dell'intervallo stimato con il metodo del DCF relativo ai business "Corrente + Litio").

Il Consiglio di Amministrazione in considerazione di tutti gli elementi sopra indicati e della negoziazione avvenuta tra le parti, anche con l'ausilio del Comitato Parti Correlate ha attribuito a Seri Industrial un valore di Euro 190.269.499,68 a fronte del quale verrà effettuato un Aumento di Capitale con un massimo di 398.887.840 azioni di KR Energy di nuova emissione, con un valore di Euro 0,477.

Gli Amministratori informano che la diluizione in termini di quote di partecipazione degli attuali Azionisti conseguentemente all'esecuzione dell'Aumento di Capitale è pari al 92,34% sul capitale sociale avente diritto di voto.

6 DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE RICONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella Relazione Illustrativa, in aggiunta ai numerosi elementi di complessità collegati alla situazione patrimoniale e finanziaria della Società e del Gruppo, gli Amministratori richiamano quanto indicato dall'*Advisor* come fattori di difficoltà, evidenziando la difficoltà di svolgere stime in conseguenza della diversità dimensionale e di sviluppo aziendale, diverse filosofie di valorizzazione delle società riflesse nei *business plan* e sulla particolare difficoltà nel valutare la ragionevolezza delle previsioni di redditività futura di Seri Industrial, con specifico riguardo al Progetto Litio ad oggi in fase di sviluppo.

7 RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Come riportato nella Relazione Illustrativa degli Amministratori

- l'analisi dell'andamento delle quotazioni di Borsa KR Energy nel periodo considerato conduce ad un valore del capitale economico della Società, espresso in termini di valore per azione compreso tra Euro 0,468 ed Euro 0,480, corrispondenti ad un valore complessivo tra Euro 15,5 e 15,9 milioni;
- l'applicazione del metodo del UDCF determina un valore del capitale economico della Società, espresso in termini di valore per azione compreso tra Euro 0,477 ed Euro 0,514 corrispondenti ad un valore complessivo compreso tra Euro 15,8 e 17,0 milioni.

Sulla base delle analisi svolte, facendo proprie le conclusioni del Consulente Finanziario e dell'*Advisor*, gli Amministratori hanno ritenuto di determinare il valore di emissione delle nuove azioni in Euro 0,477, che rappresenta un valore incluso nel *range* delimitato dalle tecniche valutative adottate dai consulenti e che approssima il corso medio di Borsa degli ultimi sei mesi delle azioni della Società.

8 LAVORO SVOLTO

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

- esame della documentazione e delle informazioni elencate nel precedente paragrafo 4;
- lettura critica della Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione nella versione finale approvata in data 13 aprile 2017;
- lettura dei verbali delle riunioni del Consiglio di Amministrazione della Società fino alla data odierna;

- riscontro della completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dal Consiglio di Amministrazione in merito alla scelta del criterio di determinazione del prezzo di emissione;
- analisi sulla base delle discussioni con gli Amministratori, del lavoro dagli stessi svolto per individuare i criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- esame degli elementi necessari ad accertare che i metodi adottati dagli esperti incaricati fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni;
- discussione con la Direzione della Società relativamente alle analisi svolte dagli esperti incaricati e agli elementi considerati in sede di determinazione del prezzo di emissione delle azioni KR Energy nell'ambito dell'Aumento di Capitale;
- analisi dei dati e delle informazioni contabili raccolti;
- analisi dell'andamento del prezzo delle azioni della Società e dei volumi scambiati sul mercato telematico azionario;
- svolgimento di alcune analisi di sensibilità delle valutazioni proposte dagli Amministratori della Società al variare dei principali parametri di base;
- effettuazione di considerazioni e analisi ritenute utili nella fattispecie per la comprensione del criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni;
- ottenimento dell'attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data di emissione del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione ed agli altri elementi presi in considerazione.

9 COMMENTI E PRECISAZIONI SULL' ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

La Relazione Illustrativa predisposta dagli Amministratori descrive le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate e il processo logico seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle 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 dall'Advisor e fatti propri dagli Amministratori.

Secondo quanto desumibile dalla Relazione Illustrativa il procedimento decisionale, posto in essere dagli Amministratori, è stato preordinato, in linea con quanto evidenziato in dottrina e nella prassi prevalente, alla definizione del "valore del patrimonio netto" della Società, come previsto dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, correttamente inteso in termini di valore del capitale economico della Società e non solo del patrimonio netto contabile.

In tal senso gli Amministratori hanno determinato un valore economico che rappresenta un valore intermedio dei *range* proposti.

Gli Amministratori non hanno utilizzato ulteriori metodologie valutative diverse dal metodo del UDCF, né con finalità di metodologie principali, né ai fini di controllo. Nella Relazione Illustrativa sono ampiamente illustrate le ragioni che motivano tale scelta metodologica con riferimento all'esclusione del metodo dei multipli di mercato e del Metodo del *Discounted Cash Flow*. Detta decisione, ancorché non in linea con un preferibile approccio che tenga anche conto di metodologie alternative, appare, nelle circostanze, motivata, non arbitraria ed accettabile, alla luce di quanto riportato nella Relazione Illustrativa degli Amministratori.

D'altra parte, con riferimento all'esclusione del metodo delle quotazioni di borsa, tanto con finalità di metodologia principale, quanto ai fini di controllo, gli Amministratori motivano tale scelta con la scarsa significatività dei prezzi di mercato della Società. Inoltre il prezzo di Borsa è stato considerato poco significativo sulla base delle seguenti motivazioni:

- Elevata volatilità,
- Scarsa liquidità,
- Scarsa visibilità da parte del mercato finanziario sui fondamentali.

Sulla base delle informazioni disponibili, le modalità di applicazione della metodologia, le assunzioni sulle principali variabili considerate e i parametri valutativi rilevanti (tasso di attualizzazione medio ponderato WACC, coefficiente di crescita a lungo termine "g", variazione del capitale circolante netto) considerati dagli Amministratori risultano ragionevoli e non arbitrari, per le circostanze e le finalità di cui al presente parere.

Tutti gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione del presente parere di congruità.

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

Oltre a quanto precedentemente esplicitato dal Consiglio di Amministrazione, segnaliamo il seguente aspetto di rilievo:

- il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di escludere il riferimento ai corsi di borsa nella determinazione del prezzo di emissione. Al riguardo, benché tale scelta appaia, tutto considerato, nella fattispecie accettabile, come meglio indicato nel precedente paragrafo 9, si rileva tuttavia che la Relazione Illustrativa non contiene, a nostro avviso, ulteriori elementi al fine di supportare specificamente, in maniera più idonea sotto un profilo tecnico, l'esclusione della metodologia delle quotazioni di borsa.
- Come anticipato, gli Amministratori rilevano di non aver utilizzato, anche con finalità di controllo, altri metodi diversi da quelli sopra indicati. Al riguardo abbiamo svolto un'analisi di sensibilità sul metodo di valutazione adottato dall'organo consiliare, attraverso l'elaborazione di spunti valutativi tratti in via autonoma dalla disamina della documentazione messa a nostra disposizione. Tale analisi di sensibilità conferma la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dal Consiglio di Amministrazione, considerate le finalità precipue del presente parere, fermi restando, nelle circostanze, i limiti evidenziati nella Relazione Illustrativa circa l'inapplicabilità, nella fattispecie in esame, di metodi di valutazione alternativi a quello adottato.

11 CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come riportato nel presente parere di congruità, fermo restando quanto evidenziato ai precedenti paragrafi 9. e 10., riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, ai fini della determinazione del prezzo di emissione, pari ad Euro 0,477, di ciascuna delle nuove azioni K.R. Energy S.p.A., nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione.

Milano, 4 maggio 2017

BDO Italia S.p.A.



Vincenzo Capaccio
Socio