

Spettabile
AEDES SIIQ S.p.A.
Via Tortona, 37
20100 Milano

c.a. **Comitato Parti Correlate**

Oggetto: Parere sul prezzo di emissione unitario di azioni ordinarie e di azioni speciali a servizio di un aumento di capitale riservato senza diritto di opzione

Avete richiesto un parere in merito del prezzo di emissione unitario di azioni ordinarie e di azioni speciali della Vostra Società a servizio di un aumento di capitale riservato con esclusione del diritto di opzione (il "Parere").

In particolare mi avete rappresentato quanto segue:

- 1) Aedes SIIQ S.p.A. ("Aedes", l'"Emittente" o la "Società") società quotata nel MTA organizzato e gestito da Borsa Italiana (il "MTA") dal 28 dicembre 2018 a seguito della scissione parziale proporzionale della preesistente Aedes (oggi denominata "Restart SIIQ S.p.A.") (la «Scissione») intende proporre all'Assemblea Straordinaria degli azionisti della Società l'approvazione di un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del codice civile, riservato alla società "Augusto S.p.A." ("Augusto"), azionista di maggioranza dell'Emittente, da liberarsi mediante compensazione del credito relativo al finanziamento soci dell'importo di Euro 10 milioni erogato da Augusto nell'aprile 2017 ed in scadenza il 30 aprile 2020 (il "Finanziamento 2017" e, l'"Aumento di Capitale Riservato" o l'"Operazione").
- 2) L'Aumento di Capitale Riservato prevede l'emissione di: (i) nuove azioni ordinarie di Aedes, aventi le stesse caratteristiche delle azioni ordinarie già in circolazione e godimento regolare, da ammettere a quotazione sul MTA, in misura pari al 5% del capitale sociale rappresentato da azioni ordinarie della Società post Aumento di Capitale Riservato; e (ii) di nuove azioni speciali con diritto di voto limitato (in particolare, senza diritto di voto in relazione alla nomina e revoca di amministratori), prive del valore nominale e con godimento regolare, non quotate, che saranno convertibili nel rapporto di 1:1 in azioni ordinarie Aedes, che saranno oggetto di quotazione sul MTA soltanto dopo che saranno trascorsi 12 mesi dalla sottoscrizione da parte di Augusto (le "Azioni Speciali").
- 3) Il Consiglio di Amministrazione di Aedes intende altresì sottoporre all'assemblea straordinaria degli azionisti della Società l'approvazione di un aumento di capitale in opzione di complessivi Euro 50 milioni (l'"Aumento di Capitale in Opzione"), che sostituisce l'aumento di capitale in opzione deliberato dall'assemblea straordinaria della Società il 10 settembre 2019 con termine di esecuzione il 30 aprile 2020. Per quanto riguarda il prezzo di emissione delle azioni dell'Aumento di Capitale in Opzione al fine di prevenire un'ipotetica situazione in cui il prezzo di sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Riservato possa essere uguale o inferiore al prezzo di sottoscrizione dell'Aumento di Capitale in Opzione è previsto che *"lo stesso sarà pari al minore fra (a) il prezzo che sarà determinato dal Consiglio di Amministrazione di Aedes al momento dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Opzione tenendo conto, tra*

l'altro, delle condizioni del mercato in generale e dell'andamento dei prezzi e dei volumi delle azioni di Aedes, espressi dal titolo in Borsa, nonché dell'andamento economico, patrimoniale e finanziario di Aedes e considerate la prassi di mercato e le metodologie correnti per operazioni similari e (b) il Prezzo Aumento di Capitale Riservato diminuito di uno sconto che verrà determinato in sede di deliberazione definitiva della proposta dell'Aumento Riservato da parte del Consiglio di Amministrazione di Aedes". Nell'ambito dell'Aumento di Capitale in Opzione, tenuto conto della composizione del capitale sociale di Aedes all'esito dell'Aumento di Capitale Riservato, sarà prevista l'emissione, in proporzione a quelle esistenti, sia di nuove azioni ordinarie che di nuove Azioni Speciali.

- 4) L'Operazione, secondo quanto rappresentato dalla Società, è finalizzata: (i) al rafforzamento patrimoniale di Aedes (ii) a coprire il fabbisogno finanziario aggiuntivo della Società determinatosi a seguito del ritardo di esecuzione dell'aumento di capitale in opzione 2019 nonché degli effetti dell'emergenza sanitaria da Covid-19 (iii) a limitare possibili effetti sulla sottoscrizione dell'Aumento di Capitale in Opzione da parte di Augusto derivanti da comportamenti dell'intermediario inglese Odikon Services presso il quale sono depositate n. 5.020.618 azioni Aedes rappresentative di circa il 15% del capitale della Società, che potrebbero avere un impatto sull'esercizio dei relativi diritti di opzione.
- 5) L'Operazione, ai sensi della procedura per le operazioni con parti correlate adottata dalla Società, si qualificherebbe come "Operazione di Minore Rilevanza".
- 6) Nell'ambito delle decisioni che il Consiglio di Amministrazione della Società è chiamato ad assumere nella propria piena autonomia di giudizio in relazione all'Aumento di Capitale Riservato, ha conferito ad "Intermonte S.p.A." l'incarico di *advisor finanziario* ai fini della predisposizione di un'analisi a beneficio del Consiglio di Amministrazione della Società che sarà chiamato a deliberare in merito alla definizione prezzo di emissione delle azioni dell'Aumento di Capitale Riservato.
- 7) Aedes e Augusto hanno quindi firmato in data 24 aprile 2020 un *term sheet* vincolante relativo all'operazione di rafforzamento patrimoniale di Aedes, in cui, in merito al Prezzo dell'Aumento di Capitale Riservato, si precisa quanto segue: *"Per quanto concerne il prezzo di emissione delle azioni ordinarie e delle Azioni Speciali da offrirsi ad Augusto in sede di Aucap Riservato, le Parti concordano che lo stesso sarà compreso tra Euro 1,15 e Euro 1,30 per azione ordinaria o Azione Speciale, secondo quanto verrà deliberato dal Consiglio di Amministrazione di Aedes previsto per il 13 maggio 2020 (il "Prezzo Aucap Riservato"), fermo restando che il Prezzo Aucap Riservato sarà determinato facendo riferimento alla media del prezzo delle azioni Aedes sul mercato negli ultimi 3 mesi o negli ultimi 6 mesi, a partire (a ritroso) dalla suddetta data del 13 maggio 2020 e che, ai sensi di legge, lo stesso dovrà essere comunque oggetto del parere del Comitato Controllo, Rischi e Operatività con Parti Correlate, nonché del parere di congruità della società di revisione legale"*.
- 8) Il Consiglio di Amministrazione di Aedes, per il tramite del proprio Presidente, condividendo quanto rappresentato nel "Documento dell'*advisor finanziario*", ha quindi trasmesso al Comitato Parti Correlate della Società, in data 11 maggio 2020, autonoma proposta di prezzo di emissione unitario, di seguito riportata: *"Facendo seguito alle deliberazioni del Consiglio di Amministrazione di Aedes SIIQ S.p.A. del 24 aprile 2020, che ha definito un range tra Euro 1,15 e Euro 1,30 quale prezzo di emissione delle azioni ordinarie e speciali rivenienti dal prospettato aumento di capitale riservato ad Augusto S.p.A. di ammontare complessivo pari a Euro 10 milioni, e dell'8 maggio 2020, che ha tra l'altro dato mandato al sottoscritto Presidente del Consiglio di Amministrazione di formulare la proposta di prezzo di emissione di dette azioni ordinarie e speciali, in esecuzione di tale mandato consiliare e anche al fine di consentirVi lo svolgimento delle attività di Vostra competenza, formulo la proposta di prezzo di emissione relativo al citato aumento di capitale in Euro 1,25 per ciascuna azione ordinaria e speciale. Anche sulla base delle valutazioni svolte e delle conclusioni raggiunte dall'*advisor finanziario* incaricato dalla Società, tale prezzo risulta allineato con la media aritmetica, ponderata per i volumi giornalieri, dei prezzi ufficiali del titolo Aedes SIIQ registrati negli ultimi 6 mesi. Resta inteso che il valore di prezzo di Euro*

1,25 per ciascuna azione ordinaria e speciale, e così anche la corrispondente proposta di prezzo al Consiglio di Amministrazione del 13 maggio 2020, verranno aggiornati in ragione dell'applicazione di tale criterio della media aritmetica ponderata negli ultimi 6 mesi precedenti la chiusura di mercato del 12 maggio 2020".

- 9) Inoltre il Consiglio di Amministrazione di Aedes ha trasmesso in data 11 maggio 2020 apposita bozza di relazione in cui specifica le motivazioni alla base dell'Aumento di Capitale e i criteri di determinazione del Prezzo dell'Aumento Riservato (la "Relazione degli Amministratori" o semplicemente la "Relazione").

In tale contesto, il Comitato Parti Correlate ("CPC") di Aedes, al fine di poter consapevolmente assumere le proprie autonome decisioni in merito al Prezzo proposto per l'Aumento di Capitale Riservato ha incaricato il sottoscritto Prof. Andrea Amaduzzi, Ordinario di Economia Aziendale presso l'Università degli Studi di Milano Bicocca, Dottore Commercialista e Revisore Legale, con studio in Milano, Via Manzoni n. 42, l'espressione un parere sulla congruità dal punto di vista finanziario (il "Parere") in merito al prezzo di emissione unitario proposto dal Consiglio di Amministrazione di Aedes, con il supporto dell'*advisor finanziario*, delle azioni ordinarie e delle Azioni Speciali a servizio dell'Aumento di Capitale Riservato ("Incarico").

Il presente Documento soddisfa tale richiesta.

Il presente Documento è inoltre rilasciato esclusivamente a beneficio del CPC della Società e il suo contenuto non potrà essere pubblicato o divulgato, in tutto o in parte, a terzi o utilizzato per scopi diversi da quelli previsti nell'ambito del Documento stesso, fatto salvo il caso in cui la pubblicazione o divulgazione si renda necessaria per ottemperare ad espressi obblighi di legge, regolamentari o a provvedimenti amministrativi o giudiziari. Pertanto, nessun altro soggetto potrà fare affidamento sul presente Documento e ogni giudizio di terzi rimarrà di sua esclusiva competenza e responsabilità.

Il sottoscritto quindi non esprime, non essendo stato chiamato ad esprimere, alcuna valutazione in merito all'opportunità, alle motivazioni industriali e finanziarie dell'Operazione, agli effetti ed alle prospettive che dalla stessa derivano e/o possono derivare per la Società, i suoi soci ed in genere qualsiasi altro terzo. Il Parere, pertanto, non intende fornire alla vostra Società alcuna indicazione in merito alle determinazioni da assumere in seno agli organi che, al proprio interno, saranno chiamati ad adottare le necessarie deliberazioni con riferimento al Prezzo di emissione, restando infatti ferma la piena autonomia di giudizio e di decisione di questi ultimi.

Il sottoscritto non assume, pertanto, alcuna responsabilità, diretta o indiretta, per danni che possano derivare da un non corretto utilizzo delle informazioni contenute nel Parere.

Il Parere, in ragione della sua destinazione e delle sue finalità, incluse le conclusioni nello stesso contenute, non potrà essere distribuito o divulgato, in tutto o in parte, a terzi o utilizzato per scopi diversi da quelli indicati nello stesso. Il sottoscritto non assume pertanto alcuna responsabilità, diretta o indiretta, per gli eventuali danni che possono derivare dall'utilizzo delle informazioni contenute nel Parere.

Qualsiasi diverso utilizzo, in tutto o in parte, del presente Parere dovrà essere preventivamente autorizzato per iscritto dal sottoscritto, salva l'ipotesi in cui la distribuzione o divulgazione dello stesso sia obbligatoria ai sensi di legge ovvero sia espressamente richiesta da una competente autorità di mercato.

L'attività prestata in esecuzione dell'Incarico è stata condotta sulla base dei Dati (come di seguito definiti) adottando metodologie di valutazione comunemente riconosciute dalla prassi di mercato, tenendo conto sia delle particolari caratteristiche di Aedes sia delle finalità connesse all'Incarico.

Nella redazione del Parere il sottoscritto ha fatto uso esclusivamente di:

- i) dati, informazioni e documenti forniti dalla vostra Società e/o dagli *advisors* della stessa;

- ii) informazioni acquisite nel corso dei colloqui con il *top management* della Società;
- iii) dati e informazioni di mercato pubblicamente disponibili; e
- iv) dati e informazioni provenienti da *database* specializzati e riconosciuti dalla prassi professionale e di mercato, quali ad esempio "FactSet" e "Bloomberg" (collettivamente, i "Dati").

In particolare, sono stati principalmente utilizzati, tra l'altro, i seguenti Dati:

1. Prezzi e volumi di borsa registrati dalle azioni Aedes SIIQ S.p.A. negli ultimi 12 mesi;
2. Informazioni desumibili dal Documento a supporto del Consiglio di Amministrazione, redatto da Intermonte, nella sua versione definitiva, in data 12 maggio 2020;
3. Bilancio al 31 dicembre 2018 di Aedes SIIQ S.p.A.;
4. Bozza Progetto di Bilancio al 31 dicembre 2019 di Aedes SIIQ S.p.A., che sarà oggetto di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Aedes SIIQ S.p.a. il 13 maggio 2020;
5. Bozza Relazione trimestrale al 31 marzo 2020 di Aedes SIIQ S.p.A., che sarà oggetto di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Aedes SIIQ S.p.a. il 13 maggio 2020.

Nella redazione del Parere, il sottoscritto ha fatto espressamente esclusivo e pieno affidamento sulla correttezza, completezza, accuratezza, aggiornamento e veridicità dei Dati senza dare corso a verifiche autonome e/o indipendenti sugli stessi; in ogni caso, l'attività prestata dal sottoscritto in esecuzione dell'Incarico non ha comportato l'esecuzione di verifiche contabili, finanziarie, fiscali, legali, commerciali ed, in genere, amministrative, autonome e/o indipendenti e/o di perizie tecniche proprie e indipendenti in relazione agli elementi dell'attivo e del passivo di Aedes.

La Società assume piena ed esclusiva responsabilità per quanto riguarda la veridicità, esattezza, completezza, accuratezza ed aggiornamento dei dati forniti, anche attraverso i propri consulenti, i quali non sono stati oggetto di alcuna verifica autonoma ed indipendente da parte del sottoscritto. La Società inoltre mi ha confermato di non essere a conoscenza dell'esistenza di informazioni rilevanti che siano state omesse o che non ci siano state rese note.

Pertanto, nonostante il sottoscritto abbia svolto l'Incarico con la massima diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, lo stesso non assume alcuna responsabilità né fornisce alcuna garanzia in ordine alle informazioni e ai Dati contenuti e/o riflessi nel presente Parere, né in ordine agli altri elementi conoscitivi utilizzati, la cui attendibilità potrebbe variare qualora dovesse emergere la non veridicità, correttezza, accuratezza, completezza e aggiornamento, anche solo parziale, dei Dati utilizzati nonché dei dati e delle informazioni di mercato pubblicamente disponibili.

Le analisi e valutazioni contenute nel Parere sono riferite all'Operazione prospettata, ai dati, alle condizioni di mercato ed economiche esistenti e valutabili sino alla data di redazione dello stesso.

Il sottoscritto non si assume, pertanto, alcuna responsabilità in ordine ad eventuali carenze o difetti delle analisi o delle loro conclusioni dipendente dall'intervallo temporale tra la data del Parere e la data in cui l'Operazione sarà conclusa. Poiché il Parere è riferito ai Dati resi disponibili al sottoscritto, alle condizioni economiche e di mercato, generali e specifiche, esistenti alla data di redazione dello stesso, ogni evoluzione successiva che dovesse verificarsi non comporterà a carico del sottoscritto alcun obbligo di aggiornare, rivedere o riaffermare i contenuti e le conclusioni del Parere.

Le variazioni di altri fattori, ovvero il verificarsi di altri eventi successivi alla data di redazione del Parere potrebbero influenzare il valore di Aedes sia prima che dopo la conclusione dell'Operazione, tra cui a titolo esemplificativo:

- mutamenti del mercato del debito e dei capitali;
- il verificarsi di cambiamenti sfavorevoli in relazione alle condizioni finanziarie e di

- settore, alle singole attività, a specifiche operazioni straordinarie o alle prospettive future della società;
- qualsiasi azione promossa o restrizione imposta da enti statali o governativi o autorità di regolamentazione e vigilanza, incluse variazioni del quadro regolatorio del settore.

Ai fini dell'elaborazione del Parere, si è fatto riferimento a principi valutativi largamente diffusi nella prassi nazionale ed internazionale con riferimento a valutazioni redatte nell'ambito di operazioni di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione. Le valutazioni sono state eseguite in ottica *stand alone* ed in prospettiva di continuità aziendale (*going concern*), assunta senza svolgere autonome verifiche e/o riscontri.

Ai fini della predisposizione del Parere, il sottoscritto ha utilizzato alcune metodologie di valutazione ed effettuato alcune analisi nel prosieguo meglio analizzate.

* * *

Preliminarmente deve essere considerato che le analisi effettuate sono soggette ad alcune limitazioni e difficoltà, tra cui in particolare:

- a) non sono disponibili i dati prospettici contenuti in un Piano industriale attuale e aggiornato di Aedes;
- b) non è stata effettuata un'adeguata attività di *due diligence* di natura finanziaria, legale, commerciale, fiscale, industriale o altro su Aedes, essendo questa quotata;
- c) i volumi scambiati di Aedes alla Borsa Italiana nel corso dell'ultimo anno sono limitati;
- d) vi è una limitata copertura da parte degli analisti finanziari del titolo Aedes;
- e) l'assenza di metodologie valutative diverse dall'analisi dei prezzi di mercato del titolo, seppur derivante dalle motivazioni di seguito esposte, rappresenta una limitazione delle analisi svolte;
- f) la metodologia valutativa basata sull'analisi dei prezzi di mercato assume che il prezzo di mercato del titolo rappresenti una ragionevole approssimazione del valore del capitale economico della Società e l'assenza di elementi in grado di inficiare tale rappresentatività;
- g) i prezzi di mercato considerati per le analisi si riferiscono ad un orizzonte temporale antecedente la pubblicazione dei risultati della Società relativi all'esercizio 2019 e, pertanto, non riflettono i possibili effetti sul prezzo di mercato del titolo derivanti dalla disponibilità di tali informazioni;
- h) le analisi sono svolte facendo riferimento al prezzo di mercato delle azioni ordinarie della Società, assumendo pertanto che le Azioni Speciali emesse nell'ambito dell'Operazione abbiano un valore equivalente alle azioni ordinarie;
- i) le analisi svolte non hanno incluso una valutazione del Finanziamento che viene compensato con l'Aumento di Capitale Riservato;
- j) le attuali condizioni dei mercati finanziari si caratterizzano per un'elevata volatilità, che potrebbe determinare una significativa variazione dei parametri considerati nelle analisi valutative, con particolare riguardo al prezzo di mercato del titolo.

Nessuna sezione del Parere potrà essere utilizzata disgiuntamente dalle altre sezioni che lo compongono e ciascuna di esse dovrà essere considerata solo ed esclusivamente congiuntamente alle altre sezioni della stessa, come un unico documento inscindibile. In particolare, le conclusioni espresse nel Parere sono basate sul complesso delle valutazioni in essa contenute e pertanto nessuna di esse può essere utilizzata per finalità differenti, né considerata singolarmente rispetto al contesto nel quale è stata formulata, né disgiuntamente dal presente Documento nella sua interezza.

Nel predisporre il presente Parere, il sottoscritto ha condotto delle analisi finanziarie ed analizzato differenti metodologie valutative utilizzabili per stimare il valore attribuibile ad Aedes.

Inoltre, il sottoscritto per l'espressione del proprio Parere ha preso visione dei contenuti del Documento dell'*advisor* finanziario, trasmessogli in diverse versioni preliminari e nella sua

versione definitiva del 12 maggio 2020, e della Relazione degli Amministratori di Aedes, trasmessagli in versione preliminare del 12 maggio 2020, svolgendo autonomi riscontri e acquisendo autonome evidenze e pervenendo alle conclusioni di seguito meglio precisate.

Preliminarmente il sottoscritto evidenzia come la determinazione del Prezzo di emissione dell'Aumento di Capitale Riservato sia in ogni caso vincolata dalle disposizione dell'art. 2441 Codice Civile, che al comma 5) dispone che: *"Quando l'interesse della società lo esige, il diritto di opzione può essere escluso o limitato con la deliberazione di aumento di capitale"* e al comma 6) dispone che *"Le proposte di aumento di capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, ai sensi del primo periodo del quarto comma o del quinto comma del presente articolo, devono essere illustrate dagli amministratori con apposita relazione, dalla quale devono risultare le ragioni dell'esclusione o della limitazione, ovvero, qualora l'esclusione derivi da un conferimento in natura, le ragioni di questo e in ogni caso i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione. La deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"*.

Inoltre, con riferimento al parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni richiesto dalle citate disposizioni civilistiche, l'art.158 del D.Lgs.58/98 prevede che *"in caso di aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, il parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni è rilasciato da un revisore legale o da una società di revisione legale"*.

In merito ai contenuti delle sopra richiamate disposizioni contenute nell'art. 2441 Codice Civile il sottoscritto evidenzia quanto segue:

1. per quanto riguarda i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione, il Consiglio di Amministrazione di Aedes appare aver condiviso quanto rappresentato dall'*advisor* finanziario nel proprio documento giungendo alle conclusioni contenute nella Relazione;
2. in merito all'appropriata interpretazione di quanto disposto dal comma 6) dell'art. 2441 Cod. Civ. si ritiene sicuramente condivisibile quanto affermato dall'*advisor* finanziario a pag. 8 del proprio documento e quindi che:
 - a. il riferimento al *"valore del patrimonio netto"* può essere inteso quale valore corrente del capitale economico della Società/valore di mercato delle azioni;
 - b. il riferimento *"all'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"* rappresenta un parametro che può essere considerato in maniera flessibile alla luce delle caratteristiche dell'Operazione.

Nel caso in esame l'*advisor* finanziario ritiene che i termini dell'Operazione dovrebbero essere in grado di conseguire un bilanciamento tra i seguenti elementi:

- posizione dei soci ante Aumento di Capitale Riservato privati del diritto di opzione, in termini di tutela della diluizione del valore economico della propria partecipazione;
- valore economico che il sottoscrittore dell'Operazione è disposto a riconoscere e relativi aspetti negoziali;
- interesse della Società al compimento dell'Operazione.

Per quanto riguarda i possibili approcci metodologici applicabili per la determinazione del valore di capitale economico dell'Emittente, il Consiglio di Amministrazione appare aver condiviso quanto osservato dall'*advisor* finanziario, così come riportato nel proprio documento, nei termini meglio descritti nella Relazione, sintetizzabili nel modo seguente.

Inizialmente gli Amministratori classificano in tre macro-categorie i metodi utilizzati dagli investitori di breve e medio-lungo termine:

- i. analisi sui fondamentali prospettici: modelli *Discounted Cash Flow* ("DCF" - valore attualizzato di flussi di cassa prospettici) e *Dividend Discount Model* ("DDM" - valore attualizzato dei dividendi prospettici);
- ii. analisi sui multipli di mercato e/o di transazioni: analisi volte a dedurre un valore del capitale economico dall'applicazione, alla società oggetto di valutazione, di moltiplicatori tra le valutazioni di mercato di società potenzialmente comparabili ed alcuni parametri

- economico-finanziari ad esse relativi e/o di moltiplicatori relativi ad eventuali transazioni riguardanti società potenzialmente comparabili;
- iii. analisi dei prezzi di mercato del titolo azionario quotato: tale metodologia si basa sull'analisi dei prezzi di mercato del titolo azionario con riferimento a diversi orizzonti temporali, assumendo che tale prezzo rappresenti una ragionevole approssimazione del valore del capitale economico della società; l'analisi è più significativa in presenza di una buona liquidità degli scambi (controvalori scambiati e rapporto tra azioni scambiate in un determinato periodo e numero totali delle azioni della società).

Al riguardo si evidenzia come la prima categoria sia classificabile nell'ambito delle metodologie appartenenti al cd. "Income Approach" mentre la seconda e la terza tra le metodologie riconducibili al cd. "Market Approach".

Dati i suddetti approcci gli Amministratori propendono per l'applicazione della metodologia dell'analisi dei prezzi di mercato del titolo azionario quotato, considerati i limiti nell'applicabilità e rilevanza nel caso in esame delle altre metodologie identificate.

Tale conclusione si basa su un'analisi:

1. delle caratteristiche dell'Emittente;
2. delle informazioni e dati disponibili per l'applicazione delle diverse metodologie identificate.

Innanzitutto gli Amministratori evidenziano come Aedes:

- nasca operativamente da una operazione di scissione parziale proporzionale simultanea alla sua quotazione sul mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. perfezionatasi in data 28 dicembre 2018;
- sia una Società di Investimento Immobiliare Quotata ("SIIQ") caratterizzata da un attivo immobiliare prevalentemente costituito da immobili a reddito nel comparto *Retail* e Direzionale e da una importante quota del patrimonio concentrata in iniziative di sviluppo immobiliare destinate a produrre reddito nel comparto di immobili di futura costruzione dedicati al commercio al dettaglio, alla ristorazione e all'*entertainment*.

La società quotata è quindi sostanzialmente un soggetto caratterizzato da un marchio storico del settore immobiliare:

- a) con una dotazione iniziale di *assets* a reddito tali da non assicurare nel breve termine la generazione operativa di cassa,
- b) con un elevato potenziale legato ad importanti progetti di sviluppo, quindi dotata di grandi opportunità correlate tuttavia a significativi rischi.

Tali caratteristiche qualificano l'oggetto della valutazione e limitano le possibilità di efficace applicazione delle diverse metodologie.

In particolare le metodologie basate su "Analisi sui fondamentali prospettici (DCF e DDM)", secondo gli Amministratori, forniscono elementi valutativi validi in presenza di:

- a) un'importante profondità storica di una gestione passata comparabile con le attività e le *performances* presenti nella gestione attuale della società;
- b) una chiara rappresentazione al mercato dell'evoluzione futura dell'andamento operativo della società, con indicazione dei prevedibili valori delle principali variabili economiche e patrimoniali.

A tal riguardo:

- la storia di Aedes, a prescindere dalla recente operazione di scissione e quotazione, è caratterizzata da una serie di importanti discontinuità operative;
- l'evoluzione futura del *business* di Aedes, caratterizzata sostanzialmente dall'esito delle iniziative di sviluppo immobiliare in corso, con significativi profili di rischio, non ha ancora un livello di prevedibilità apprezzabile dal mercato.

Tutto ciò considerato, gli Amministratori hanno ritenuto, nel caso in esame, di difficile applicabilità le metodologie basate sull'analisi dei fondamentali prospettici (DCF e DDM).

A ciò si aggiunge che una consistente applicazione della metodologia in oggetto risulta subordinata alla possibilità di elaborare previsioni sull'andamento dei risultati futuri dell'azienda che siano, per quanto possibile, basati su assunti oggettivamente riscontrabili e dimostrabili.

Nel caso in esame si ricorda come il Piano Industriale Aedes 2019-2024 approvato dal Consiglio di Amministrazione di Aedes del 28 giugno 2019 risulta, in base a quanto rappresentatomi, non più attuale in quanto non tiene conto delle mutate condizioni di mercato, conseguenti anche alla diffusione della pandemia Covid-19, e delle conseguenti modalità di attuazione dei progetti di sviluppo immobiliare. Le principali assunzioni in termini di struttura del capitale (che ricomprendeva un aumento di capitale fino a 50 €mil. entro la fine del 2019), di modalità di finanziamento dei singoli progetti di sviluppo, di acquisizioni/dismissioni degli *assets* consolidati e di partecipazioni e via dicendo, contenute nel suddetto Piano, appaiono allo stato obsolete e/o non più attuali.

L'assenza di una pianificazione industriale aggiornata e condivisa preclude la possibilità di disporre di andamenti economico finanziari prospettici in grado di rappresentare le migliori previsioni dell'andamento aziendale basate su assunti ragionevoli e dimostrabili, fornendo un'adeguata visibilità sulle prospettive future della Società a supporto del processo valutativo.

Tutto ciò considerato il sottoscritto ritiene ragionevole concordare con quanto evidenziato dagli Amministratori e dall'*advisor* finanziario sulla rilevanza e sulle difficoltà applicative nel caso in esame, date le attuali condizioni di mercato e i dati e le informazioni disponibili, delle metodologie basate su analisi di fondamentali prospettici (DCF e DDM).

* * *

Per quanto riguarda la metodologia basata su analisi di cd. multipli di mercato e/o di transazioni comparabili gli Amministratori hanno ritenuto non applicabile tale metodologia a causa di una limitata comparabilità tra l'oggetto di valutazione e le società quotate operanti nel medesimo settore.

Gli Amministratori, facendo riferimento anche a quanto contenuto nel Documento dell'*advisor* finanziario, hanno concentrato la loro attenzione sull'analisi dei moltiplicatori impliciti nei prezzi di mercato di altre società immobiliari quotate sul mercato azionario italiano.

Essi quindi, rilevando nei più recenti dati economico-finanziari pubblicati dalla Società il segno negativo dei principali margini reddituali e delle principali variabili di *cash-flow*, hanno ritenuto di limitare il confronto con altre società del settore ai soli multipli derivanti dai rapporti tra prezzo di mercato ("P") e variabili di carattere patrimoniale, in particolare il c.d. *Net Asset Value* ("NAV").

Un primo gruppo di società virtualmente comparabili, in quanto quotate in Italia ed operanti nel mercato immobiliare, sarebbe costituito da n. 5 società (in particolare: "Brioschi Sviluppo Immobiliare S.p.A.", "Coima Res SIIQ S.p.A.", "IGD SIIQ S.p.A.", "NOVA RE SIIQ S.p.A." e "Risanamento S.p.A.").

Considerando alcune principali caratteristiche di Aedes quali:

- la prevalenza nell'ambito dei portafogli immobiliari di investimenti in immobili destinati al commercio al dettaglio, alla ristorazione e all'*entertainment*;
- la presenza nello stesso portafoglio immobiliare di importanti componenti di iniziative immobiliari di sviluppo,

l'insieme di società potenzialmente comparabili indicate più sopra deve, a parere degli Amministratori, pertanto essere circoscritto a:

- 1) "IGD SIIQ S.p.A.", per la prevalente attività nel comparto *Retail* e GDO, seppur con un'attività principalmente volta alla locazione di *asset* immobiliari, con limitati progetti di sviluppo immobiliare, nonché attualmente caratterizzata da dimensioni e performance economico-finanziarie significativamente maggiori rispetto ad Aedes;

- 2) "Brioschi Sviluppo Immobiliare S.p.A.", per l'importante componente di iniziative immobiliari di sviluppo, maggiormente paragonabile per dimensione ma focalizzata sulle attività di sviluppo e *trading* immobiliare di diverse tipologie di *asset* (terziario, residenziale e commerciale) in grandi aree urbane.

Entrambe le società, virtualmente più comparabili rispetto al campione inizialmente selezionato, evidenziano un'importante differenza tra valorizzazione di mercato e NAV ("P/NAV").

In particolare, con riferimento agli ultimi dati annuali pubblicati: (i) IGD SIIQ S.p.A. presenta attualmente uno sconto sul NAV del 70% circa (ie $P/NAV = 0,30x$); (ii) Brioschi Sviluppo Immobiliare S.p.A. presenta uno sconto sul NAV del 62% circa ($P/NAV = 0,38x$).

Il posizionamento, la vocazione *Retail* di Aedes ed il suo status di Società di Investimento Immobiliare Quotata, finalizzata a generare ricavi da locazione, ha portato gli Amministratori a svolgere ulteriori analisi di confronto con "IGD SIIQ S.p.A." ("IGD"), ritenuta secondo tali dimensioni maggiormente comparabile.

Aedes è sostanzialmente una società ancora caratterizzata da rilevanti iniziative di sviluppo, con *performance* economiche non ancora positive; IGD è invece una società quattro volte più grande di Aedes per attività immobiliari possedute, 10 volte più grande per capitalizzazione di mercato, capace di generare dividendi ricorrenti e significativi; nonostante questo il mercato apprezza finanziariamente il patrimonio netto di tale società ad un valore pari a poco più del 30% del valore contabile (come detto il rapporto P/NAV è pari a circa $0,30x$).

In base all'analisi svolta dagli Amministratori Aedes, prevedendo di completare nel corso dei prossimi quattro anni i progetti di sviluppo presenti nel suo perimetro, potrà tendere ad avere marginalità e dimensioni più comparabili a quelle di IGD ma nell'immediato scorta, come molte altre società con rilevanti iniziative di sviluppo,

- a) una forte inefficienza nel rapporto tra costi e ricavi derivante dalla presenza di rilevanti attività di sviluppo che non generano nel breve ricavi ma che necessitano, per essere seguite, di costi legati al capitale umano interno o esterno alla società;
- b) una struttura patrimoniale più debole e un *credit rating* ancora basso, con conseguente maggior costo del capitale di credito.

Stimando tali inefficienze per almeno quattro anni (periodo previsto per la messa a reddito delle principali iniziative di sviluppo di Aedes) in termini di:

- a) maggiori costi di funzionamento (misurati quali *EPRA Costs*, escludendo i costi di *vacancy*) in proporzione all'attivo immobiliare di Aedes rispetto al *benchmark* IGD;
- b) maggiori oneri finanziari derivanti dal diverso merito di credito di Aedes rispetto al *benchmark* IGD in relazione all'indebitamento finanziario lordo di Aedes,

secondo gli Amministratori, ad una possibile valorizzazione del NAV di Aedes, sulla base dello sconto sul NAV che presenta attualmente IGD, potrebbe essere applicato quindi un ulteriore possibile sconto, derivante dalle temporanee inefficienze sopra indicate, che porterebbe lo sconto sul NAV del *benchmark* fino a valori di sconto paragonabili a quelli rilevati da Aedes in termini di prezzo sul NAV.

L'applicazione di tale sconto, in altri termini, consentirebbe quindi di allineare i risultati rivenienti dalla considerazione delle informazioni desumibili da società quotate comparabili con i corsi storici espressi dal mercato azionario.

Nonostante quanto precede, tuttavia, per gli Amministratori non appare significativa l'applicazione della metodologia di valutazione dei moltiplicatori di mercato di società potenzialmente comparabili. Ciò avuto riguardo alle peculiarità di Aedes:

- portafoglio immobiliare con una componente rilevante di progetti ancora in fase di sviluppo, con un'attività non ancora a regime che comporta una maggiore incidenza dei costi di struttura e presenza di un significativo livello di *vacancy* del portafoglio immobiliare in locazione;
- concentrazione sul settore immobiliare *retail/commerciale*, attualmente caratterizzato da una percezione non particolarmente favorevole da parte del mercato finanziario, anche alla luce delle nuove incertezze legate al Covid-19;

- attuale gestione operativa con margini economici e finanziari negativi.

Gli Amministratori hanno inoltre ritenuto di non prendere in considerazione moltiplicatori di transazioni potenzialmente comparabili, in quanto tale metodologia, oltre a presentare le medesime limitazioni che caratterizzano l'analisi dei moltiplicatori di mercato, risente anche degli elementi di contesto e di carattere negoziale che caratterizzano ciascuna transazione – aspetto particolarmente rilevante nell'attuale contesto di mercato – e risulta in genere maggiormente applicata nell'ambito di operazioni di M&A.

* * *

Tenuto conto di quanto rappresentato, il sottoscritto evidenzia come le argomentazioni svolte dagli Amministratori possano essere ritenute sicuramente condivisibili, sulla base delle seguenti considerazioni:

1. se in ogni caso è vero che, come noto alla migliore dottrina in tema di valutazione, la comparabilità (o omogeneità) tra due società può essere sempre definita solo con una certa approssimazione, avendo ben chiaro che più stringenti sono le regole di omogeneità imposte meno ampio è il campione che si può ottenere, donde la necessità di un accettabile equilibrio tra tali contrapposte esigenze, nel caso in esame la qualità e la tipologia di *assets* detenuti da Aedes sicuramente differenzia la società da qualsiasi altro *competitors* presente sul mercato italiano.
2. In particolare l'elevata incidenza di progetti di sviluppo nel settore *Retail* e Direzionale qualifica in modo distintivo il patrimonio immobiliare attualmente detenuto dalla Società;
3. Inoltre la Società è una SIIQ (soggetta quindi ad un particolare regime fiscale) ed ha una struttura finanziaria maggiormente indebitata rispetto alle società comparabili identificate.
4. L'esistenza di uno sconto rispetto al valore del NAV (per la Società attualmente pari a circa il 91%, ie $P/NAV = 0,09x$), in termini anche significativamente superiori rispetto a quello espresso dal mercato per le società comparabili, appare sicuramente giustificato dai suddetti aspetti, che limitano la visibilità sui risultati futuri ritraibili dai progetti di sviluppo in essere.
5. In altri termini l'elevata incertezza in merito alle tempistiche e alle modalità di sviluppo dei progetti in essere, per quanto riguarda i contenuti economici degli stessi nonché la capacità di loro finanziamento, fa sì che il mercato appaia prudenzialmente scontare, o del tutto non apprezzare, il valore associato ai progetti di sviluppo futuri.

L'insieme delle suddette considerazioni, ad integrazione e completamento di quanto evidenziato dagli Amministratori nella Relazione, portano a concludere che le argomentazioni degli Amministratori il merito alla limitata applicabilità del metodo delle società comparabili appaiono sicuramente condivisibili, considerata la limitata ampiezza del campione di società comparabili disponibile nonché le peculiarità dell'azienda oggetto di valutazione.

In ogni caso, tuttavia, le informazioni ritraibili dall'applicazione di tale metodologia appaiono confermare la ragionevolezza delle evidenze desumibili dall'analisi dei dati di mercato per l'Emittente.

* * *

Come precedentemente chiarito infatti gli Amministratori hanno ritenuto basare la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ordinarie e delle Azioni Speciali a servizio dell'aumento di capitale senza diritto di opzione sulla base dell'Analisi dei prezzi di mercato del titolo azionario quotato.

Gli Amministratori hanno inizialmente analizzato il livello di liquidità del titolo Aedes, rilevando che negli ultimi tre mesi il suddetto titolo ha scambiato volumi pari a circa il 22% del totale delle azioni rappresentative del capitale totale.

Nello stesso periodo:

- a) IGD ha scambiato il 15,2% del capitale;
- b) Brioschi l'8,7% del capitale.

La liquidità del titolo Aedes appare quindi significativa per poter utilizzare tale metodologia ai fini della determinazione del prezzo dell'Aumento di Capitale Riservato.

Al riguardo il Consiglio di Amministrazione, conformemente alle disposizioni normative dell'art. 2441, comma 6) Codice Civile, ha provveduto ad analizzare i corsi azionari correnti e storici delle Azioni Ordinarie Aedes negli ultimi seimesi ("Last Six Months") prima della data del 12 maggio 2020. Il prezzo medio ponderato per i volumi ("Volume Weighted Average Price" o "VWAP") di Aedes a un giorno, un mese, tre mesi, sei mesi prima della data del 12 maggio 2020 erano rispettivamente €0,845, €0,901, €1,031, €1,248.

	Media Semplice	Media Ponderata	Premio Media Semplice	@1,25 Media Ponderata
Prezzo Ufficiale 12 maggio 2020	€ 0,845	€ 0,845	47,9%	47,9%
Ultimo Mese	€ 0,900	€ 0,901	38,9%	38,7%
Ultimi Tre Mesi	€ 0,984	€ 1,031	27,0%	21,2%
Ultimi Sei Mesi	€ 1,109	€ 1,248	12,7%	0,2%

L'analisi dell'andamento dei corsi storici del titolo Aedes nell'arco degli ultimi 6 mesi, evidenzia un continuo deterioramento delle prezzi espressi dal mercato, accentuatosi nel corso degli ultimi due mesi a causa del manifestarsi degli effetti della pandemia Covid-19.

Malgrado tale andamento, a maggiore tutela degli azionisti esclusi dall'Aumento Riservato, gli Amministratori hanno inteso determinare un prezzo ai valori massimi espressi dal mercato nel periodo di osservazione (1,25 €/azione).

Tale valore risulta:

- 1) allineato, arrotondando per eccesso il valore della media aritmetica, ponderata per i volumi giornalieri, dei prezzi ufficiali del titolo registrati negli ultimi 6 mesi pari a 1,248
- 2) maggiore delle medie aritmetiche, semplici e ponderate per i volumi giornalieri, dei prezzi ufficiali del titolo registrati nell'ultimo mese e negli ultimi 3 mesi.

Tale prezzo incorpora un premio rispetto all'ultima quotazione del 12 maggio 2020 pari a circa il 47,9%, rispetto alla media ponderata dell'ultimo mese del 38,7% e dell'ultimo trimestre pari a circa il 21% (media ponderata, 27,0% media semplice).

Il prezzo dell'Aumento Riservato così individuato, ritenuto dagli Amministratori ugualmente applicabile alle azioni ordinarie come alle Azioni Speciali rivenienti dall'Aumento Riservato stante in particolare la convertibilità alla pari di queste ultime in azioni ordinarie, risulta in linea con l'intento normativo di assicurare un'adeguata tutela della posizione patrimoniale e del valore dell'investimento del socio non destinatario dell'Aumento Riservato, anche considerato che in ogni caso Augusto sottoscriverà azioni Aedes nell'ambito dell'Aumento Riservato ad un prezzo sempre maggiore rispetto a quello al quale sottoscriveranno le azioni rivenienti dai diritti di opzioni tutti gli azionisti in sede di Aumento in Opzione.

Il prezzo di emissione con esclusione del diritto di opzione, così determinato, è stato ritenuto dagli Amministratori un prezzo di offerta in grado di conseguire il bilanciamento dei differenti interessi che risultano contrapposti nell'ambito dell'Operazione, così come già precedentemente evidenziati.

Riguardo tale prezzo il sottoscritto ritiene che le modalità di determinazioni seguite dagli Amministratori appaiono sicuramente ragionevoli, in grado di adeguatamente rappresentare l'attuale valore economico attribuibile dalla Società, seguendo criteri di mercato e in modo conforme alle attuali disposizioni normative e, al contempo, considerando la disponibilità dei

destinatari dell'offerta a riconoscere tale valore di "ingresso".

Infine l'utilizzo di un prezzo uniforme per le azioni ordinarie e le Azioni Speciali appare ragionevole considerando le loro condizioni di convertibilità in azioni ordinarie e l'esistenza di diritti patrimoniali equivalenti alle azioni ordinarie.

Sulla base delle analisi ed elaborazioni svolte, nonché delle finalità per le quali l'Incarico è stato conferito, il sottoscritto quindi ritiene che, alla data della presente relazione e condizionatamente a quanto sopra esposto, il Prezzo unitario, come precedentemente definito, di emissione di azioni ordinarie e di Azioni Speciali a servizio dell'Aumento di Capitale Riservato di Aedes SIIQ S.p.A., possa essere ritenuto congruo da un punto di vista finanziario tenuto conto della finalità dell'Operazione e dei vincoli cui la stessa è soggetta.

Milano, 12 maggio 2020

Prof. Andrea Amaduzzi
