Centrale del Latte di Firenze, Pistoia e Livorno S.p.A.

Centrale del Latte di Torino & C. S.p.A.

Relazione della società di revisione sul rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'articolo 2501-*sexies* del Codice Civile

KPMG S.p.A.
25 febbraio 2016

KPMG S.p.A.
Revisione e organizzazione contabile
Viale Niccolò Machiavelli, 29
50125 FIRENZE FI

Telefono +39 055 213391
Telefax +39 055 215824
e-mail it-fmauditaly@kpmg.it
PEC kpmgspa@pec.kpmg.it

Relazione della società di revisione sul rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'articolo 2501-*sexies* del Codice Civile

Agli Azionisti di
Centrale del Latte di Firenze, Pistoia e Livorno S.p.A.

Agli Azionisti di
Centrale del Latte di Torino & C. S.p.A.

1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Abbiamo ricevuto dal Presidente del Tribunale di Torino, su istanza congiunta di Centrale del Latte di Firenze, Pistoia e Livorno S.p.A. (di seguito anche "CLF" o "Società Incorporanda") e di Centrale del Latte di Torino & C. S.p.A. (di seguito anche "CLT" o "Società Incorporante" e, unitamente a CLF, le "Società Partecipanti alla Fusione"), l'incarico di redigere, quale esperto comune, ai sensi dell'articolo 2501-*sexies* del Codice Civile, la relazione sul rapporto di cambio (di seguito il "Rapporto di Cambio") dell'operazione di fusione di seguito descritta. La designazione da parte del Tribunale di Torino è avvenuta con decreto del 18 dicembre 2015.

Ai fini dell'incarico, abbiamo ricevuto dagli organi amministrativi sia di CLF che di CLT il progetto di fusione per incorporazione di CLF in CLT (di seguito il "Progetto di Fusione"), corredato dalle relazioni dei Consigli di Amministrazione di CLF e CLT che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'articolo 2501-*quinquies* del Codice Civile, il Rapporto di Cambio delle azioni; nonché le situazioni patrimoniali al 30 settembre 2015 redatte ai sensi dell'articolo 2501-*quater* del Codice Civile.

Come illustrato nel seguito il Progetto di Fusione dovrà sottoposto all'approvazione dell'assemblea straordinaria degli Azionisti di CLF e dell'assemblea straordinaria degli Azionisti di CLT le cui date di convocazione non sono ad oggi note e che si dovranno tenere entro il 30 settembre 2016.

2 Sintesi dell'operazione

In data 4 dicembre 2015 CLF e CLT hanno sottoscritto un accordo finalizzato a un'operazione di aggregazione (l'"Accordo di fusione"), da attuarsi mediante la fusione per incorporazione di CLF in CLT (la "Fusione" o l'"Operazione").

L'Operazione, come descritto nella Relazione illustrativa redatta dagli Amministratori ai sensi dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile, si inserisce nella più ampia strategia di crescita per linee esterne che contraddistingue le due aziende ed è finalizzata a creare un polo interregionale specializzato nella produzione e nella commercializzazione di prodotti lattiero-caseari che aggreghi realtà e marchi forti a livello locale, accomunati da valori essenziali quali

KPMG S.p.A. è una società per azioni di diritto italiano e fa parte del network KPMG di entità indipendenti affiliate a KPMG International Cooperative ("KPMG International"), entità di diritto svizzero.

Ancona Aosta Bari Bergamo
Bologna Bolzano Brescia
Catania Como Firenze Genova
Lecce Milano Napoli Novara
Padova Palermo Parma Perugia
Pescara Roma Torino Treviso
Trieste Varese Verona

Società per azioni
Capitale sociale
Euro 9.179.700,00 i.v.
Registro Imprese Milano e
Codice Fiscale N. 00709600159
R.E.A. Milano N. 512867
Partita IVA 00709600159
VAT number IT00709600159
Sede legale: Via Vittor Pisani, 25
20124 Milano MI ITALIA

la qualità, la sicurezza e la territorialità. L'Operazione darà infatti vita ad un gruppo di importanza nazionale nel settore del latte e dei prodotti freschi in genere, operando congiuntamente e cooperando per sfruttare tutte le potenzialità delle singole aziende allo scopo di riflettere al meglio la crescente dimensione delle attività operate dai rispettivi gruppi.

In particolare, come più ampiamente descritto e illustrato nella Relazione Illustrativa degli Amministratori delle società partecipanti alla fusione, l'operazione si fonda su "cinque pilastri":

1. Quotazione in Borsa. La Società Post-Fusione rimarrà quotata sul segmento STAR dell'MTA; il che permetterà agli attuali soci di CLF di poter divenire titolari di azioni CLI quotate in Borsa con la connessa liquidabilità dei titoli stessi. Il mantenimento della quotazione delle azioni della Società Post-Fusione sull'MTA consentirà inoltre rapido accesso a risorse finanziarie per la crescita e per le future aggregazioni;

2. Creazione del 3° polo lattiero-caseario italiano;

3. Tutela e valorizzazione dei siti produttivi e della filiera agroalimentare delle regioni coinvolte;

4. Autonomia del management e salvaguardia occupazionale;

5. Sinergie commerciali ed industriali.

L'Operazione, secondo quanto previsto dall'Accordo di Fusione, verrà attuata mediante:

a) la fusione per incorporazione di CLF in CLT;

b) in conseguenza della Fusione, il cambio della ragione sociale di CLT in Centrale del Latte d'Italia S.p.A. (di seguito "CLI"), la quale rimarrà quotata sul segmento STAR del Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("MTA"); e

c) il conferimento – successivamente all'intervenuta efficacia della Fusione – del ramo d'azienda "Mukki" attualmente facente capo a CLF in una nuova società, direttamente e interamente controllata da CLI.

La Fusione si realizzerà mediante emissione di n. 4.000.020 nuove azioni ordinarie di CLT (aventi valore nominale di €2,06 ciascuna), attraverso un aumento di capitale per un ammontare complessivo di €8.240.041 (corrispondente ad una interessenza nel capitale di CLI post Fusione di circa il 28,57%).

Per effetto della Fusione, ciascun titolare di azioni CLF alla data di efficacia della Fusione riceverà n. 1 azione ordinaria di CLI (avente valore nominale di Euro 2,06 ciascuna) ogni n. 6,1965 azioni ordinarie di CLF (aventi valore nominale di Euro 0,52 ciascuna) dallo stesso possedute (il "Rapporto di Cambio").

Il perfezionamento della Fusione è subordinato all'avveramento - o alla rinuncia, se del caso, ad opera delle Società Partecipanti alla Fusione, ove consentito dalle applicabili disposizioni - entro il 30 settembre 2016, di tutte, nessuna esclusa, le seguenti condizioni (di seguito le "Condizioni Sospensive"):

a) approvazione della Fusione da parte degli organi decisionali di tanti Soci CLF che rappresentino, nel complesso, almeno l'80% del capitale sociale di CLF;

b) approvazione del progetto di fusione da parte delle assemblee straordinarie delle Società Partecipanti alla Fusione;

c) adozione del nuovo statuto da parte dell'assemblea straordinaria di CLT;

d) assunzione, da parte dell'assemblea ordinaria di CLT, da tenersi successivamente all'assemblea straordinaria di approvazione del progetto di Fusione, della delibera:

   - per l'integrazione del Consiglio di Amministrazione con la nomina di ulteriori 4 membri;

   - per l'acquisto di azioni proprie;

e) il rilascio da parte di CONSOB del provvedimento concernente il giudizio di equivalenza sul prospetto di quotazione delle azioni della Società Incorporante da emettere a servizio della Fusione, ai sensi dell'articolo 57, comma 1, lett. d) del Regolamento Consob;

f) la mancata approvazione, emissione, promulgazione, attuazione o presentazione da parte di alcun tribunale competente di qualsivoglia provvedimento o atto in corso di validità che vieti o sospenda l'esecuzione della Fusione secondo quanto previsto nel progetto di fusione e mancata approvazione, promulgazione o attuazione di provvedimenti da parte di alcun tribunale competente che abbia l'effetto di proibire o rendere invalida l'esecuzione della Fusione;

g) almeno 30 giorni prima della data dell'assemblea straordinaria di approvazione della Fusione, sottoscrizione di un accordo contenente alcune pattuizioni parasociali rilevanti ex art. 122 del TUF da parte dei soci di controllo di CLT e tutti od alcuni dei soci di CLF (i "Soci Sindacati"), fermo restando che dovranno comunque aderire allo stesso Soci Sindacati portatori di azioni ordinarie in misura tale che sia sindacata una percentuale di almeno il 51% del capitale sociale della società post-fusione (il "Patto Parasociale");

h) non applicabilità ai Soci Sindacati nel Patto Parasociale della disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto;

i) positivo espletamento della *confirmatory due diligence*, attualmente in corso.

3 Natura e portata della presente relazione

Al fine di fornire agli Azionisti di CLF e di CLT idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori delle medesime Società per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza, nella circostanza, di tali metodi sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori a ciascuno di essi nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle società coinvolte nell'operazione di Fusione. Tali valutazioni sono state svolte esclusivamente dagli Amministratori.

La presente relazione, pertanto, è stata predisposta esclusivamente ai fini di quanto previsto dall'articolo 2501-*sexies* del Codice Civile e nell'ambito dell'operazione di Fusione di CLF in CLT. Essa, pertanto, non può essere utilizzata in tutto o in parte per scopi difformi.

4 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da CLF e da CLT i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, e in particolare:

a) Il Progetto di Fusione e le Relazioni illustrative redatte ai sensi dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile dai Consigli di Amministrazione di CLF e CLT, indirizzate alle rispettive assemblee straordinarie che propongono il seguente Rapporto di Cambio:

   - **n. 1 azione ordinaria di CLT ogni 6,1965 azioni ordinarie di CLF annullate.**

   Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

   Tale rapporto di cambio è stato determinato dagli Amministratori delle due Società.

b) Il parere (di seguito "Fairness Opinion") rilasciato da Banca IMI S.p.A. (di seguito "Banca IMI"), in qualità di consulente degli Amministratori di CLT. Tale relazione, datata 25 gennaio 2016, è stata rilasciata al fine di fornire agli Amministratori un parere circa la congruità dal punto di vista finanziario del Rapporto di Cambio previsto per l'Operazione.

c) Il parere (di seguito "Fairness Opinion") rilasciato dallo Studio Fazzini & Partners (di seguito "Studio Fazzini"), in qualità di consulente degli Amministratori di CLF. Tale relazione, datata 27 gennaio 2016, è stata rilasciata al fine di fornire agli Amministratori un parere circa la congruità dal punto di vista finanziario del Rapporto di Cambio previsto per l'Operazione.

d) La bozza dei rapporti relativi alle *due diligence*.

e) La seguente documentazione, utilizzata dagli Amministratori e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:

- le situazioni patrimoniali al 30 settembre 2015 di CLF e di CLT predisposte, ai sensi dell'articolo 2501-*quater* del Codice Civile, dai rispettivi Consigli di Amministrazione delle due società;
- la Relazione semestrale 2015 di CLF approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 24 luglio 2015;
- la stima degli impatti derivanti dall'applicazione dei Principi Contabili Internazionali IAS/IFRS alla situazione economico previsionale di CLF;
- la Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2015 del Gruppo Centrale del Latte di Torino, corredata dalla relazione degli Amministratori e dalla relazione della Società di Revisione;
- la situazione economico-patrimoniale pre-consuntiva al 31 dicembre 2015 ed il budget 2016 di CLF approvati dal Consiglio di Amministrazione in data 1 dicembre 2015;
- il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2014 di CLF, corredato dalla relazione degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della Società di Revisione;
- i bilanci separato e consolidato al 31 dicembre 2014 di CLT, corredati dalla rispettive relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della Società di Revisione;
- alcuni elementi previsionali relativi all'attività operativa delle due società sui principali mercati geografici: in particolare, i dati di pre-consuntivo 2015 e budget 2016 di CLT e alcuni dati economici e finanziari prospettici di CLT e CLF per il triennio 2017-2020, predisposti dal management e non approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione;
- altri documenti e informazioni storiche fornite direttamente o ottenute nel corso di colloqui con il Management di CLT o di CLF (i.e. il documento "Centrale del Latte d'Italia S.p.A. - Elementi valutativi del Rapporto di Cambio" presentato ai Consigli di Amministrazione di CLF e CLT in data 27 gennaio 2016);
- informazioni pubblicamente disponibili (prezzi di mercato, volumi di scambio, ecc.), raccolte attraverso *"information provider"* di mercato, relative al titolo di CLT;
- analisi e studi di settore redatti da analisti finanziari ed osservatori indipendenti relativi a CLT e al settore lattiero-caseario;

- informazioni pubbliche su società ritenute comparabili con CLT e CLF e su transazioni ritenute comparabili con l'operazione;
- ulteriori informazioni di pubblico dominio ritenute utili.

f) La seguente ulteriore documentazione è stata da noi utilizzata:

- il decreto di nomina da parte del Tribunale di Torino dell'esperto comune ai sensi dell'articolo 2501-*sexies* del Codice Civile del 18 dicembre 2015;
- gli statuti di CLF e CLT ante Fusione e lo statuto di CLT post Fusione, allegato al Progetto di Fusione;
- la documentazione di supporto e le carte di lavoro predisposte a uso interno dagli Amministratori nell'ambito delle analisi svolte per la stima del rapporto di cambio;
- i comunicati stampa e le informazioni rese disponibili dai responsabili alle relazioni esterne di CLT.

g) Tutti gli elementi contabili e statistici nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo infine ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza delle Direzioni di CLF e CLT, non sono intervenute modifiche significative ai dati e alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

5 Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

Il rapporto di cambio ed il numero di nuove azioni da emettere a servizio dell'operazione di fusione, è stato definito in base ad autonome stime dei patrimoni netti rettificati al 30 giugno 2015 durante la fase negoziale ed ha poi costituito oggetto di puntuali riscontri valutativi sulla base delle metodologie di seguito descritte.

Gli Amministratori di CLT e CLF hanno individuato metodi con consolidate basi dottrinali ed applicative al fine di valutare in maniera omogenea le due società per la determinazione del rapporto di cambio.

A tal fine gli Amministratori sottolineano di aver tenuto conto della finalità delle stime, dei criteri comunemente applicati dalla prassi valutativa nazionale ed internazionale, nonché delle caratteristiche delle società riguardate dalla fusione e, nel caso di CLT dello status di società quotata.

Sulla base di quanto sopra gli Amministratori hanno applicato le seguenti metodologie di valutazione principali:

- Metodo dei Multipli di Mercato;
- Metodo *Discounted Cash Flow* ("DCF").

Gli Amministratori rilevano che tutte le valutazioni sono state condotte sia considerando le due società in condizioni di autonomia operativa e continuità delle attuali condizioni di gestione, sia considerando gli effetti di carattere economico e finanziario derivanti dall'operazione di fusione (sinergie).

Le metodologie di stima utilizzate dagli Amministratori quali riscontri valutativi del concambio determinato in fase negoziale, nonchè le principali scelte applicative, sono riassunte nel seguito.

5.1 Data di riferimento delle stime

Relativamente al Metodo dei Multipli di Mercato e al Metodo DCF, le valutazioni sono riferite alla data del 31 dicembre 2015: gli elementi patrimoniali rilevanti per l'applicazione dei metodi sono derivati dal pre-consuntivo 2015 e, per alcune voci, dalla relazione trimestrale consolidata al 30 settembre 2015 di CLT e dalla situazione patrimoniale al 30 settembre 2015 di CLF.

Relativamente al Metodo dei Multipli di Mercato, gli Amministratori hanno proceduto sulla base delle valorizzazioni espresse dai prezzi del titolo CLT e dei titoli di società comparabili ("*comparables*").

5.2 Descrizione dei metodi e dei criteri di valutazione

5.2.1 Metodo dei Multipli di Mercato

Il metodo dei Multipli di Mercato prevede la rilevazione e applicazione di indicatori empirici di valore riferiti ad aziende quotate comparabili. I moltiplicatori sono di norma derivati dal rapporto tra il valore di borsa delle società comparabili e le grandezze espressive della loro situazione economico-patrimoniale.

Nel caso di specie, data l'elevata comparabilità tra CLT e CLF in termini di mercati, dimensioni e *business model*, si è fatto riferimento i) ai multipli impliciti di CLT e ii) ai multipli medi relativi ad un unico campione di società internazionali operanti nel business dei latticini, selezionate tra quelle che risultano, dalle indicazioni degli Amministratori, comparabili per settore di attività, modello di *business*, dimensione a CLT e CLF.

La capitalizzazione di borsa di CLT e delle realtà selezionate è stata determinata con riferimento al prezzo di chiusura del 15 gennaio 2016. I moltiplicatori utilizzati fanno riferimento al rapporto tra valore del capitale investito operativo ("Enterprise Value", o "EV")

ed il margine operativo lordo ("EBITDA") delle società comparabili, e sono stati calcolati sulla base dei risultati 2014 e dei risultati attesi per gli esercizi 2015-2016.

Per CLT e CLF i moltiplicatori di borsa sono stati applicati all'EBITDA delle due società per il periodo 2014-2016, come risultanti dai rispettivi bilanci 2014, pre-consuntivo 2015 e budget 2016 e rettificati, in termini di principi contabili, per massimizzarne la comparabilità. La stima dell'indebitamento è basata sulle rispettive posizioni finanziarie nette alla data di riferimento (stima al 31 dicembre 2015).

Si è inoltre tenuto conto nell'analisi delle possibili sinergie in termini di cross selling e di efficientamenti operativi attesi a seguito dell'integrazione delle due società.

5.2.2 Metodo DCF

Il Metodo DCF, o metodo dei flussi di cassa scontati, rappresenta l'approccio analitico più noto per la valutazione delle attività finanziarie e risulta diffusamente applicato anche con riferimento ai titoli azionari.

Per le società industriali, il metodo procede a partire dalla stima del capitale investito nell'attività caratteristica come valore attuale dei flussi finanziari futuri della gestione, considerati al netto delle imposte e scontati al costo medio ponderato del capitale. Sommando algebricamente il valore del capitale investito al valore di mercato delle posizioni di indebitamento dell'azienda, il metodo determina il valore del capitale di rischio degli azionisti.

Il Metodo DCF è stato applicato, nella fattispecie, sulla base dei rispettivi documenti di budget di CLF e CLT per l'esercizio 2016, nonché sulla base di alcune assunzioni relative alle principali grandezze economico finanziarie di CLT / CLF per il periodo 2017-2020 formulate dal management di CLT e di CLF tenendo conto dello specifico contesto dell'operazione.

Nell'ambito dell'analisi, si è tenuto anche conto di possibili sinergie in termini di *cross selling* e di efficientamenti operativi attesi a seguito dell'integrazione delle due società.

5.2.3 Elementi sinergici

Nell'ambito dell'applicazione delle metodologie gli Amministratori hanno considerato anche uno scenario che include gli effetti delle possibili sinergie in termini di *cross selling* e di efficientamenti operativi attesi a seguito dell'integrazione delle due società. La stima ed il criterio di ripartizione delle potenziali sinergie conseguibili sono stati elaborati in forma sintetica con riferimento alle assunzioni sottostanti e ai relativi drivers principali.

6 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Le principali difficoltà incontrate dai Consigli di Amministrazione di CLF e CLT nelle valutazioni alle quali i Consigli di Amministrazione sono pervenuti per la determinazione del Rapporto di Cambio sono di seguito riportate:

(i) l'applicazione delle metodologie valutative è stata effettuata utilizzando anche dati economico-finanziari relativi alle Società Partecipanti alla Fusione e scenari di mercato previsionali. Tali dati presentano per loro natura profili di incertezza e indeterminatezza;

(ii) differenti principi contabili adottati per la redazione dei dati economico-finanziari da parte delle Società Partecipanti alla Fusione (in particolare, i principi contabili internazionali IAS/IFRS per CLT e i Principi Contabili Italiani per CLF);

(iii) il titolo CLT presenta una limitata liquidità e pertanto la capitalizzazione di Borsa di CLT potrebbe risultare non rappresentativa del valore della Società stessa. Potrebbe inoltre dare indicazioni non completamente significative anche sul valore di CLF e sul Rapporto di Cambio quando utilizzato quale "*comparable*" di CLF;

(iv) CLF non è quotata e conseguentemente non è possibile un raffronto valutativo diretto con la capitalizzazione di CLT di cui sopra;

(v) CLT e CLF presentano una limitata comparabilità con altre società quotate e conseguentemente con alcune società incluse nel campione utilizzato per il calcolo dei *Trading Multiples*, in quanto operano in mercati geografici diversi e presentano dimensioni e business model non perfettamente comparabili;

(vi) non è stato possibile applicare altre metodologie comuni alla prassi professionale, quali la metodologia dei multipli di transazioni precedenti di settore ("*Transaction Multiples*"), in considerazione della scarsa comparabilità delle società coinvolte in tali operazioni di M&A con le Società Partecipanti alla Fusione.

7 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori e modalità di assegnazione delle azioni e loro caratteristiche

7.1 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

Nelle tabelle che seguono si riportano i rapporti di cambio fra le azioni CLT e le azioni di CLF determinati dagli Amministratori in termini di contribuzione dei capitali economici di CLT e di CLF al capitale economico di CLI, società risultante dalla Fusione.

7.1.1 Metodo dei Multipli di Mercato

La tabella seguente illustra i rapporti di cambio derivati dall'applicazione del Metodo dei Multipli di Mercato sia in condizioni di autonomia operativa (Scenario Base) sia considerando gli effetti di carattere economico e finanziario derivanti dall'operazione di fusione (Scenario con Sinergie).

I multipli, che sono derivati dalle quotazioni di CLT e di un campione di società internazionali del settore dei latticini, sono riferiti ai risultati dell'esercizio 2014 e ai risultati previsionali degli esercizi 2015-2016.

Metodo dei Multipli di Mercato

Scenario Base

	CLT	CLF
	Intervallo	Intervallo
Partecipazione in CLI (%)	77,8% - 70,4%	22,2% - 29,6%

Scenario con Sinergie

	CLT	CLF
	Intervallo	Intervallo
Partecipazione in CLI (%)	74,4% - 68,3%	25,6% - 31,7%

Sulla base del Metodo dei Multipli di Mercato gli Amministratori hanno determinato un intervallo di rapporti di cambio in termini di contribuzione di CLT e CLF al capitale economico di CLI, rispettivamente del 77,8% - 70,4% e del 22,2% - 29,6% nello Scenario Base e del 74,4% - 68,3% e del 25,6% - 31,7% nello Scenario con Sinergie.

7.1.2 Metodo DCF

La tabella seguente illustra i rapporti di cambio derivati dall'applicazione del Metodo DCF sia in condizioni di autonomia operativa (Scenario Base) sia considerando gli effetti di carattere economico e finanziario derivanti dall'operazione di fusione (Scenario con Sinergie).

Metodo DCF

Scenario Base

	CLT	CLF
	Intervallo	Intervallo
Partecipazione in CLI (%)	77,9% - 70,3%	22,1% - 29,7%

Scenario con Sinergie

	CLT	CLF
	Intervallo	Intervallo
Partecipazione in CLI (%)	74,3% - 68,1%	25,7% - 31,9%

Sulla base del Metodo DCF gli Amministratori hanno determinato un intervallo di rapporti di cambio in termini di contribuzione di CLT e CLF al capitale economico di CLI, rispettivamente del 77,9% - 70,3% e del 22,1% - 29,7% nello Scenario Base e del 74,3% - 68,1% e del 25,7% - 31,9% nello Scenario con Sinergie.

7.1.3 Sintesi dei Risultati

Gli Amministratori delle società partecipanti alla fusione hanno determinato il rapporto di cambio nella seguente misura:

- **n. 1 azione ordinaria della Società Incorporante, avente valore nominale di Euro 2,06 ciascuna per n. 6,1965 azioni ordinarie di CLF, avente valore nominale di Euro 0,52 ciascuna, con arrotondamento all'unità più prossima.**

Non sono previsti conguagli in denaro.

Il rapporto di cambio ed il numero di nuove azioni da emettere a servizio dell'operazione di fusione, definito in base ad autonome stime dei patrimoni netti rettificati al 30 giugno 2015 durante la fase negoziale, ha poi costituito oggetto di puntuali riscontri valutativi sulla base delle metodologie sopra descritte.

La tabella seguente illustra la sintesi dei risultati ottenuti:

	CLT	CLF
Metodo		
Multipli di Mercato (Scenario Base)	77,8% - 70,4%	22,2% - 29,6%
Multipli di Mercato (Scenario con Sinergie)	74,4% - 68,3%	25,6% - 31,7%
DCF (Scenario Base)	77,9% - 70,3%	22,1% - 29,7%
DCF (Scenario con Sinergie)	74,3% - 68,1%	25,7% - 31,9%
Rapporto di cambio proposto	**71,4%**	**28,6%**

7.2 Modalità di assegnazione delle azioni della Società Incorporante ai soci della Società Incorporata

Come dettagliato nella Relazione illustrativa redatta dagli Amministratori ai sensi dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile, gli Azionisti di CLT riceveranno azioni ordinarie di CLI in cambio delle azioni CLF da essi detenute sulla base del rapporto di cambio indicato, secondo le modalità indicate nella precedente 7.1.3 e nel seguito:

- le nuove azioni ordinarie CLI, al servizio del rapporto di cambio, saranno emesse in regime di dematerializzazione con decorrenza dalla data di efficacia giuridica della fusione;

- ciascun titolare di azioni di CLF alla Data di Efficacia della Fusione riceverà n. 1 azione ordinaria CLI per n. 6,1965 azioni ordinarie di CLF dallo stesso possedute, con arrotondamento all'unità più prossima;

- le informazioni sulle modalità di attribuzione delle azioni saranno comunicate con apposito comunicato stampa diffuso tramite il Sistema NIS/SDIR e pubblicato sul sito *internet* della Società Incorporante, all'indirizzo —*http://centralelatte.torino.it/*‖ (Sezione *Investor Relations*) e depositate presso il sistema di stoccaggio —NIS/SDIR‖;

- nessun onere sarà posto a carico degli azionisti della Società Incorporanda per le operazioni di cambio;

- si metterà a disposizione degli azionisti di CLF un servizio per il trattamento di eventuali frazioni di azioni, a prezzi di mercato e senza aggravio di spese accessorie, bolli, o commissioni che consentirà di arrotondare all'unità immediatamente inferiore o superiore il numero di azioni di nuova emissione spettanti a ciascun azionista;

- al momento dell'assegnazione, le azioni CLI di nuova emissione saranno ammesse alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito dalla Borsa Italiana S.p.A., a seguito del procedimento istruttorio da parte di CONSOB, al pari delle azioni ordinarie della Società sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito dalla Borsa.

8 Lavoro svolto

Con riferimento alla natura del nostro incarico, abbiamo:

- esaminato il Progetto di Fusione, le situazioni patrimoniali redatte ai sensi dell'articolo 2501-*quater* del Codice Civile e le relazioni dei Consigli di Amministrazione di CLF e di CLT indirizzate alle rispettive Assemblee Straordinarie;

- esaminato i pareri in merito alla congruità del Rapporto di Cambio rilasciati da Banca IMI S.p.A. e dallo Studio Fazzini;

- esaminato gli statuti sociali di CLF e di CLT attualmente in vigore;

- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dai Consigli di Amministrazione di CLF e CLT riguardanti i metodi valutativi adottati nella determinazione del Rapporto di Cambio;

- analizzato criticamente i metodi utilizzati dai Consigli di Amministrazione di CLF e CLT ed ogni elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare i valori economici delle due società coinvolte nella Fusione;

- verificato l'uniformità dell'applicazione dei metodi di valutazione adottati, anche attraverso l'analisi delle carte di lavoro predisposte dai Consigli di Amministrazione;

- svolto una *sensitivity analysis*, con l'obiettivo di verificare quanto il Rapporto di Cambio prescelto sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;

- discusso con la Direzione di CLF i metodi adottati per la quantificazione degli impatti derivanti dall'applicazione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS al pre-consuntivo al 31 dicembre 2015;

- discusso con le Direzioni di CLF e CLT i criteri utilizzati per la stima delle grandezze economico finanziarie previsionali;

- verificato la coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, in particolare, con la "documentazione utilizzata";

- analizzato la "documentazione utilizzata" per le finalità del presente lavoro;

- analizzato e discusso con la Direzione di CLF e di CLT, relativamente all'approccio valutativo, alle metodologie adottate ed in generale al lavoro complessivamente svolto ed alle risultanze dello stesso;

- verificato l'accuratezza dei calcoli matematici utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio dagli Amministratori;

- ottenuto un'attestazione che evidenzia la circostanza che, per quanto a conoscenza dei rappresentati legali di CLF e CLT, alla data della presente relazione non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dai Consigli di Amministrazione per la determinazione del Rapporto di Cambio.

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

Nell'ambito del presente incarico, riteniamo in via preliminare opportuno richiamare la finalità principale del procedimento decisionale del Consiglio di Amministrazione delle società partecipanti alla fusione.

Gli Amministratori nelle rispettive relazioni evidenziano infatti che le valutazioni di fusione sono state condotte "con lo scopo di individuare intervalli di valori omogenei e confrontabili" e pertanto "vanno unicamente intese in termini relativi" e "non sono da considerarsi in alcun modo quali valori assoluti o possibili indicazioni di prezzo di mercato delle due società in contesti diversi dall'Operazione".

In altri termini gli Amministratori hanno operato con la precipua finalità di esprimere valori confrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio, come di norma nell'ambito di questa tipologia di operazioni.

Ciò premesso, le principali considerazioni riguardanti i metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori sono le seguenti:

- è noto che le società che esaminano la possibilità di realizzare un'operazione di fusione predispongono autonome stime dei capitali economici, in ipotesi *stand alone*, sulla base di metodi di valutazione autonomamente determinati e ritenuti adeguati al caso di specie, e definiscono su tale base un possibile intervallo di valori entro il quale condurre la negoziazione, operando con l'obiettivo di ottenere un rapporto di cambio che si collochi in prossimità della soglia massima di convenienza economica e raggiungono di norma un'intesa con l'accettazione di un concambio situato nell'intervallo dei valori stimato con i metodi di valutazione, e come tale ritenuto congruo nell'interesse della totalità delle classi di azionisti. La fase valutativa e quella negoziale che accompagnano ogni operazione di fusione si intersecano con intensità diversa nei singoli casi di specie, al variare delle situazioni di contesto che fanno da sfondo all'operazione. Anche nel caso in esame la fase negoziale e quella valutativa hanno caratterizzato il processo che ha condotto i Consigli di Amministrazione a definire il rapporto di cambio secondo le modalità dagli stessi illustrate nella Relazione ai sensi dell'art 2501 quinquies del Codice Civile;

- i metodi utilizzati dagli Amministratori quale riscontro valutativo del concambio definito in fase negoziale sono comunemente utilizzati dalla prassi professionale e di mercato, sia a livello nazionale che internazionale, e sono condivisi dalla teoria finanziaria ed aziendale nell'ambito delle valutazioni di società con caratteristiche assimilabili a quelle in oggetto;

- nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita;

- le società sono state valutate ricorrendo a due metodi (Multipli di Mercato e DCF), secondo un approccio ampiamente condiviso nella prassi. L'adozione da parte degli Amministratori di tali metodologie ha consentito loro di riscontrare la congruità del rapporto di cambio definito in fase negoziale, confermata anche dalle *fairness opinion* rilasciate da Banca IMI e dallo Studio Fazzini. L'approccio appare ragionevole ed è riscontrabile nella prassi valutativa;

- i metodi sono stati individuati nel rispetto di un principio generale di omogeneità e applicati con modalità coerenti tra le due società; a tale riguardo gli Amministratori hanno rilevato che trattandosi di società con il medesimo 'core business' e caratteristiche economiche analoghe, il raffronto delle metodologie si è tradotta, di fatto, nell'utilizzo degli stessi metodi;

- i metodi proposti dagli Amministratori sono stati applicati anche adottando approcci semplificati con riferimento, in particolare, agli elementi previsionali e alla stima delle sinergie, in coerenza con la limitata complessità della struttura del business delle Società oggetto delle valutazione;

- in sede di applicazione del Metodo DCF, con riferimento alle assunzioni relative alle principali grandezze economico finanziarie di CLT / CLF per il periodo 2017-2020 formulate dai rispettivi management, alla luce della comparabilità dei profili di attività delle due società, sono state applicate ipotesi analoghe riguardo allo scenario di mercato, ai tassi di sviluppo dei ricavi, ai margini di redditività e agli investimenti nel periodo esplicito di analisi, nonché nella definizione delle principali ipotesi e parametri per la determinazione della stima del Valore Terminale.

10 Limiti specifici e aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico

Oltre a quanto già indicato dagli Amministratori, relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, segnaliamo quanto segue:

- come rappresentato nella Relazione illustrativa redatta dagli Amministratori di CLT e CLF ai sensi dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile, il rapporto di cambio è stato definito

in sede negoziale in base ad autonome stime dei patrimoni netti rettificati al 30 giugno 2015; tale valore è stato poi oggetto di puntuali riscontri valutativi, sulla base delle metodologie sopra descritte, nell'ottica di una verifica di congruità per l'insieme degli azionisti delle Società Partecipanti alla Fusione, secondo l'interrelazione tra fase negoziale e valutativa tipica di ogni fusione;

- gli Amministratori di CLT e CLF nella Relazione illustrativa redatta ai sensi dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile affermano di aver individuato il Rapporto di Cambio attraverso un confronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei diversi metodi valutativi, senza peraltro esplicitare tutti gli elementi di calcolo che li hanno condotti all'identificazione del puntuale Rapporto di Cambio prescelto;

- l'applicazione del Metodo DCF descritto in precedenza ha richiesto l'utilizzo di dati previsionali ed elementi quantitativi prospettici elaborati a tal fine dalle Direzioni Aziendali di CLT e CLF che sono per loro natura aleatorie e soggette a significativi cambiamenti di scenario di mercato e di scenario macro-economico. Si evidenzia inoltre che, oltre alle considerazioni sulla aleatorietà di ogni previsione, non sono attualmente disponibili analoghi piani pluriennali dei due gruppi approvati da entrambi i Consigli di Amministrazione;

- nell'applicazione del Metodo dei Multipli di Mercato, l'adozione di un prezzo di mercato *puntuale* potrebbe essere influenzato dalla variabilità di breve periodo che caratterizza abitualmente i mercati finanziari.

Delle predette circostanze si è tenuto conto ai fini della predisposizione della presente relazione sulla congruità sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà del rapporto di cambio.

11 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di Fusione.

Firenze, 25 febbraio 2016

KPMG S.p.A.

Andrea Rossi
Socio