



Roma, 29 gennaio 2024

*Alla cortese attenzione dei
Membri del Comitato Parti Correlate*

Innovatec S.p.A.
Via Giovanni Bensi 12/5
20152 Milano (MI)

Egredi Membri del Comitato Parti Correlate,

Parere di congruità sul 50,1% di Green Luxco S.A.

con riferimento all'incarico conferitoci in data 20 dicembre 2023 ("Contratto"), al quale si rimanda, abbiamo redatto il presente parere di congruità dal punto di vista finanziario per Innovatec S.p.A. ("Parere di Congruità" ovvero il "Parere" ovvero "Fairness Opinion") a beneficio del suo Comitato Parti Correlate sul prezzo che Innovatec S.p.A. ("Innovatec", "Committente") ha intenzione di offrire per acquisire da Sostenya Group S.r.l. ("Sostenya Group") la partecipazione del 50,1% in Green Luxco S.A. ("Partecipazione" e "GL" ovvero "Green Luxco").

Di seguito vengono descritti sinteticamente la potenziale operazione, le informazioni utilizzate, le attività svolte da PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l. ("PwC"), le ipotesi e i limiti, nonché le conclusioni sulla congruità dal punto di vista finanziario per Innovatec del prezzo che Innovatec ha intenzione di offrire per acquisire da Sostenya Group la Partecipazione.

1. Premessa

Green Luxco è una *holding* di diritto lussemburghese il cui unico asset rilevante è costituito dalla partecipazione del 70% nella società Ecosavona S.r.l. ("Ecosavona" ovvero "Società"). Ecosavona svolge la propria attività nel settore del trattamento, recupero e smaltimento di rifiuti urbani e industriali non pericolosi, in quanto titolare della prescritta autorizzazione regionale e del diritto di superficie oneroso, riconosciuto dal Comune di Vado Ligure, sull'area che ospita la discarica del Boscaccio. Opera, inoltre, nel settore della produzione di energia elettrica tramite processi connessi allo smaltimento di rifiuti da fonti rinnovabili.

Innovatec è controllata da Sostenya Group e l'operazione sopra descritta ("Potenziale Operazione") qualifica come operazione con parti correlate di maggiore rilevanza ai sensi della normativa vigente.

PricewaterhouseCoopers Business Services Srl

Società a responsabilità limitata a socio unico

Sede legale: Milano 20145 Piazza Tre Torri 2 Tel. 02 725091 Cap. Soc. Euro 100.000,00 i.v. - C.F. e P.IVA e Reg. Imprese Milano Monza Brianza Lodi 06234620968 - Altri Uffici: **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 080 5640311 Fax 080 5640349 - **Bologna** 40124 Via Luigi Carlo Farini 12 Tel. 051 6186211 - **Bolzano** 39100 Via Alessandro Volta 13A Tel. 0471 066650 - **Brescia** 25121 Viale Duca d'Aosta 28 Tel. 030 3697501 - **Cagliari** 09125 Viale Diaz 29 Tel. 070 6848774 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 055 2482811 Fax 055 2482899 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 010 29041 - **Napoli** 80121 Via dei Mille 16 Tel. 081 36181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049 873431 Fax 049 8734399 | Rubano 35030 Via Belle Putte 36 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091 6256313 Fax 091 7829221 | 90139 Via Roma 457 Tel. 091 6752111 - **Parma** 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521 275911 Fax 0521 781844 - **Pescara** 65127 Piazza Ettore Troilo 8 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06 6920731 Fax 06 69207330 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011 5773211 Fax 011 5773299 - **Trento** 38121 Viale della Costituzione 33 Tel. 0461 237004 Fax 0461 239077 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422 315711 Fax 0422 315798 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 040 3480781 Fax 040 364737 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 045 8263001

Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento della PricewaterhouseCoopers Italia Srl
www.pwc.com/it



Il management di Innovatec (“Management”) ci ha informato che il prezzo che Innovatec ha intenzione di offrire per l’acquisto da Sostenya Group della Partecipazione è pari a Euro 23 milioni (“Prezzo”), come peraltro risulta dalla bozza del Documento Informativo, come di seguito definito.

In relazione a quanto sopra esposto, come anticipato, è stata richiesta dal Committente a PwC un parere in merito alla congruità dal punto di vista finanziario per Innovatec del Prezzo della Partecipazione.

Detto incarico è stato formalizzato tra il Committente e PwC con il Contratto, che si intende qui espressamente ed integralmente richiamato ai fini della disciplina dei termini e delle condizioni che regolano il rapporto in forza del quale è stato reso il presente Parere di Congruità. Resta inteso che la forma e la sostanza del Parere di Congruità dipendono dal giudizio esclusivo di PwC e che le considerazioni contenute nel presente parere prescindono dai possibili sviluppi della Potenziale Operazione.

Ai fini della predisposizione del Parere, PwC ha assunto che la Potenziale Operazione sarà realizzata in conformità con i termini e le condizioni comunicateci dal Management.

2. Fonti utilizzate

Nello svolgimento delle analisi propedeutiche alla formulazione della presente Fairness Opinion, PwC si è basata sulle informazioni ricevute dal Committente o pubblicamente disponibili, nonché su dati e informazioni acquisiti nelle interazioni con il Management.

Le informazioni alla base del Parere di Congruità includono, *inter alia*, la seguente documentazione (di seguito, anche la “Base Informativa” o le “Informazioni”):

- bozza del documento informativo predisposto da Innovatec ai sensi dell’art. 5 del Regolamento adottato dalla CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato, nonché dell’art. 11 della Procedura per le Operazioni con Parti Correlate adottata dalla Società, come da ultimo aggiornata con delibera del Consiglio di Amministrazione del 30 settembre (“Documento Informativo”);
- bozza della perizia in merito al valore della partecipazione rappresentante il 50,1% del capitale sociale di Green LuxCo, redatta dall’esperto indipendente prof. Alberto Dello Strologo su incarico conferito dal Consiglio di Amministrazione della Società;
- bozza del contratto tra Innovatec e Sostenya Group relativo alla compravendita di una partecipazione pari al 50,1% del capitale sociale di Green LuxCo Capital S.A.;
- Statuto di Ecosavona;
- Statuto di GL;
- Bilancio di esercizio di GL al 31 dicembre 2022;
- Bilancio di esercizio di Ecosavona al 31 dicembre 2022;
- Situazione economico – patrimoniale di Ecosavona al 30 settembre 2023 fornita dal Management;

- Situazione economico – patrimoniale di GL al 30 settembre 2023 fornita dal Management;
- Piano Economico e Finanziario di Ecosavona 2024 – 2044 (“PEF”, contenuto nel file *Piano_Ecosavona_collegato_PEF.xls*) fornito dal Management e contenente, fra l’altro, l’ultima previsione disponibile del conto economico e dello stato patrimoniale della Società al 31 dicembre 2023;
- documento *Asseverazione del Piano Economico Finanziario redatto dalla Ecosavona S.r.l. nell’ambito del progetto “Ampliamento a Valle della Discarica per Rifiuti non Pericolosi” sita in località Boscaccio nel Comune di Vado Ligure (SV)*, redatto da UHY Audinet S.r.l. e datato 26 gennaio 2024;
- stime relative agli esborsi finanziari previsti per i costi di chiusura e *post mortem* della discarica forniti dal Management;
- sessioni operative con il Management, ai fini di una più approfondita comprensione e discussione degli elementi informativi ricevuti;
- ulteriori dati di dettaglio e informazioni di carattere contabile e/o gestionale utili ai fini della presente analisi, forniti dal Management;
- tutte le altre informazioni pubblicamente disponibili ritenute rilevanti ai fini delle analisi finanziarie alla base del Parere di Congruità.

PwC ha assunto che la Base Informativa fornita dal Management, nonché tutte le informazioni pubblicamente disponibili, siano accurate, veritiere e complete e – in linea con l’incarico ricevuto – non si è impegnata in alcun modo a procedere alla verifica dell’attendibilità di tali informazioni, né a verificare la validità dei rapporti giuridici sottesi all’attività che sarà svolta da GL e da Ecosavona e in base ai quali sono state elaborate le informazioni storiche e prospettiche ricevute dal Management.

Ogni stima e proiezione di carattere economico, finanziario e patrimoniale utilizzata da PwC ai fini della redazione del Parere di Congruità è stata predisposta e/o comunque fornita dal Management ovvero acquisita da informazioni disponibili al pubblico, ovvero ricavata nell’ambito dei colloqui intercorsi con il Management.

PwC non assume alcuna responsabilità in relazione a tali stime e proiezioni, né in relazione alle fonti di provenienza delle medesime. Riguardo l’insieme delle informazioni finanziarie, economiche e patrimoniali fornite dal Management, inoltre, PwC ha assunto che siano state elaborate secondo le migliori prassi e che riflettano le migliori e più aggiornate stime e giudizi individuabili dai soggetti che le hanno predisposte.

3. Le attività svolte

Considerata la finalità dell’incarico ed in funzione della Base Informativa raccolta, ai fini dell’emissione del presente Parere di Congruità, abbiamo:

- esaminato le informazioni disponibili su GL ed Ecosavona fornite dal Management;



- condotto altri studi, analisi e indagini finanziarie da noi ritenuti opportuni.

Quanto segue rappresenta una sintesi delle principali analisi finanziarie e valutative che PwC ha ritenuto opportune in relazione alla predisposizione del proprio giudizio di congruità. Tale sintesi, di conseguenza, non costituisce una descrizione completa delle più approfondite analisi finanziarie e valutative che sono alla base di tale Parere di Congruità. La predisposizione di una *fairness opinion* comporta un processo complesso che si fonda su vari elementi, tra i quali la selezione delle metodiche di valutazione più appropriate e l'applicazione delle stesse a circostanze particolari, e, quindi, non consente una semplice descrizione sintetica.

Si precisa che le stime a cui si è pervenuti ai fini della formulazione del presente Parere di Congruità devono essere considerate nell'accezione di valori generali, prescindendo quindi dalla natura delle parti, dalla loro forza contrattuale, dagli specifici interessi perseguiti e da eventuali negoziazioni fra le stesse intervenute. Pertanto, i risultati di seguito indicati non possono essere assunti per finalità diverse da quelle del presente incarico e PwC non accetta alcuna responsabilità in tali fattispecie.

4. La scelta del metodo di valutazione

Considerate le finalità dell'incarico, le specificità della Partecipazione oggetto di valutazione e le informazioni disponibili, ai fini del presente Parere è stato applicato: (i) il metodo *Discounted Cash Flow* nella sua versione unlevered (*UDCF*) per la valutazione del 100% di Ecosavona e (ii) il metodo Patrimoniale Semplice per la valutazione del 100% di Green Luxco.

Il valore della partecipazione di GL in Ecosavona ed il valore della Partecipazione sono stati stimati considerando i valori proquota del 100% delle due società ed applicando premi di maggioranza stimati sulla base delle informazioni ricevute e della prassi professionale.

4.1. Metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow

Secondo il metodo finanziario dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* il valore economico di un'azienda o di un asset è pari al valore dei flussi monetari operativi complessivi disponibili futuri, attualizzati applicando un tasso pari al costo medio ponderato del capitale, il quale riflette, fra l'altro, il grado di rischio dell'azienda o dell'asset.

Ai fini del presente Parere, i flussi di cassa operativi prospettici sono stati stimati principalmente sulla base: i) della situazione patrimoniale al 30 settembre 2023 di Ecosavona; ii) delle previsioni economiche e finanziarie contenute nel PEF; iii) della stima degli esborsi monetari connessi agli oneri di chiusura e post chiusura della discarica forniti dal Management.

I flussi di cassa operativi sono stati stimati fino al 2044 principalmente sulla base del PEF (il Management ci ha confermato che la discarica è prevista esaurire nel 2044 la volumetria che si prevede sarà autorizzata all'esito della gara sulla base dei conferimenti previsti). Dal 2045 al 2079, i flussi di cassa operativi sono relativi alla sola gestione degli adempimenti connessi alla fase di post chiusura sulla base delle stime dei relativi esborsi fornite dal Management.

Il costo medio ponderato del capitale ("WACC") utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi è stato stimato sulla base della formula finanziaria che considera come parametri il costo del

debito, il costo dell'*equity* nonché la struttura finanziaria di riferimento, dove il costo dell'*equity* è stato calcolato sulla base del modello del *Capital Asset Pricing Model*. Ai fini del calcolo del WACC abbiamo inoltre tenuto conto delle incertezze specifiche della Società e del PEF che, sulla base delle informazioni ricevute, sono connesse i) al perfezionamento del *financing* della fase 1 e della fase 2 del progetto, ii) al perfezionamento dei contratti di EPC relativi alla fase 2 del progetto (il Management ci ha infatti confermato che il contratto di EPC relativo alla fase 1 del progetto è stato già siglato), iii) l'aggiudicazione da parte della Società della gara per il rinnovo della concessione.

Infine, allo scopo di determinare il valore dell'*equity* del 100% della Società, l'*Enterprise Value* risultante dalla sommatoria dei flussi di cassa *unlevered* attualizzati è stato rettificato, in positivo, dell'importo della Posizione Finanziaria Netta e, in negativo, dell'importo del TFR contenuti nella situazione patrimoniale di Ecosavona al 30 settembre 2023 fornita dal Management.

4.2. Metodo Patrimoniale Semplice

Il metodo patrimoniale semplice si fonda sul principio dell'espressione a valori correnti dei singoli elementi attivi che compongono il capitale dell'azienda e dell'aggiornamento del valore degli elementi passivi.

Nel caso specifico, ai fini della stima del valore del 100% di Green Luxco, abbiamo:

- considerato per la partecipazione di GL in Ecosavona il valore a questa attribuibile sulla base dell'applicazione del metodo dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* come sopra illustrato (senza considerare effetti fiscali sulla plusvalenza, peraltro non applicabili considerate le regole fiscali del Lussemburgo, come confermatoci dal Management);
- considerato tutte le altre poste dell'attivo e le poste del passivo al valore contabile riportato nella situazione patrimoniale di GL al 30 settembre 2023 ricevuta dal Management;
- considerato i c.d. *holding cost*, pari al valore attuale ragionevolmente stimabile delle perdite operative di GL sulla base delle informazioni ricevute.

5. I limiti, gli assunti e i punti di attenzione

Le conclusioni a cui si è giunti in adempimento dell'incarico conferito devono essere interpretate alla luce dei limiti e degli assunti sottesi al lavoro svolto e dei punti di attenzione illustrati di seguito e, in generale, all'interno del Parere di Congruità:

- per sua natura una valutazione non rappresenta la mera applicazione di criteri e di formule, ma è il risultato di un processo complesso di analisi e di stima in cui sono riflessi anche elementi di soggettività. In particolare, le analisi si basano sul presupposto che Ecosavona generi nelle prospettate tempistiche le proiezioni economico-finanziarie fornite dal Management coerentemente con le ipotesi sottostanti. Tali proiezioni, essendo basate su ipotesi di eventi futuri ed azioni di Ecosavona, sono caratterizzati da connotati elementi di soggettività ed incertezza e, in particolare, dal rischio che eventi preventivati ed azioni dai quali essi traggono origine possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misura e in tempi diversi da quelli prospettati, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo della loro preparazione. Pertanto,

gli scostamenti tra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativi. Data la natura dell'incarico e la finalità del lavoro, compete esclusivamente al Management la responsabilità della preparazione delle proiezioni economico – finanziarie relative a Ecosavona e della formulazione delle ipotesi poste alla base della redazione delle stesse. PwC non accetta alcuna responsabilità in merito;

- il Management ci ha confermato, e ai fini della presente analisi è stato assunto, che il PEF sia stato elaborato in termini di prezzi costanti (cioè senza considerare gli effetti prevedibili dell'inflazione su incassi e pagamenti previsti). Conseguentemente il WACC utilizzato ai fini dell'analisi è un WACC "reale", cioè depurato della componente inflattiva;
- la data di riferimento della nostra analisi è il 30 settembre 2023;
- il Management ci ha confermato che le proiezioni economico finanziarie forniteci ai fini del presente Parere di Congruità (incluse quelle relative all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2023) sono – ad oggi e per quanto a loro conoscenza – ancora sostanzialmente rappresentative dei risultati ragionevolmente prevedibili di Ecosavona nell'orizzonte temporale dalle stesse coperto;
- il Management ci ha inoltre confermato di non essere a conoscenza di fatti, circostanze o informazioni ulteriori rispetto a quelle contenute nella Base Informativa che, a giudizio del Management, possano avere significativi effetti sulle conclusioni della presente analisi;
- le analisi di GL e della Società sono state effettuate in ipotesi di continuità aziendale, in condizioni "normali" di funzionamento (astruendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione), con riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive di sviluppo conosciute alla data del Parere di Congruità (così come riflesse nel PEF e nelle altre proiezioni economico finanziarie ricevute dal Management) e "stand alone", senza tener conto di eventuali possibili sinergie e/o diseconomie derivanti dalla Potenziale Operazione. In particolare, le analisi di Ecosavona presuppongono la futura assegnazione alla Società della concessione fino al 2044 (pur considerando la relativa incertezza nell'ambito della stima del tasso di attualizzazione, come sopra illustrato). Peraltro, il Management ci ha confermato che il medesimo presupposto è alla base del PEF della Società così come del Prezzo oggetto del presente Parere e del più ampio razionale economico della Potenziale Operazione;
- nell'esecuzione del presente incarico non è stata effettuata alcuna attività di *due diligence* né alcuna attività di assistenza e/o consulenza di natura contabile, legale e/o fiscale, con la conseguenza che PwC non assume alcuna responsabilità riguardante aspetti contabili, legali e/o fiscali o di interpretazione contrattuale;
- eventuali sviluppi successivi alla data di emissione del Parere di Congruità potrebbero influire sulle conclusioni esposte nella stessa. PwC non ha l'obbligo di aggiornare, rivedere o riconfermare quanto riportato nel Parere di Congruità;
- la predisposizione del Parere di Congruità non determina alcun coinvolgimento di PwC nella gestione e nell'attività del Committente né rappresenta una raccomandazione al Committente a dare seguito alla Potenziale Operazione;
- i principali limiti della nostra analisi, oltre a quanto già illustrato, sono connessi:
 - alle incertezze relative al perfezionamento delle attività di *financing* della fase 1 e della fase due del progetto;
 - alle incertezze relative al perfezionamento dei contratti di EPC della fase 2 del progetto (il Management ci ha infatti confermato che il contratto di EPC relativo alla fase 1 del progetto è stato già siglato);

- alle incertezze relative all'aggiudicazione da parte della Società della gara per il rinnovo della concessione;
- le nostre analisi sono state svolte nell'ipotesi di mantenimento della attuale direzione e gestione di GL e della Società ed in particolare in ipotesi di mantenimento dell'attuale management. La presente analisi dovrebbe essere rivista in caso di variazioni;
- nel corso del lavoro PwC ha fatto uso di dati e informazioni facendo affidamento sulla loro veridicità, accuratezza, completezza e ragionevolezza, senza dar corso ad alcuna verifica e non accettando, pertanto, alcuna responsabilità in merito. Il nostro lavoro è stato pertanto svolto assumendo veridicità, accuratezza, completezza e ragionevolezza dei dati e delle informazioni ricevute (incluse le proiezioni economico finanziarie ricevute relative ad Ecosavona), che rimangono di esclusiva responsabilità del Management.

6. Conclusioni

Le nostre conclusioni devono essere lette ed interpretate nell'ambito delle finalità per le quali il presente Parere di Congruità è stato predisposto ed alla luce delle ipotesi e delle limitazioni riportate nello stesso e, in particolare, nel paragrafo precedente.

Sulla base delle informazioni a cui si è avuto accesso, dell'analisi valutativa effettuata e tenuto conto di quanto riportato al precedente paragrafo, il Prezzo che Innovatec ha intenzione di offrire per acquisire la partecipazione del 50,1% in Green Luxco da Sostenya Group, pari a Euro 23 milioni, può essere ritenuto congruo dal punto di vista finanziario per Innovatec.

Il presente Parere di Congruità è stato predisposto ad esclusivo beneficio dei Membri del Comitato Parti Correlate di Innovatec, in accordo con i termini del Contratto, e non può essere pertanto utilizzato per scopi diversi da quelli per i quali è stato predisposto.

Distinti saluti

PricewaterhouseCoopers Business Services Srl



Daniele Solaroli
(Partner)