

TerniEnergia S.p.A.

Capitale sociale Euro 57.007.230,00

Numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Terni, Codice Fiscale e Partita IVA n. 01339010553

Documento informativo redatto ai sensi dell'articolo 5, primo comma, del Regolamento adottato con delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente integrato e modificato, relativo ad operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza, nonché ai sensi della Procedura per le Operazioni con Parti Correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione di TerniEnergia S.p.A. in data 30 novembre 2010.

Acquisizione fino al 100% del capitale sociale di Greenled Industry S.p.A.

SOMMARIO

SOMMARIO.....	2
PREMESSA.....	3
1. AVVERTENZE.	4
2. INFORMAZIONI RELATIVE ALLE OPERAZIONI.	4
2.1 Caratteristiche, modalità, termini e condizioni delle Operazioni.....	4
2.2 Parti correlate con cui le Operazioni sono poste in essere.....	5
2.3 Motivazioni economiche e di convenienza delle Operazioni per la Società.....	6
2.4 Modalità di determinazione del Corrispettivo e valutazione della loro congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari.....	6
2.5 Effetti economici, patrimoniali e finanziari delle Operazioni.....	6
2.6 Compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società e/o di Società da questo controllate.....	8
2.7 Strumenti finanziari detenuti da componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società.....	8
2.8 Organi o amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o istruito e/o approvato le Operazioni.....	9

PREMESSA

Il presente Documento Informativo (il "**Documento Informativo**") è stato redatto dal Consiglio di Amministrazione di TerniEnergia S.p.A. ("**TerniEnergia**" o la "**Società**"), in ottemperanza a quanto previsto dall'articolo 114, quinto comma, del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo Unico della Finanza - e dall'articolo 5, primo comma, del regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 ai sensi dell'articolo 2391-bis del codice civile, come successivamente integrato e modificato (il "**Regolamento Operazioni Parti Correlate**") nonché ai sensi della Procedura per le Operazioni con Parti Correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 30 novembre 2010 (la "**Procedura**") al fine di illustrare le caratteristiche essenziali di un'operazione tra parti correlate che sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea degli Azionisti della Società.

Nello specifico, il Documento Informativo è predisposto con riferimento alla proposta, deliberata dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 27 novembre 2015, avente ad oggetto l'acquisizione fino al 100% delle azioni rappresentanti il capitale sociale di Greenled Industry S.p.A (rispettivamente l'"**Operazione**" e la "**Target**"). Quale corrispettivo per l'acquisto delle predette azioni, la Società utilizzerà una parte delle azioni proprie rinvenienti da una precedente operazione di disinvestimento deliberata dall'assemblea dei soci del 18 novembre 2015.

L'Operazione configura un'operazione tra parti correlate dal momento che la maggioranza degli azionisti della Target sono rappresentati da soggetti correlati alla Società, come evidenziato nella tabella di cui al successivo paragrafo 2.2.

Come sarà meglio descritto nei paragrafi che seguono, l'Operazione si configura quale "operazione di maggiore rilevanza", in quanto risultano superati gli indici di rilevanza previsti ai sensi dell'art. 4, comma 1, lett. a) del Regolamento Operazioni Parti Correlate, con specifico riferimento al punto 1.2 dell'Allegato 3, trattandosi di operazione realizzata con la propria controllante. Il superamento degli indici di rilevanza si evince dallo Stato Patrimoniale consolidato contenuto nel Resoconto Intermedio di Gestione al 30 settembre 2015, approvato lo scorso 29 ottobre 2015, così come illustrato al successivo paragrafo 2.5.

Caratteristiche, modalità, termini e condizioni delle Operazioni sono oggetto del Paragrafo 2.1 del presente Documento Informativo, mentre i rapporti tra la Società e le parti correlate sono descritti nel successivo Paragrafo 2.2, al quale si rinvia.

Il presente Documento Informativo, pubblicato in data 28 novembre 2015, è a disposizione del pubblico presso la sede legale della Società, in Narni, Strada dello Stabilimento 1, sul sito internet della Società www.ternienergia.com nella sezione Investor Relations, nonché sul meccanismo di stoccaggio autorizzato 1INFO all'indirizzo www.1info.it

1. AVVERTENZE

Con riferimento ai rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'operazione descritta nel presente Documento Informativo, l'Emittente ritiene che la medesima sia stata posta in essere a condizioni di mercato, come peraltro evidenziato dalla valutazione acquisita da un esperto indipendente (cfr. Allegato 1 al presente Documento Informativo) che conferma e supporta il valore applicato. Tuttavia non è possibile assicurare che ove l'Operazione fosse stata conclusa con soggetti terzi, gli stessi avrebbero eseguito la suddetta operazione alle medesime condizioni.

Quanto ai presidi previsti dalla Procedura della Società, si rinvia a quanto *infra* specificato al paragrafo 2.8.

2. INFORMAZIONI RELATIVE ALLE OPERAZIONI

2.1 Caratteristiche, modalità, termini e condizioni delle Operazioni

L'Operazione consiste nell'acquisizione da parte di TerniEnergia di un ammontare fino al 100% del capitale sociale della Target, società con sede legale in Narni, Strada dello Stabilimento n. 1, operante nel settore della produzione e vendita di lampade con tecnologia led. L'acquisto è stato deliberato dal Consiglio di Amministrazione di TerniEnergia in data 27 novembre 2015, in seguito alla proposta ricevuta da Italeaf S.p.A. ("Italeaf"), controllante comune di TerniEnergia e della Target.

In particolare, sempre in data 27 novembre 2015 il Consiglio di Amministrazione di Italeaf ha deliberato di proporre a TerniEnergia l'Operazione a valori di mercato, secondo quanto attestato da un esperto indipendente appositamente incaricato.

Il Consiglio di Amministrazione di TerniEnergia, ricevuta la proposta da Italeaf, ha positivamente valutato l'Operazione, deliberando di sottoporre l'approvazione all'Assemblea dei soci.

Si rammenta che, in data 18 novembre 2015, l'assemblea degli azionisti di TerniEnergia ha deliberato di approvare l'operazione di disinvestimento tra la Società e i principali ex soci di Free Energia S.p.A. ("Free Energia"), avente ad oggetto il trasferimento dell'intera partecipazione detenuta dalla Società in Free Energia. Per l'effetto, anche ai sensi degli articoli 2357 e seguenti del Codice Civile, l'assemblea della Società ha autorizzato il Consiglio di Amministrazione ad acquistare fino ad un massimo di n. 6.477.550 azioni proprie, pari al 14,69% del capitale sociale della Società. Alla data odierna, l'operazione di disinvestimento della partecipazione Free Energia non è ancora stata perfezionata: conseguentemente, la Società non è ancora entrata in possesso delle azioni proprie che saranno utilizzate quale contropartita, nei confronti di Italeaf, per l'acquisto delle partecipazioni nella Target. Resta inteso che, con riferimento alle operazioni di acquisto e successiva cessione di azioni proprie la Società fornirà adeguate comunicazioni, in ottemperanza agli obblighi di informazione previsti dalla normativa di riferimento.

Il prezzo di compravendita per il 100% delle azioni rappresentanti il capitale sociale della Target è stato convenuto in Euro 3.500.000,00, come indicato nella valutazione dell'esperto indipendente (cfr. Allegato 1).

Il suddetto corrispettivo (o il diverso e minore ammontare che sarà dovuto in caso di acquisto di una partecipazione inferiore al 100% delle azioni della Target), verrà pagato attraverso l'utilizzo di azioni proprie rivenienti dall'operazione di disinvestimento Free Energia, sopra descritta. L'ammontare di azioni proprie da utilizzare a servizio dell'Operazione è stato individuato in un massimo di n. 2.078.195, corrispondente ad un valore di Euro 1,6842 per azione, così come meglio illustrato nella valutazione dell'esperto indipendente (cfr. Allegato 1).

Come già evidenziato, l'Operazione sarà sottoposta all'approvazione da parte dell'Assemblea dei soci di TerniEnergia convocata per il giorno 28 dicembre 2015: pertanto, solo all'esito della relativa

delibera sarà possibile comunicare il numero corretto di azioni della Target che saranno acquisite ed il numero di azioni proprie utilizzate quale corrispettivo per tale acquisto.

2.2 Parti correlate con cui le Operazioni sono poste in essere

L'Operazione si configura come operazione con parti correlate in quanto le azioni della Target sono prevalentemente detenute da Italeaf, controllante comune della Società e della Target. Alla data del presente Documento Informativo, Italeaf S.p.A. detiene infatti una partecipazione rappresentativa del 46,78% del capitale sociale di TerniEnergia ed esercita il controllo su tale società ai sensi dell'articolo 2359, primo comma, n. 2 del codice civile e dell'articolo 93 del TUF.

Pertanto, Italeaf è parte correlata alla Società ai sensi dell'articolo 3, primo comma, lettera (a) nonché della definizione di parti correlate contenuta nell'Allegato 1, paragrafo 1, lettera (a)(i), del Regolamento Operazioni Parti Correlate.

In aggiunta, si osserva che anche altri azionisti della Target sono parti correlate della Società. Le altre parti correlate coinvolte nell'Operazione sono indicate nella tabella riportata di seguito:

Nome/Ragione Sociale	Numero Azioni	Percentuale	Natura della correlazione
ALLEGRETTI PAOLO	5.000	0,23%	CFO di TerniEnergia S.p.A.
BATTISTONI MARIA ASSUNTA	15.000	0,70%	Stretto familiare di Stefano Neri (Presidente e AD di TerniEnergia, Presidente di Italeaf S.p.A. e Presidente di Greenled Industry S.p.A., nonché soggetto che esercita il controllo di fatto dalla Società ai sensi dell'art. 93 del Testo Unico, in virtù delle partecipazioni direttamente ed indirettamente, per il tramite di Italeaf S.p.A., detenute pari al 47,02% del capitale sociale dell'Emittente)
CALISTI FILIPPO	5.000	0,23%	CFO di Italeaf S.p.A. (controllante di TerniEnergia)
FEDERICI MONICA	5.000	0,23%	Consigliere di TerniEnergia S.p.A. e Consigliere Delegato di Italeaf S.p.A.
ITALEAF S.P.A.	1.393.387	64,60%	Controllante di TerniEnergia S.p.A. e di Greenled Industry S.p.A.
NERI EMILIO	16.000	0,74%	Stretto familiare di Stefano Neri (Presidente e AD di TerniEnergia, Presidente di Italeaf S.p.A. e Presidente di Greenled Industry S.p.A.)
ROMITO NICOLA	180.000	8,34%	Consigliere Delegato di Italeaf S.p.A.
ROYAL CLUB S.R.L.	150.000	6,95%	Società Amministrata da parte correlata
ALTRI SOCI NON CORRELATI	387.636	17,97%	
Totale complessivo	2.157.023	100,00%	

Come si evince dunque dalla tabella sopra riportata, le azioni della Target sono detenute, per l'82,03%, da soggetti che sono qualificati come parti correlate di TerniEnergia

Alla data del presente Documento Informativo:

- Italeaf ha già deliberato di cedere a TerniEnergia la propria partecipazione detenuta nella Target, secondo i termini descritti al paragrafo 2.1. che precede;
- le altre parti correlate non hanno ancora manifestato l'adesione all'Operazione. Il termine perentorio entro il quale aderire all'Operazione è stato fissato al 31 gennaio 2016.

2.3 Motivazioni economiche e di convenienza delle Operazioni per la Società.

Per quanto concerne le motivazioni economiche e di convenienza per TerniEnergia a compiere l'Operazione, si evidenzia quanto segue.

La Target è una società che opera nel settore di produzione e vendita di lampade led, note per la loro efficienza in termini di risparmio energetico. TerniEnergia ha una linea di business denominata "Energy Saving" attiva nella realizzazione di progetti di efficienza energetica, nel cui ambito l'approvvigionamento di lampade led rappresenta la principale voce di costo. Nel corso del corrente esercizio 2015 l'attività della Target è stata sempre maggiormente assorbita dalle richieste di

produzione di lampade led da utilizzare a servizio dei progetti di efficienza energetica di TerniEnergia. Per tale ragione, al fine di consentire una gestione unitaria dell'attività di efficienza energetica, e di migliorare le sinergie tra la società produttrice di lampade e la società che sviluppa progetti di efficienza energetica, è emersa l'opportunità strategica per il Gruppo di realizzare un'integrazione tra TerniEnergia e la Target. Tale operazione è coerente con gli obiettivi della Società ed in linea con la crescita del settore dell' "Energy Saving" prevista nell'aggiornamento del Piano Industriale presentato alla comunità finanziaria in data 30 ottobre 2015. Inoltre, nello stesso piano industriale, la Società ha espressamente individuato nell'acquisizione di tecnologie innovative nel settore dell'efficienza energetica, una delle priorità per favorire la crescita. L'integrazione con la società produttrice di lampade led permetterà di accrescere la redditività di tale linea di *business*, grazie a una razionalizzazione della "supply chain" che consentirà di mantenere la marginalità relativa alle forniture di tecnologia all'interno del Gruppo.

L'Operazione è dunque posta in essere all'esclusivo fine di accrescere i valori aziendali della Società e migliorarne l'operatività, conformemente all'interesse sociale.

2.4 Modalità di determinazione del Corrispettivo e valutazione della sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari

Per la determinazione del valore di mercato del 100% delle azioni rappresentanti il capitale sociale della Target, TerniEnergia ha richiesto la consulenza di un esperto indipendente, nella persona del Dott. Luigi Tardella della società Ambers & CO S.r.l.

La suddetta valutazione, che si riporta in allegato al presente Documento Informativo (Allegato 1), individua in Euro 3.500.000,00 il valore intermedio di riferimento per il 100% delle azioni rappresentanti il capitale sociale di Greenled Industry S.p.A.

Inoltre, tenuto conto che le suddette azioni di Greenled Industry S.p.A. verranno cedute a TerniEnergia a fronte del ricevimento di azioni proprie TerniEnergia, la valutazione dell'esperto individua in Euro 1,6842 il valore congruo per ciascun azione TerniEnergia, e quindi in un numero massimo di n. 2.078.195 azioni proprie necessario ad acquistare il 100% delle azioni di Greenled Industry S.p.A.

Ai fini della qualificazione dell'esperto come indipendente, si precisa che lo stesso non ha relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con (i) l'Emittente, (ii) il soggetto che controlla l'Emittente, le società controllate dall'Emittente o soggette a comune controllo con quest'ultima, (iii) gli Amministratori delle società di cui ai punti (i) e (ii). Gli unici incarichi espletati dall'esperto per le società di cui ai punti (i) e (ii) sono stati svolti nell'ambito di valutazioni effettuate in qualità di esperto indipendente.

La valutazione dell'esperto contenente la stima del valore della Target nonché i presupposti metodologici applicati, i limiti e le criticità incontrati nell'espletamento dell'incarico, è allegata al presente Documento Informativo (Allegato 1).

2.5 Effetti economici, patrimoniali e finanziari delle Operazioni

Si rappresenta l'*indice di rilevanza del controvalore* dell'Operazione di acquisizione, determinato ai sensi dell'Allegato 3 del Regolamento operazioni con parti correlate:

Controvalore dell'Operazione:	Euro 2.871.019,00		
Patrimonio Netto Consolidato al 30.09.2015:	Euro 70.853.246,00	=	4,05%

Il controvalore dell'Operazione ai fini del calcolo del suddetto indice, è stata determinata in base al corrispettivo di Euro 3.500.000,00, individuato dall'esperto per il 100% delle azioni rappresentanti il capitale sociale della Target, proporzionato al numero di azioni detenute dai soggetti correlati alla Società, che rappresentano complessivamente l'82,03% del capitale sociale.

Gli altri indici previsti del suddetto Regolamento non risultano superati.

Di seguito si rappresentano gli effetti patrimoniali ed economici conseguenti all'Operazione, attraverso una rielaborazione pro-forma dei dati pubblicati con il Resoconto Intermedio di Gestione al 30.09.2015:

	Stato Patrimoniale consolidato riclassificato al 30 Settembre 2015 del Gruppo TerniEnergia	Stato Patrimoniale riclassificato al 30 Settembre 2015 di Greenled Industry S.p.A.	Eliminaz. Intercompany	Stato Patrimoniale consolidato riclassificato pro-forma al 30 Settembre 2015 del Gruppo TerniEnergia
<i>(in Euro/000)</i>				
Immobilizzazioni immateriali	14.005	1.219		15.225
Immobilizzazioni materiali	92.082	31		92.112
Immobilizzazioni finanziarie ed altre att.	42.435	-		42.435
Capitale Immobilizzato	148.522	1.250		149.772
Rimanenze	48.715	530		49.246
Crediti Commerciali	90.066	651	(489)	90.228
Altre attività	37.104	26		37.130
Debiti Commerciali	(122.097)	(292)	489	(121.901)
Altre passività	(31.653)	(153)		(31.806)
Capitale circolante netto	22.136	762		22.898
Fondi ed altre passività non commerciali	(6.904)	(57)		(6.961)
Capitale Investito netto	163.753	1.955	-	165.709
Patrimonio netto	70.853	1.453		72.307
Posizione finanziaria netta corrente	7.110	502		7.612
Posizione finanziaria netta non corrente	85.790	-		85.790
Posizione finanziaria netta complessiva	92.900	502		93.402
Capitale Investito netto	163.753	1.955	-	165.709

<i>(in Euro/000)</i>	Conto Economico consolidato riclassificato al 30 Settembre 2015 del Gruppo TerniEnergia	Conto Economico riclassificato al 30 Settembre 2015 di Greenled Industry S.p.A.	Eliminaz. Intercompany	Conto Economico consolidato riclassificato pro- forma al 30 Settembre 2015 del Gruppo TerniEnergia
Ricavi netti delle vendite e delle prestazioni	277.219	1.057	(746)	277.530
Costi della produzione	(255.149)	(680)	746	(255.082)
Valore aggiunto	22.071	377		22.448
Costo del personale	(5.578)	(112)		(5.690)
EBITDA	16.493	265		16.758
Ammortamenti, acc.ti e svalutazioni	(4.200)	(57)		(4.257)
Risultato Operativo	12.293	208		12.501
Proventi ed oneri finanziari	(7.803)	(9)		(7.812)
Quote di risultato di JV	383	-		383
Risultato prima delle imposte	4.874	199		5.072
Imposte sul reddito	(1.498)	(63)		(1.561)
Risultato netto	3.376	136	*	3.511

Si precisa inoltre che l'Operazione non supera nessuno dei parametri di significatività determinati dalla Consob ai sensi dell'art. 71 del Regolamento Emittenti e indicati nel relativo Allegato 3B.

2.6 Compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società e/o di società da questo controllate

Si segnala che non sono previste variazioni dei compensi spettanti ai consiglieri di amministrazione della Società, né di società da essa controllate, in conseguenza dell'Operazione.

2.7 Strumenti finanziari detenuti da componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società

L'Operazione, come indicato nelle premesse, coinvolge alcuni componenti del Consiglio di Amministrazione della Società e un suo dirigente.

Si ricorda che Stefano Neri, Presidente e Amministratore Delegato di TerniEnergia, esercita il controllo di fatto della Società ai sensi dell'art. 93 del Testo Unico della Finanza, in virtù delle partecipazioni detenute nel capitale sociale dell'Emittente direttamente ed indirettamente (queste ultime per il tramite di Italeaf), per un ammontare complessivo pari al 47,02%. Si ricorda, inoltre, che Italeaf è anche la controllante della Target, con una partecipazione pari al 64,60% del capitale sociale. In aggiunta, si evidenzia che Stefano Neri ricopre la carica di Presidente non esecutivo sia in Italeaf sia nella Target.

Gli altri componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società coinvolti nell'Operazione sono:

- Paolo Allegretti, che ricopre la carica di Direttore Amministrazione e Finanza e di Dirigente Preposto in TerniEnergia e detiene una partecipazione nella Target pari allo 0,23% del capitale sociale;
- Monica Federici, che ricopre la carica di Consigliere di Amministrazione in TerniEnergia, ricopre la carica di Consigliere Delegato in Italeaf e detiene altresì una partecipazione nella Target pari allo 0,23% del capitale sociale nonché una partecipazione in TerniEnergia pari allo 0,023% del capitale sociale.

2.8 Organi o amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o istruito e/o approvato le Operazioni.

Come anticipato nelle premesse del presente Documento Informativo, l'Operazione è stata deliberata dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 27 novembre 2015, previo parere favorevole rilasciato all'unanimità dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (il "Comitato"), in ottemperanza a quanto previsto dal Regolamento Operazioni con Parti Correlate e dalla relativa Procedura adottata dalla Società. Il predetto parere favorevole viene allegato al presente Documento Informativo (Cfr. Allegato 2).

Le attività istruttorie del Comitato si sono sviluppate attraverso una serie di scambi di informazioni tra i membri del Comitato e la Società. Si specifica che il Comitato si è riunito in data 27 novembre 2015. In coerenza con le disposizioni dell'art. 8 del Regolamento Operazioni Parti Correlate, le attività del Comitato si sono focalizzate sulla verifica dell'interesse per la Società al compimento dell'Operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Con riferimento all'*iter* decisionale che ha portato il Consiglio di Amministrazione ad approvare l'Operazione oggetto del presente Documento Informativo ed a sottoporla all'assemblea degli azionisti per le proprie valutazioni, si segnala che gli Amministratori hanno valutato positivamente l'Operazione stessa dal punto di vista strategico, alla luce delle considerazioni riportate al punto 2.3 relative all'implementazione del piano industriale della Società. In particolare, la proposta di integrazione della Target in TerniEnergia è stata deliberata dai Consigli di Amministrazione di Italeaf e TerniEnergia in data 27 novembre 2015, individuando le modalità di realizzazione dell'Operazione (cessione delle azioni della Target a fronte di utilizzo di azioni proprie di TerniEnergia, rivenienti dalla precedente operazione di disinvestimento della partecipazione in Free Energia), e affidando ad un esperto indipendente l'incarico di individuare le condizioni economiche da applicare all'Operazione.

Tutte le deliberazioni relative all'Operazione, assunte nel corso dell'adunanza del Consiglio di Amministrazione di TerniEnergia del 27 novembre 2015, sono state approvate all'unanimità dei presenti.

Si ricorda che il Consiglio di Amministrazione ha deliberato di sottoporre all'Assemblea dei soci, convocata per il giorno 28 dicembre 2015, l'approvazione dell'Operazione.

2.9 Se la rilevanza dell'Operazione deriva dal cumulo, ai sensi dell'art. 5, comma due, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla Società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni.

La fattispecie descritta non è applicabile in relazione all'operazione.

Narni, 27 novembre 2015

Per il Consiglio di Amministrazione, il Presidente

Stefano Neri



ALLEGATI

Allegato 1 – Valutazione dell'Esperto Indipendente

Allegato 2 – Parere del Comitato Parti Correlate



Greenled Industry S.p.A.
Valutazione

25 Novembre 2015

Indice dei contenuti

- Premessa**
- Profilo di Greenled Industry**
- Mercato di riferimento**
- Proiezioni economico finanziarie**
- Metodologie di valutazione**
- Stima del valore**
- Allegati**
 1. Metodologie di valutazione - DCF
 2. Relazione infrannuale Greenled Industry al 30/09/2015



Premessa

Profilo di Greenled Industry

Mercato di riferimento

Proiezioni economico finanziarie

Metodologie di valutazione

Stima del valore

Allegati



Premessa

Oggetto dell'incarico

- Greenled Industry S.p.A. (Greenled o Società) è una società che sviluppa e produce corpi illuminanti a tecnologia LED, per applicazioni in ambito sia stradale che industriale. I soci sono: Italeaf S.p.A. (64,60%), società quotata nel segmento NASDAQ First North della Borsa di Stoccolma (anche maggiore azionista di TerniEnergia S.p.A., società quotata alla Borsa di Milano); Lombarda Cellophan S.a.s. di Ida Celante (8,43%); Madco S.r.l.s. (8,43%); Nicola Romito (8,34%); Royal Club S.r.l. (6,95%); 10 persone fisiche che detengono cumulativamente il restante 3% delle azioni.
- Ambers & Co. S.r.l. (Ambers), è stata incaricata, in qualità di advisor finanziario indipendente, di effettuare una valutazione di Greenled ai fini di un progetto di integrazione con TerniEnergia S.p.A. (TerniEnergia), attraverso scambio azionario (Operazione).
- Il contenuto del presente documento va interpretato come stima indicativa di valori aziendali, basata su ipotesi e criteri valutativi generalmente condivisi dalla prassi professionale e nella fattispecie applicati attraverso le metodologie di valutazione ritenute più appropriate. La data di riferimento della valutazione è il 30 settembre 2015.
- La relazione di valutazione (Relazione) è destinata agli Amministratori di TerniEnergia e Italeaf e alle altre parti interessate, inclusi i consulenti coinvolti nell'Operazione e il Comitato per operazioni con parti correlate. La Relazione potrà essere utilizzata esclusivamente ai fini dell'oggetto sopradescritto e pertanto non potrà essere riprodotta in tutto o in parte, o comunque portata a conoscenza di altri terzi, senza il preventivo consenso scritto di Ambers, che non verrà irragionevolmente negato.
- Il processo di valutazione stima un valore di riferimento teorico del valore di scambio del capitale di un'azienda o di un ramo operativo. Il valore di scambio, o prezzo di un pacchetto azionario o di una società, dipende sia da stime economico-finanziarie di valori intrinseci, oggetto di questa Relazione, che da valutazioni soggettive delle parti interessate o da loro particolari attese e interessi. La valutazione può essere influenzata solo in misura limitata da considerazioni soggettive, mentre non considera altri fattori aventi carattere negoziale. Le metodologie di valutazione applicate sono state selezionate anche in funzione della disponibilità delle informazioni ricevute, coerentemente con il mandato assegnato ad Ambers.



Premessa Disclaimer

- Nel predisporre il presente documento, Ambers ha assunto e fatto affidamento sull'**accuratezza**, completezza e ragionevolezza di tutte le informazioni, finanziarie e di altra natura, che sono state fornite dalla Direzione di Greenled o di Italeaf o pubblicamente disponibili.
- Nessuna dichiarazione espressa o implicita, né alcuna garanzia relativa all'**accuratezza** e completezza delle informazioni ricevute e/o contenute nel documento è resa, e nulla di quanto presentato è o potrà essere ritenuto una promessa sui risultati futuri o un'**indicazione** sulla consistenza patrimoniale attuale e sui risultati futuri di Greenled. L'**andamento** futuro dei ricavi e la crescita prevista **dell'attività** oggetto del presente documento, incerti e variabili per natura, riflettono assunzioni sviluppate dalla Direzione di Greenled. Ambers non ha effettuato attività di revisione e *due diligence* sui dati economici, patrimoniali e finanziari ricevuti.
- La decisione di concludere operazioni di acquisto di partecipazioni o finanziamento con le relative clausole contrattuali dovrà essere definita dalle parti interessate. Il contenuto della Relazione non può costituire in alcun modo una raccomandazione a concludere operazioni sul capitale o di finanziamento o transazioni di alcun genere, né può fornire indicazione sui termini economici delle stesse. Eventuali soggetti interessati al possesso o all'**acquisto** di una partecipazione nel capitale o istituti finanziari eventualmente chiamati a valutare ipotesi di finanziamento di Greenled e/o delle sue partecipate e/o di società del gruppo aziendale che dovesse risultare dal perfezionamento di operazioni previste in contratti di investimento con altre società, dovranno verificare autonomamente e separatamente tutte le informazioni contenute nel documento.



Premessa

Documentazione utilizzata

Per la valutazione e la Relazione sono stati utilizzati i seguenti documenti:

- Bilancio di esercizio di Greenled Industry S.p.A. al 31 dicembre 2013 e al 31 dicembre 2014
- Situazione contabile interinale al 30 Settembre 2015 di Greenled Industry S.p.A. (bozza non assoggettata a verifiche e approvazione degli organi sociali)
- Bilancio consolidato al 31 dicembre 2014 e bilanci interinali al 30 giugno 2015 e al 30 settembre 2015 di Italeaf S.p.A.
- Comunicati stampa e presentazioni al mercato Italeaf e TerniEnergia 2013-2015
- Sito internet di Greenled e dati e informazioni pubblicamente disponibili sul mercato di riferimento
- Documentazione sul progetto di scissione parziale di Greenled approvato dall'Assemblea degli Azionisti del 7 ottobre 2015
- Equity Research Intermonte su TerniEnergia del 3 agosto 2015
- Database S&P Capital IQ
- Proiezioni economico finanziarie 2015-2018 di Greenled Industry predisposte in base alle attese di volumi di vendita previsti dalla Direzione della Società (elaborazione Ambers)



-
- ❑ Premessa
 - ❑ **Profilo di Greenled Industry**
 - ❑ Mercato di riferimento
 - ❑ Proiezioni economico finanziarie
 - ❑ Metodologie di valutazione
 - ❑ Stima del valore
 - ❑ Allegati



Profilo di Greenled Industry

Illuminotecnica per l'efficienza energetica

- Greenled Industry sviluppa e produce corpi illuminanti a tecnologia LED per il settore industriale e stradale
- L'**azienda** nasce da un progetto di ricerca della società TSI S.r.l.
- Nel 2012 il progetto di ricerca TSI diviene un progetto industriale e, dalla Joint Venture tra TSI e Italeaf, incubatore di startup, holding del Gruppo TemiEnergia e operatore nei settori cleantech, smart innovation ed efficienza energetica, nasce Greenled
- Nella fase di startup l'**azienda** viene dotata da Italeaf dei capitali necessari allo sviluppo del prodotto attraverso importanti aumenti di capitale
- Ad oggi l'azienda ha sviluppato e commercializzato i primi prodotti industriali a marchio Greenled Industry ed è posseduta al 64,60% da Italeaf
- Grazie alle sinergie con altre aziende del Gruppo – in particolare con la ESCo Lucos Alternative Energies - Greenled offre soluzioni turnkey per l'implementazione di sistemi di illuminazione LED
- A seguito dell'accordo di Marzo 2015 con i nuovi soci Madco S.r.l. e Lombarda Cellophan S.a.s., conferenti del know how relativo a una nuova gamma di prodotti, Greenled ha avviato la produzione in un nuovo sito produttivo a Novara. Grazie a questa nuova acquisizione di know-how, alla continua ricerca e sviluppo di nuove tecnologie, oggi il catalogo Greenled comprende un'ampia gamma di prodotti in grado di soddisfare le esigenze illuminotecniche di industrie e terziario
- La tecnologia di Greenled si distingue per la certificazione di funzionamento a temperature e condizioni di particolare stress termico, proprie di ambienti industriali o di zone urbane ed extraurbane particolarmente esposte agli agenti atmosferici. I corpi illuminanti a LED consentono il raggiungimento di un'elevata quota di risparmio energetico, fino al 60% rispetto alle tecnologie tradizionali.



-
- ❑ Premessa
 - ❑ Profilo di Greenled Industry
 - ❑ **Mercato di riferimento**
 - ❑ Proiezioni economico finanziarie
 - ❑ Metodologie di valutazione
 - ❑ Stima del valore
 - ❑ Allegati

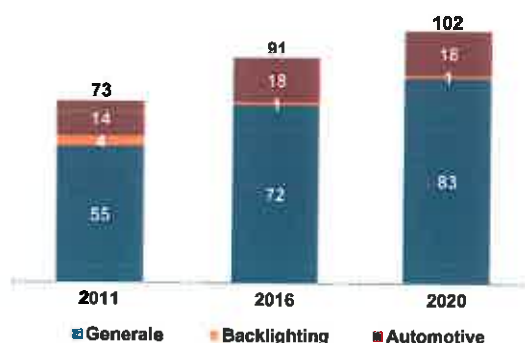


Mercato di riferimento

Il mercato globale dell'illuminazione

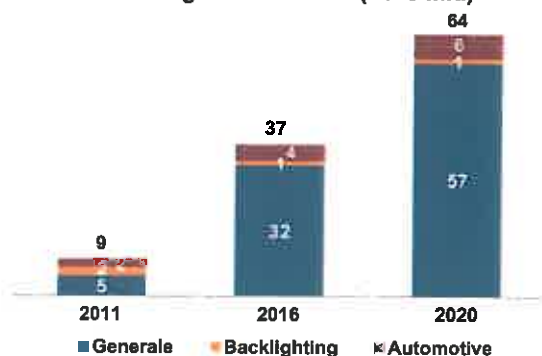
- Secondo McKinsey, il mercato globale dell'illuminazione (generale, automotive e backlighting), che nel 2011 valeva Euro 73 miliardi, nel 2020 potrebbe arrivare a oltre Euro 100 miliardi, grazie all'ingresso dei LED nel settore, con una crescita del 5% fino al 2016 e del 3% successivamente.
- Driver di mercato: I) Situazione macroeconomica: nuove infrastrutture comportano nuove installazioni; II) Crescente attenzione verso l'efficienza energetica, supportata dalle nuove regolamentazioni; III) Azioni intraprese dai governi per limitare l'uso di alcune tecnologie energivore.

Mercato globale dell'illuminazione (Euro mld)

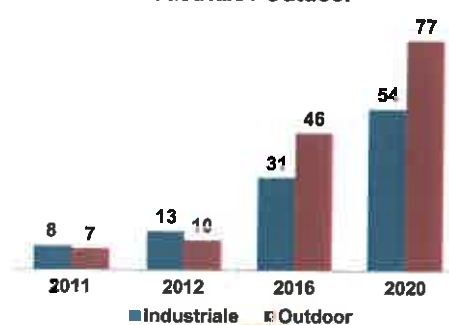


- Secondo le stime di McKinsey, il 2015 sarà l'anno del sorpasso per la tecnologia LED, che entro il 2020 rappresenterà oltre il 70% del segmento *outdoor* e oltre il 50% del segmento *industriale*. La crescita attesa del mercato dei LED è del 15% nel periodo 2016-2020, fino a raggiungere un valore di oltre Euro 60 mld.

Mercato globale dei LED (Euro mld)



Previsioni di penetrazione dei LED (%)
Industriale / Outdoor



Fonte: McKinsey, *Lighting the way: Perspectives on the global lighting market, 2012*

-
- ❑ Premessa
 - ❑ Profilo di Greenled industry
 - ❑ Mercato di riferimento
 - ❑ **Proiezioni economico finanziarie**
 - ❑ Metodologie di valutazione
 - ❑ Stima del valore
 - ❑ Allegati



Proiezioni economico finanziarie

Principali assunzioni e criticità

Ratio di calcolo delle principali assunzioni

- Ricavi – Calcolati in funzione delle previsioni di sviluppo dei progetti di efficienza energetica previsti dal gruppo TerniEnergia per valori che dovrebbero superare Euro 10 milioni annui e raggiungere i 20 nel prossimo quadriennio. Tassi di crescita normalizzati del 2% e 4%, pari a 25/30% delle previsioni di mercato (CAGR 15%).
- Costi - Basati sui dati contabili disponibili al 30 settembre 2015 e ipotesi di normalizzazione per gli esercizi successivi.
- Investimenti – Percentuale decrescente dei ricavi dal 30% del 2015 al 7,5% del 2018 e successivi
- Capacità produttiva compresa tra 10mila e 15mila unità annue
- Esclusione dell'immobile ancora presente al 30 settembre 2015, oggetto di scissione già deliberata

Criticità

- Piano con ricavi in forte sviluppo, che implicano livello elevato di fattori di rischio/opportunità
- Prodotto in fase di sviluppo e collaudo in tutti i mercati - dinamiche e dimensioni di mercato non ancora stimabili
- Possibili criticità:
 - Tempi di penetrazione del mercato superiori al previsto
 - Crescita meno rapida e ritardo nel raggiungimento della performance finanziaria attesa
 - Sottostima investimenti e fabbisogni finanziari
 - Sovrastima utili



Proiezioni economico finanziarie
Proiezioni di Conto Economico

Conto Economico

Euro mln	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E
Ricavi ESCo e altri ricavi	0.4	1.4	3.5	5.5	6.0
Totale ricavi	0.4	1.4	3.5	5.5	6.0
YoY %	-	273%	148%	57%	9%
Consumi	(0.3)	(0.8)	(2.1)	(3.4)	(3.9)
Primo margine	0.1	0.6	1.4	2.1	2.1
<i>Margine</i>	20%	45%	40%	37.5%	35%
Costo del personale	(0.0)	(0.17)	(0.25)	(0.63)	(0.69)
Altri costi operativi	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
EBITDA	0.1	0.4	1.0	1.2	1.1
<i>Margine</i>	16%	27%	28%	21%	18.5%
Ammortamenti e Svalutazioni	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
EBIT	0.0	0.2	0.7	0.8	0.7
<i>Margine</i>	1%	13%	20%	15%	11%
Interessi	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Risultato lordo	0.0	0.2	0.7	0.8	0.7
<i>Margine</i>	0.8%	11.2%	19.3%	14.2%	11.1%
Imposte	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Utile (Perdita) d'esercizio	0.0	0.1	0.5	0.5	0.5
<i>Margine</i>	0%	8%	13%	10%	8%

Fonte: Proiezioni economico finanziarie 2015-2018 di Greenled Industry predisposte in base alle attese di volumi di vendita previsti dalla Direzione della Società



Proiezioni economico finanziarie
Proiezioni di Stato Patrimoniale

Stato Patrimoniale

Euro mln	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E
Rimanenze	0.5	0.1	0.4	0.6	0.7
Crediti commerciali	0.1	0.3	0.7	1.1	1.2
Debiti commerciali	(0.1)	(0.2)	(0.6)	(1.0)	(1.1)
Capitale circolante commerciale	0.5	0.2	0.5	0.7	0.8
Altri crediti	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
Altri debiti	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
Capitale circolante	0.6	0.2	0.5	0.7	0.8
Immobilizzazioni immateriali	0.6	0.8	0.8	0.8	0.7
Immobile	2.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Immobilizzazioni materiali	0.0	0.2	0.3	0.4	0.5
Immobilizzazioni	3.3	0.9	1.1	1.2	1.2
Fondi	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Capitale investito netto	3.8	1.0	1.5	1.8	1.8
Indebitamento finanziario netto / (Cassa)	0.3	0.0	(0.0)	(0.2)	(0.7)
Patrimonio netto	3.5	1.0	1.5	2.0	2.5
Fonti	3.8	1.0	1.5	1.8	1.8

Fonte: Proiezioni economico finanziarie 2015-2018 di Greenled Industry predisposte in base alle attese di volumi di vendita previsti dalla Direzione della Società



Proiezioni economico finanziarie
Rendiconto finanziario

Prospetto dei flussi di cassa

Euro mln	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	0.2	0.7	0.8	0.7
Imposte correnti	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Ammortamenti e Svalutazioni	0.2	0.3	0.4	0.4
Fondi	0.0	0.0	0.0	0.0
Capitale circolante commerciale	0.3	(0.3)	(0.3)	(0.1)
Altri crediti e debiti	0.1	0.0	0.0	0.0
Flussi di cassa operativi	0.8	0.5	0.7	0.9
Investimenti	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Flussi di cassa disponibili	0.3	0.0	0.2	0.4
Interessi	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Flussi di cassa netti	0.3	0.0	0.2	0.4
(Indebitamento) finanziario netto / Cassa - BoP	(0.3)	(0.0)	0.0	0.2
(Indebitamento) finanziario netto / Cassa - EoP	(0.0)	0.0	0.2	0.7
Variazione (Indebitamento) finanziario netto / Cassa	0.3	0.0	0.2	0.4

Fonte: Proiezioni economico finanziarie 2015-2018 di Greenled Industry predisposte in base alle attese di volumi di vendita previsti dalla Direzione della Società

-
- Premessa
 - Profilo di Greenled Industry
 - Mercato di riferimento
 - Proiezioni economico finanziarie
 - Metodologie di valutazione**
 - Stima del valore
 - Allegati



L'Operazione, il valore di Greenled e i rapporti di cambio

Acquisizione di Greenled con azioni proprie TerniEnergia

Il Consiglio di Amministrazione di TerniEnergia si riunirà per deliberare l'acquisizione di Greenled, utilizzando parte delle azioni proprie detenute a seguito di un'operazione di disinvestimento deliberata il 18 novembre 2015, da offrire agli attuali azionisti di Greenled in cambio del 100% delle azioni in loro possesso.

L'operazione di acquisizione si configura come operazione tra parti correlate, tenuto conto che la maggioranza degli azionisti di Greenled è rappresentata da soggetti correlati a TerniEnergia. In particolare Italeaf è azionista di controllo sia di Greenled che di TerniEnergia.

La Relazione si propone, pertanto, di fornire dati, informazioni ed elementi utili, attraverso l'individuazione di un intervallo di valori di Greenled e di possibili rapporti di cambio, al fine di consentire ai Consigli di Amministrazione delle parti interessate di procedere, in piena autonomia, a determinare il rapporto di scambio dell'Operazione e pertanto il numero delle azioni di TerniEnergia da offrire a fronte delle azioni Greenled da acquisire.

Stima dei rapporti di cambio

Il processo di stima dei rapporti di cambio da utilizzarsi ai fini dell'Operazione è articolato come segue:

- Stima di un intervallo di valutazione di Greenled
- Stima di un intervallo di valutazione di TerniEnergia
- Definizione di un ambito ristretto di rapporti di valore tra azioni TerniEnergia e i valori attribuibili a Greenled necessario a definire il numero di azioni da assegnare agli azionisti di Greenled per effetto dell'Operazione



Metodologie di valutazione

Metodologie adottate

I metodi di valutazione adottati per l'Operazione fanno riferimento alle metodologie più diffuse nella prassi valutativa nazionale e internazionale per i rispettivi settori. Le metodologie prescelte non devono essere analizzate singolarmente, bensì considerate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. L'analisi dei risultati ottenuti da ciascuna metodologia in modo indipendente, e non alla luce del rapporto di complementarità che si crea con gli altri criteri, comporta, infatti, la perdita di significatività del processo di valutazione stesso. Tenuto conto delle finalità sopra richiamate sono stati applicati i seguenti criteri di analisi per i valori di riferimento di Greenled e per la stima dei rapporti di scambio.

1. TerniEnergia

- Corsi di Borsa del titolo TerniEnergia attuali e come media dell'ultimo mese, semestre e anno
- Stime degli analisti che hanno coperto il titolo

2. Greenled

- Attualizzazione dei flussi di cassa futuri (DCF)
- Calcolo dei flussi di cassa e dei fabbisogni di finanziamento per un periodo di proiezione esplicita sufficiente a raggiungere un livello normale di ricavi e redditività
- Utilizzo di parametri di valutazione sufficientemente prudenti da riflettere un livello di rendimento atteso per investimenti ad alto rischio

E' stata esclusa, in quanto ritenuta poco affidabile ed eccessivamente influenzabile da soggettività, la valutazione con multipli di mercato (multipli del fatturato o dell'EBITDA) per la difficoltà di stimare dati normalizzati di redditività operativa a regime e di identificare aziende comparabili quotate in Borsa per attività, stadio di sviluppo e penetrazione nei mercati di riferimento, su cui rilevare dati affidabili.

In considerazione dello scopo delle valutazioni, si ritiene che i criteri utilizzati conducano a esprimere valori confrontabili, ancorché riferiti a società aventi caratteristiche ed operanti in settori diversi, per la stima dei valori relativi delle stesse e quindi dei rapporti di scambio.



Metodologie di valutazione

Difficoltà di valutazione

Nell'applicazione dei criteri illustrati, Ambers ha considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita nei settori di riferimento. Nello svolgere la valutazione sono stati riscontrati i seguenti principali fattori di difficoltà:

- **Valutazione di aziende nel ciclo iniziale di vita (*startup*):** le problematiche di valutazione più importanti per le società nel ciclo iniziale di vita sono riconducibili alla loro breve storia, spesso concentrata su prodotti concepiti e sviluppati da poco tempo, per mercati poco sviluppati o ancora da sviluppare, la loro dipendenza da apporti di capitale e rischio di crisi o insolvenza molto maggiore di quello statisticamente rilevabile come normale.
Data la difficoltà di rilevare dati di mercato affidabili e l'elevato livello di soggettività implicita nel loro utilizzo, è preferibile procedere a una valutazione di valore intrinseco, per quanto necessariamente con metodologia semplificata.
Le stime degli elementi di calcolo utilizzati in una valutazione intrinseca – flussi di cassa, crescita attesa, tassi di attualizzazione basati sull'apprezzamento del livello di rischio e considerazione del tempo necessario per divenire una azienda per cui sia possibile contare su stabilità e crescita – sono particolarmente impegnative e sono soggette a incertezze fuori dalla norma, rispetto a quelle che si possono formulare per società più strutturate in mercati più maturi.
- **Finanziabilità dello sviluppo:** un piano industriale di società all'inizio del suo ciclo di vita, che ha sviluppato *know how* originale in un mercato nascente, si contraddistingue per imprevedibilità degli investimenti, prima ancora che dei ricavi e dei margini. La difficoltà di stimare le dimensioni dei mercati potenziali e i tempi di crescita di questi mercati, insieme alle analoghe difficoltà di previsione delle dinamiche competitive che si innescheranno durante questi sviluppi, rende difficoltoso ipotizzare i fabbisogni di risorse finanziarie, le loro fonti (investitori privati, fondi di venture capital, sistema bancario, etc.) e la loro dimensione ed evoluzione nel tempo
- **Volatilità:** elevata variabilità dei ricavi e dei risultati delle società emergenti nel segmento di cui fa parte Greenled, cambiamenti radicali nel settore di riferimento. Ne risultano difficoltà di normalizzazione dei ricavi e della redditività ed un profilo di rischio/opportunità elevato



- **Utilizzo di dati economico-finanziari previsionali:** la particolare difficoltà nel formulare previsioni della redditività futura sostenibile di Greenled, il cui prodotto è ancora in fase di sviluppo, condizionata quindi alle dimensioni del mercato che progressivamente si svilupperà e al contesto competitivo che si verrà a creare. Le valutazioni sono basate su dati previsionali predisposti in base ad attese di volumi di vendita formulate dalla Società e su ipotesi di sviluppi e andamenti di mercato, aleatori per natura, con scenari macroeconomici e competitivi che possono mutare significativamente. In sede di determinazione dei parametri valutativi tali fattori di incertezza sono necessariamente riflessi con soggettività, particolarmente elevata in caso di valutazione di *startup*
- **Diversità:** la diversità dimensionale e di sviluppo aziendale, che anche in caso di applicazione di metodi omogenei comporta difficoltà di stima in ragione dei diversi settori di riferimento e della imprevedibilità del raggiungimento degli obiettivi di crescita dei ricavi e margini per una società in *startup*
- **Sconti e premi:** in un'operazione con concambio azionario di azioni quotate/quotande e azioni non quotate si pone il problema dell'eventuale attribuzione di sconti e premi alle stime di valore. Nel caso del controllo di un gruppo che viene acquisito con concambio di azioni quotate, mentre si può escludere la considerazione di sconti di minoranza, possono invece essere presi in considerazione da un lato premi di maggioranza o premi strategici e dall'altro sconti di liquidabilità da attribuire alle azioni non quotate oggetto di concambio, per il calcolo dei quali si possono utilizzare metodologie statistiche basate su analisi di Borsa e di operazioni societarie. Tali considerazioni hanno tipicamente natura negoziale e sono quantificabili tecnicamente solo con esercizio di soggettività. Nel caso in esame rileva anche la circostanza per cui la maggioranza delle azioni di Greenled è posseduta da Italeaf, holding del gruppo TerniEnergia, a sua volta quotata, che già detiene una quota di controllo di TerniEnergia.
All'Equity Value di Greenled non sono stati applicati sconti o premi in quanto ritenuti per loro natura negoziali, di stima soggettiva e quindi non calcolabili tecnicamente nella valutazione in oggetto. Inoltre è da notare che premi di maggioranza o sconti di liquidabilità potrebbero avere natura interamente o parzialmente compensativa e che in operazioni fra parti correlate dovrebbero avere motivazioni specifiche e non generiche ed essere assoggettati a valutazioni indipendenti di congruità.

-
- ❑ Premessa
 - ❑ Profilo di Greenled Industry
 - ❑ Mercato di riferimento
 - ❑ Proiezioni economico finanziarie
 - ❑ Metodologie di valutazione
 - ❑ **Stima del valore**
 - ❑ Allegati



Greenled

Fattori rilevanti per la valutazione - La valutazione di Greenled, azienda nella fase di sviluppo progettuale e commerciale di sistemi di illuminazione pubblica e industriale a tecnologia LED, presenta le difficoltà e incertezze tipiche delle aziende di nuova costituzione. Alle quali si aggiunge la difficoltà di stima delle dimensioni dei mercati e dei tempi di penetrazione della nuova tecnologia.

Nel caso di Greenled, i fattori rilevanti sono:

- Prodotto in fase di sviluppo e collaudo in tutti i mercati, con dinamiche e dimensioni di mercato non ancora stimabili
- Forniture iniziali ai progetti di efficienza energetica del gruppo di appartenenza
- Potenzialità di penetrazione autonoma nel mercato nazionale e internazionale a medio termine, ma non stimabile nel breve termine
- Attesa di ricavi in forte sviluppo con profilo di rischio elevato:
 - Crescita meno rapida
 - Sottostima investimenti e fabbisogni finanziari
 - Sovrastima utili

In base a queste considerazioni la valutazione del valore intrinseco di Greenled secondo le proiezioni basate sulle attese di volume d'affari della Direzione della stessa va considerata come miglior stima corrente, suscettibile di aggiustamenti significativi in funzione dell'effettivo andamento delle commesse attualmente previste e della capacità di successiva espansione nel mercato con clientela diversificata.



Greenled

Metodo Analitico - Metodo dei flussi di cassa scontati, o *Discounted Cash Flows* (DCF), applicato alle proiezioni 2015-2018, predisposte in base alle attese di volumi di vendita previsti dalla Direzione della Società.

Il metodo individuato, oltre ad avere consolidate basi dottrinali ed applicative, è in grado di fornire risultati coerenti con i valori di mercato di settore/segmento nel medio termine e in grado di apprezzare le prospettive di crescita.

La scelta dei parametri valutativi, in particolare di quelli di rischio da applicare per l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici e la definizione dell'intervallo di valori di riferimento è stata effettuata anche in considerazione di:

- **Rischi di continuità esclusi** - Rispetto ai criteri di valutazione particolarmente prudenziali e soggettivi tipici di una *startup*, Greenled presenta il vantaggio di poter contare sul programma di forniture al gruppo TerniEnergia, che assicura un programma di acquisto a medio termine quale fornitore dei progetti di efficienza energetica. Inoltre può contare su finanziamenti e servizi logistici e amministrativi.
- **Congruità dei valori** - Le finalità di tutela degli interessi degli attuali azionisti di TerniEnergia e Italeaf, società quotate in Borsa, dal rischio di diluizioni del valore patrimoniale delle loro azioni, comportano la stima di un ambito ristretto di valori di equilibrio *congrui*, compreso nell'ambito dei valori individuati con le metodologie applicate.



Stima del valore Ambito di valori

Ambito di valori di Greenled

Pertanto l'ambito di valori di Greenled di riferimento per il rapporto di scambio è stato così definito:

- Valutazione di fascia bassa A: valore intrinseco secondo le proiezioni di piano con tasso di crescita del valore terminale pari al 2% nominale e coefficiente Beta incrementato del 150% per riflettere un fattore di sconto probabilistico attribuibile alle società in fase di sviluppo e lancio (*startup*)
- Valutazione di fascia bassa B: valore intrinseco secondo le proiezioni di piano con tasso di crescita del valore terminale pari al 4% nominale (2% reale) e coefficiente Beta incrementato del 150% per riflettere un fattore di sconto probabilistico attribuibile alle società in fase di sviluppo e lancio (*startup*)
- Valutazione di fascia alta C: valore intrinseco secondo le proiezioni di piano con tasso di crescita del valore terminale pari al 2% nominale e premio di rischio di mercato con coefficiente Beta pari a 1,5
- Valutazione di fascia alta D: valore intrinseco secondo le proiezioni di piano con tasso di crescita del valore terminale pari al 4% nominale (2% reale) e premio di rischio di mercato con coefficiente Beta pari a 1,5
- Valutazioni medie: Medie A/D, B/C, A/B/C/D

	Ambito di Valori						
GreenLed Industry	A	B	C	D	Med B-C	Med A-B-C-D	Med A-D
Valore d'azienda (€)	2,241,937	2,630,323	4,034,600	5,189,798	3,332,461	3,524,164	3,715,868

TerniEnergia

TerniEnergia è una società quotata alla Borsa di Milano dal 2008, è oggetto di regolare copertura da parte di analisti finanziari e pubblica regolarmente bilanci e informazioni finanziarie annuali e infrannuali. La comunicazione con il mercato è frequente anche con riguardo ai programmi di sviluppo e alle strategie industriali e commerciali.

In funzione del profilo delineato, si ritiene che i valori di quotazione delle azioni TerniEnergia siano riferimenti appropriati e attendibili per le finalità di questa relazione.

Valori di mercato del titolo TerniEnergia

I valori di mercato del titolo TerniEnergia sono stati presi in considerazione come riferimento necessario e imprescindibile nella definizione dell'ambito di valori di riferimento. Il titolo TerniEnergia nel 2015 è stato considerato dagli analisti come trattato a sconto rispetto ai titoli delle principali utilities, per quanto di difficile comparabilità. Le ragioni della discesa delle quotazioni nel 2015 rispetto agli esercizi precedenti possono essere diverse. Tra esse le ripetute depressioni dei mercati azionari a partire dal mese di giugno 2015, il riflesso sui mercati delle energie alternative del crollo dei prezzi dei combustibili fossili, l'attesa di una storia di risultati stabilizzati dopo la forte crescita degli ultimi anni, etc. Dal punto di vista valutativo consegue che per considerazioni di breve periodo e operazioni previste a breve:

- Le quotazioni massime e minime degli ultimi 12 mesi possono essere assunte come valori base di confronto
- Il prezzo di Borsa corrente, che rappresenta il minimo degli ultimi 12 mesi, ha valenza come margine inferiore e come tale, date le considerazioni sopra svolte su fattori esogeni che possono aver avuto conseguenze sul prezzo, non appare appropriato come prezzo di equilibrio
- Il prezzo medio degli ultimi 12 mesi, che a differenza del prezzo degli ultimi sei mesi, è stato interessato sia da andamenti positivi che riflessivi dei mercati finanziari, può essere considerato un valore di equilibrio per operazioni i cui effetti si verificheranno a medio termine
- I valori espressi nelle coperture del titolo da parte degli analisti si possono assumere come valori obiettivo a medio termine

Stima del valore Ambito di valori

Ambito di valori di TerniEnergia

L'ambito di valori di TerniEnergia di riferimento per il rapporto di scambio è stato pertanto così definito:

- Valutazione di fascia A: Valore corrente di mercato del titolo al 25 novembre 2015
- Valutazione di fascia B: Valore medio di mercato del titolo negli ultimi 6 mesi
- Valutazione di fascia C: Valore medio di mercato del titolo negli ultimi 12 mesi
- Valutazione di fascia D: Valore intrinseco stimato dagli analisti che hanno effettuato copertura del titolo

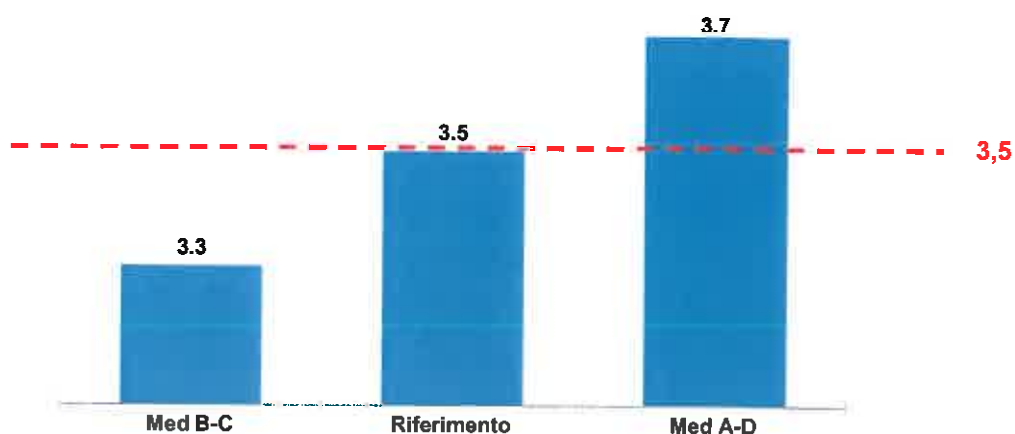
Per le fasce medie sono stati utilizzati valori intermedi del titolo calcolati come segue:

- Valutazioni media di fascia bassa: Media tra valore corrente di mercato del titolo al 25 novembre 2015 e ultimi 12 mesi
- Valutazioni media di riferimento: Valore medio di mercato del titolo negli ultimi 12 mesi
- Valutazioni media di fascia alta: Valore medio tra minimo (Euro 1,40) e massimo (Euro 1,97) negli ultimi 12 mesi

TerniEnergia	Ambito di Valori				Med 25/11-1Y	P 1Y	Med Min-Max 1Y
	A	B	C	D			
Valore d'azienda (€)	P 25/11/15 67,236,564	P 6M 72,988,427	P 1Y 74,253,572	Analyst TP 101,405,965	70,745,068	74,253,572	74,290,892
N. azioni	44,089,550	44,089,550	44,089,550	44,089,550	44,089,550	44,089,550	44,089,550
Valore per azione (€)	1.5250	1.6555	1.6842	2.3000	1.6046	1.6842	1.6850

La metodologia adottata, attraverso l'utilizzo di un congruo numero di valori selezionati tra gli estremi e i medi degli ultimi 12 mesi e il valore corrente, riscontra e documenta la convergenza in una fascia ristretta di rapporti di cambio.

Ambito di Valori per Greenled Industry (Euro mln)



- La fascia di valori di riferimento di Greenled è compresa tra Euro 3,3 milioni e Euro 3,7 milioni.
- Come valore intermedio di riferimento si assume un valore di Euro 3,5 milioni
- L'intervallo così definito e il valore di riferimento individuato in Euro 3,5 milioni tengono anche adeguatamente conto degli altri valori risultanti dalle elaborazioni effettuate, rispetto ai quali rappresentano comunque una sintesi appropriata.

Stima del valore

Risultati e conclusioni

Le valutazioni di Greenled e del titolo TerniEnergia, condotte secondo le metodologie esposte, e i relativi rapporti di scambio sono illustrati nella tabella che segue:

Metodologie di Valore				
Greenled Industry	Med B-C	Med A-B-C-D	Med A-D	Riferimento
Valore d'azienda (€)	3,332,461	3,524,164	3,715,868	3,500,000
N. azioni	2,157,023	2,157,023	2,157,023	2,157,023
Valore per azione (€)	1.54	1.63	1.72	1.62
TerniEnergia	Med 25/11-1Y	P 1Y	Med Min-Max 1Y	P 1Y
Valore d'azienda (€)	70,745,068	74,253,572	74,290,892	74,253,572
N. azioni	44,089,550	44,089,550	44,089,550	44,089,550
Valore per azione (€)	1.6046	1.6842	1.6850	1.6842
Concambio				
Rapporti concambio				
N. azioni GL per 1 azione T	1.04	1.03	0.98	1.04
N. azioni T per 1 azione GL	0.96	0.97	1.02	0.96
Per il 100% di Greenled	2,076,848	2,092,543	2,205,263	2,078,195

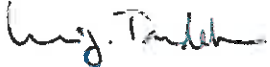
Sulla base degli elementi sopra indicati, riteniamo che per l'Operazione possa essere proposta l'attribuzione di azioni TerniEnergia in una misura che rientri nell'intervallo ristretto di 2.000.000 e 2.250.000, ragionevolmente rappresentativo dei possibili rapporti di valore fra le azioni TerniEnergia e il 100% della partecipazione Greenled.



Questo documento è stato discusso con la Direzione di Greenled, che ringraziamo per l'assistenza fornita, al fine di verificarne la correttezza delle ipotesi di base e il contenuto in generale.

Il documento è emesso in data 25 novembre 2015 e fa riferimento a dati e analisi di mercato rilevati fino alla stessa data.

Ambers & Co. S.r.l.



Luigi Tardella
Revisore Legale



-
- Premessa**
 - Profilo di Greenled Industry**
 - Mercato di riferimento**
 - Proiezioni economico finanziarie**
 - Metodologie di valutazione**
 - Stima del valore**
 - Allegati**
 1. Metodologie di valutazione - DCF
 2. Relazione infrannuale Greenled Industry al 30/09/2015



Metodologie di valutazione - DCF

Metodo finanziario basato sullo sconto dei flussi di cassa disponibili attualizzati (DCF)

Il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi futuri (DCF) si basa sul principio che il valore di un'azienda o parte di essa sia dato dalla somma delle seguenti componenti:

- I flussi di cassa operativi netti che essa sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital o WACC)
- La posizione finanziaria netta dell'azienda espressa a valori di mercato e determinata con riferimento alla data di valutazione
- Il valore di mercato di eventuali attività non inerenti alla gestione caratteristica o comunque non considerate nei flussi di cassa operativi (Surplus assets)

Tale metodo è peraltro riconosciuto come il più accreditato dalle moderne dottrine internazionali che volgono verso la considerazione del valore aziendale in relazione alla capacità dell'azienda di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore.

I principali assunti metodologici legati all'applicazione del DCF e l'esposizione dei principali criteri utilizzati nella valutazione sono riportati di seguito.



Definizioni e formule

- Il **"valore della società"** (Equity Value) è calcolato come differenza tra il valore attuale netto delle sue attività operative (EV), il valore di mercato del suo debito finanziario netto (PFN) e gli eventuali Surplus Assets.
- Il **"valore dell'azienda"** (EV) è uguale al valore dei **"flussi di cassa disponibili"** (FCF), scontati al **"costo medio ponderato del capitale"** (WACC).
- Il FCF è calcolato aggiungendo al risultato operativo al netto delle imposte teoriche, i costi che non generano uscite di cassa e sottraendo gli investimenti netti in immobilizzazioni (CAPEX) e in capitale circolante (CCN), nonché la variazione dei fondi.
- Il valore attuale dei FCF oltre il periodo esplicito di previsione (n) è denominato **"Terminal Value"** (TV): per la stima di questo ultimo viene scontato il FCF normalizzato ad un tasso di attualizzazione pari a quello usato per gli altri flussi, corretto per un coefficiente di crescita (g).

Lo sviluppo del DCF è espresso dalla seguente formula:

$$EV = FCF_1(1+WACC)^{-1} + FCF_2(1+WACC)^{-2} + \dots + FCF_n(1+WACC)^{-n} + TV$$

dove:

EV = Valore d'Azienda (Enterprise Value)

FCF₁, ..., FCF_n = flussi di cassa stimati nel piano economico – finanziario

WACC = tasso di capitalizzazione / attualizzazione

n = orizzonte temporale relativo alle previsioni

TV = Terminal Value, come risulta dalla seguente formula $TV = [FCF / (WACC-g)] \cdot (1+WACC)^{-n}$

dove:

FCF = Flusso di cassa **"normale"** a regime, calcolato sulla base di un tasso di crescita perpetuo del fatturato in linea con le tendenze di lungo periodo del mercato di riferimento (tasso g)

Flussi di cassa operativi netti

I flussi di cassa operativi netti attesi, a cui il modello si riferisce, sono unicamente i flussi operativi, legati all'attività caratteristica della società oggetto di valutazione. Essi sono determinati come segue:

Reddito Operativo

- effetto fiscale figurativo
- = Reddito operativo al netto delle imposte figurative
- + ammortamenti
- + accantonamenti non monetari
- +/- variazioni negative-positive di capitale circolante netto;
- investimenti in capitale fisso
- /+ variazioni positive-negative di altre attività nette
- = Flusso di cassa operativo netto

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

Il tasso assunto per l'attualizzazione dei flussi di cassa netti attesi è rappresentato dal costo medio ponderato del capitale, in modo da riflettere il rischio specifico dell'azienda o parte di essa da valutare. Esso viene calcolato in base alla formula seguente:

$$WACC = K_d * (1-T) * [D/(D+E)] + K_e * [E/(D+E)] \text{ dove:}$$

$K_d * (1-T)$ = costo dell'indebitamento al netto del vantaggio fiscale;

K_e = costo del capitale proprio;

D = debito finanziario netto;

E = valore corrente del patrimonio netto;

Metodologie di valutazione - DCF

La *struttura del capitale* (o rapporto indebitamento netto/patrimonio netto) è un dato-obiettivo a un livello ottimale, calcolato sulla base **dell'indebitamento** teoricamente sostenibile senza elevata crescita della rischiosità finanziaria

Il *costo dell'indebitamento*, o K_d , è stimato pari al costo medio **dell'indebitamento** attuale a medio/lungo termine di mercato, al netto **dell'effetto** fiscale.

Il *costo del capitale proprio*, o K_e , è stimato pari al tasso di rendimento delle attività prive di rischio, incrementato di un premio per il rischio specifico, calcolato prendendo a riferimento il coefficiente Beta, che misura il rischio sistematico **dell'impresa** in relazione alla variabilità del suo rendimento rispetto a quello del mercato. Il coefficiente Beta viene stimato sulla base del coefficiente Beta espresso da società quotate comparabili, **se** presenti nei mercati finanziari, e/o di considerazioni relative alla specificità delle attività valutate.

Il calcolo è rappresentato nella formula:

$K_e = R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f)$ dove:

R_f = tasso di rendimento risk free, pari al rendimento delle attività prive di rischi (R_f) e stimato sulla base del rendimento garantito da obbligazioni a medio/lungo termine emesse dallo Stato;

Beta = coefficiente di volatilità: assunto come media dei beta di mercato di un panel di società comparabili, oppure uguale a 1;

$(R_m - R_f)$ = premio per il rischio di mercato misurato come maggiore rendimento che, ad un dato momento, gli investitori richiedono per investire nel mercato azionario rispetto ad investire in attività prive di rischio.

Calcolo del valore residuale

Il valore residuale rappresenta il valore attuale dei flussi di **cassa** operativi netti previsti per il periodo successivo **all'orizzonte** temporale esplicito di previsione. E' calcolato tenendo conto di due variabili principali: il flusso di **cassa** operativo normalizzato del primo anno dopo il periodo esplicito di previsione ed il suo tasso nominale di crescita media nel periodo successivo al periodo di piano (denominato "g").



Allegato 1

Metodologie di valutazione - DCF

Posizione finanziaria netta

La posizione finanziaria netta è calcolata come il totale dei debiti finanziari, sia a breve che a lungo termine, al netto della cassa e delle attività finanziarie in portafoglio e facilmente liquidabili.

Altre componenti di valore (Surplus assets)

Comprendono il valore complessivo di eventuali attività che la società detiene, ma che non concorrono alla determinazione dei flussi di cassa operativi e che quindi occorre considerare separatamente.



Parametri di riferimento del DCF

Il DCF è stato calcolato in base alle proiezioni economico-finanziarie 2015-2018 della Società, con l'applicazione dei parametri più restrittivi illustrati nel capitolo Metodologie di valutazione, sia per esercizio di mitigazione delle forti previsioni di crescita.

WACC	A	B	C	D	Descrizione
Rf = Risk-free rate	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	Tasso di rendimento privo di rischio implicito nelle quotazioni dei Titoli di Stato Italiani a 10 anni. Fonte: Bloomberg, Settembre 2015
Rm = Rendimento di mercato	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	Rendimento di mercato elaborato da Bloomberg sul paniere FTSE MIB - Fonte: Bloomberg, Settembre 2015
Rm - Rf = Premio per il rischio di mercato	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	Rendimento richiesto dal mercato per un investimento azionario "rischioso" - Fonte: Bloomberg, Settembre 2015
β = Beta	2.5	2.5	1.5	1.5	Valore di indifferenza di 1,0 incrementato del 50% e del 150% per riflettere il rischio connesso con un'iniziativa industriale in corso di primo stadio di sviluppo
$\beta^*(Rm - Rf)$ = Premio di rischio	30.8%	30.8%	18.5%	18.5%	
$Ke = Rf + \beta^*(Rm - Rf)$ Cost of Equity	32.5%	32.5%	20.1%	20.1%	Costo del capitale di rischio, calcolato sulla base del CAPM (Capital Asset Pricing Model)
Kd = Costo del debito	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	Costo del debito calcolato quale costo medio per operazioni di finanziamento di PMI sul mercato del debito
t = Aliquota fiscale	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%	
D/(D+E)	60%	60%	60%	60%	Struttura di debito di equilibrio in funzione dell'attuale redditività di GreenLed
E/(D+E)	40%	40%	40%	40%	
WACC = $Ke * E/(D+E) + Kd * (1-t) * D/(D+E)$	16%	16%	11%	11%	
Crescita sistematica					
G:	2%	4%	2%	4%	

A) Valutazione di Greenled

Euro mln	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	Perpetuity
Ricavi	0.4	1.4	3.5	5.5	6.0	6.5
YoY %	-	273%	148%	57%	9%	8%
EBITDA	0.1	0.4	1.0	1.2	1.1	1.2
Margine	16%	27%	28%	21%	19%	19%
EBIT	0.0	0.2	0.7	0.8	0.7	0.8
Margine	1%	13%	20%	15%	11%	12%
Imposte	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.2)
NOPAT	0.0	0.1	0.5	0.6	0.5	0.5
Ammortamenti e Svalutazioni		0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
Fondi		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Flussi di cassa operativi		0.3	0.8	0.9	0.9	1.1
Capitale circolante commerciale		0.3	(0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.1)
Investimenti		(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Altri crediti e debiti		0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Flussi di cassa disponibili unlevered		0.3	0.0	0.2	0.4	0.5
Tasso di sconto (WACC)	16%					
Crescita sistematica (G)	2%					
Flussi di cassa disponibili attualizzati		0.3	0.0	0.1	0.2	
Somma dei flussi di cassa attualizzati	0.7					
Valore Terminale	3.7					
Valore Terminale scontato	2.1					
Enterprise Value	2.7					
Indebitamento finanziario netto al 30/09/2015	(0.5)					
Equity Value	2.2					



Allegato 1
DCF B): WACC=16%; G=4%

B) Valutazione di Greenled

Euro mln	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	Perpetuity
Ricavi	0.4	1.4	3.5	5.5	6.0	6.5
YoY %	-	273%	148%	57%	9%	8%
EBITDA	0.1	0.4	1.0	1.2	1.1	1.2
Margine	16%	27%	28%	21%	19%	19%
EBIT	0.0	0.2	0.7	0.8	0.7	0.8
Margine	1%	13%	20%	15%	11%	12%
Imposte	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.2)
NOPAT	0.0	0.1	0.5	0.6	0.5	0.5
Ammortamenti e Svalutazioni		0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
Fondi		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Flussi di cassa operativi		0.3	0.8	0.9	0.9	1.1
Capitale circolante commerciale		0.3	(0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.1)
Investimenti		(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Altri crediti e debiti		0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Flussi di cassa disponibili unlevered		0.3	0.0	0.2	0.4	0.5
Tasso di sconto (WACC)	16%					
Crescita sistematica (G)	4%					
Flussi di cassa disponibili attualizzati		0.3	0.0	0.1	0.2	
Somma dei flussi di cassa attualizzati	0.7					
Valore Terminale	4.4					
Valore Terminale scontato	2.4					
Enterprise Value	3.1					
Indebitamento finanziario netto al 30/09/2015	(0.5)					
Equity Value	2.6					

Allegato 1
DCF C): WACC=11%; G=2%

C) Valutazione di Greenled

Euro mln	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	Perpetuity
Ricavi	0.4	1.4	3.5	5.5	6.0	6.5
YoY %	-	273%	148%	57%	9%	8%
EBITDA	0.1	0.4	1.0	1.2	1.1	1.2
<i>Margine</i>	16%	27%	28%	21%	19%	19%
EBIT	0.0	0.2	0.7	0.8	0.7	0.8
<i>Margine</i>	1%	13%	20%	15%	11%	12%
Imposte	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.2)
NOPAT	0.0	0.1	0.5	0.6	0.5	0.5
Ammortamenti e Svalutazioni		0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
Fondi		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Flussi di cassa operativi		0.3	0.8	0.9	0.9	1.1
Capitale circolante commerciale		0.3	(0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.1)
Investimenti		(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Altri crediti e debiti		0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Flussi di cassa disponibili unlevered		0.3	0.0	0.2	0.4	0.5
Tasso di sconto (WACC)	11%					
Crescita sistematica (G)	2%					
Flussi di cassa disponibili attualizzati		0.3	0.0	0.2	0.3	
Somma dei flussi di cassa attualizzati	0.8					
Valore Terminale	5.7					
Valore Terminale scontato	3.8					
Enterprise Value	4.5					
Indebitamento finanziario netto al 30/09/2015	(0.5)					
Equity Value	4.0					

Allegato 1
DCF D): WACC=11%; G=4%

D) Valutazione di Greenled

Euro mln	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	Perpetuity
Ricavi	0.4	1.4	3.5	5.5	6.0	6.5
YoY %	-	273%	148%	57%	9%	8%
EBITDA	0.1	0.4	1.0	1.2	1.1	1.2
Margine	16%	27%	28%	21%	19%	19%
EBIT	0.0	0.2	0.7	0.8	0.7	0.8
Margine	1%	13%	20%	15%	11%	12%
Imposte	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.2)
NOPAT	0.0	0.1	0.5	0.6	0.5	0.5
Ammortamenti e Svalutazioni		0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
Fondi		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Flussi di cassa operativi		0.3	0.8	0.9	0.9	1.1
Capitale circolante commerciale		0.3	(0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.1)
Investimenti		(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Altri crediti e debiti		0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Flussi di cassa disponibili unlevered		0.3	0.0	0.2	0.4	0.5
Tasso di sconto (WACC)	11%					
Crescita sistematica (G)	4%					
Flussi di cassa disponibili attualizzati		0.3	0.0	0.2	0.3	
Somma dei flussi di cassa attualizzati	0.8					
Valore Terminale	7.5					
Valore Terminale scontato	4.9					
Enterprise Value	5.7					
Indebitamento finanziario netto al 30/09/2015	(0.5)					
Equity Value	5.2					

Allegato 2
Relazione infrannuale al 30/09/2015

Greenled Industry
Stato Patrimoniale

(Euro)	30 Settembre 2015	31 Dicembre 2014	Variazioni	Variazione %
Immobilizzazioni immateriali	1,219,396	637,643	581,753	91%
Immobilizzazioni materiali	2,637,805	2,629,130	8,676	0%
Immobilizzazioni finanziarie ed altre att.	-	-	-	
Capitale immobilizzato	3,857,201	3,266,772	590,429	18%
Rimanenze	530,222	519,716	10,505	2%
Crediti Commerciali	651,011	200,136	450,875	225%
Altre attività	26,342	116,595	(90,253)	-77%
Debiti Commerciali	(292,406)	(89,051)	(203,355)	228%
Altre passività	(153,259)	(51,932)	(101,327)	195%
Capitale circolante netto	761,910	695,465	66,445	10%
Fondi ed altre passività non commerciali	(56,896)	(48,652)	(8,244)	17%
Capitale investito netto	4,562,215	3,913,585	648,630	17%
Patrimonio netto	4,060,361	3,524,744	535,617	15%
Posizione finanziaria netta corrente	501,855	388,841	113,014	29%
Posizione finanziaria netta non corrente	-	-	-	
Posizione finanziaria netta complessiva	501,855	388,841	113,014	29%
Capitale investito netto	4,562,216	3,913,585	648,631	17%

Fonte: Direzione Italeaf



Allegato 2
Relazione infrannuale al 30/09/2015

Greenled Industry
Conto Economico

(Euro)	30 Settembre 2015	30 Settembre 2014	Variazioni	Variazione %
Ricavi netti delle vendite e delle prestazioni	1,057,139	147,332	909,807	618%
Costi della produzione	(679,907)	(157,397)	(522,509)	332%
Valore aggiunto	377,232	(10,066)	387,298	-3848%
Costo del personale	(111,953)	(71,217)	(40,736)	57%
EBITDA	265,279	(81,283)	346,561	-426%
Ammortamenti, acc.ti e svalutazioni	(57,256)	(39,412)	(17,845)	45%
Risultato Operativo	208,023	(120,694)	328,717	-272%
Proventi ed oneri finanziari	(9,163)	(1,530)	(7,633)	499%
Risultato prima delle imposte	198,859	(122,224)	321,084	-263%
Imposte sul reddito	(63,242)	32,540	(95,781)	-294%
Risultato netto	135,618	(89,684)	225,302	-251%
Ebitda Margin	25.09%			

Fonte: Direzione Italeaf



PARERE DEL COMITATO OPERAZIONI PARTI CORRELATE

Il Comitato per le Parti Correlate, a seguito del memorandum informativo ricevuto dagli uffici di TerniEnergia S.p.A. in data 24 c.m., riunitosi in data odierna, ha terminato l'esame di un'ipotesi di operazione con parti correlate, quale di seguito illustrata, ai fini dell'emissione del presente parere motivato:

- **Acquisizione fino al 100% del capitale sociale di Greenled Industry S.p.A. da parte di TerniEnergia S.p.A.**

DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

In particolare al Comitato è stato richiesto di emettere parere, per quanto di propria competenza, sull'Operazione di acquisizione (l'Operazione), da parte di TerniEnergia S.p.A., di un ammontare fino al 100% del capitale sociale della GreenLed Industry S.p.A. società con sede legale in Narni, Strada dello Stabilimento n. 1, operante nel settore della produzione e vendita di lampade con tecnologia led.

L'Operazione prende avvio in seguito alla proposta ricevuta da Italeaf S.p.A., controllante comune di TerniEnergia S.p.A. e della GreenLed Industry S.p.A.

NATURA DELLA CORRELAZIONE E RILEVANZA DELL'OPERAZIONE

Come evidenziato nel documento informativo redatto ai sensi dell'art.5 del Regolamento Consob 17221 del 12 marzo 2010 e s.m.i., pervenuto a questo Comitato, nella sua ultima stesura, in data odierna, l'Operazione vede, da un lato, la presenza di azionisti della Greenled Industry S.p.A. come soggetti correlati alla TerniEnergia S.p.A. e, dall'altro lato, vede l'azionista di maggioranza - Italeaf S.p.A. - controllante delle due società protagoniste della predetta Operazione.

Il Comitato ha valutato e confermato la sussistenza della correlazione tra le Parti contrattuali dell'operazione .

Il Comitato, inoltre, rileva che l'Operazione si configura quale operazione di "maggiore rilevanza" ai sensi dell'art. 8 comma 1 lettera c) del "Regolamento Consob" in quanto il controvalore si concretizza per un corrispettivo massimo di € 2.871.019 proporzionato al numero di azioni detenute dai soggetti correlati per una percentuale dell'82,03% del capitale sociale della Greenled Industry S.p.A. risultando così superati gli indici di rilevanza previsti ai sensi dell'art. 4, comma 1, lett. a) del Regolamento Operazioni Parti Correlate, con specifico riferimento al punto 1.2 dell'Allegato 3, trattandosi di operazione realizzata con la propria controllante.

Il superamento degli indici di rilevanza è evinto dallo Stato Patrimoniale consolidato contenuto nel Resoconto Intermedio di Gestione al 30 settembre 2015, approvato dalla Società TerniEnergia S.p.A. lo scorso 29 ottobre 2015,

DOCUMENTAZIONE ESAMINATA DAL COMITATO A SUPPORTO DEL PROPRIO PARERE

Il Comitato ha avuto modo di esaminare la sottostante documentazione:

- Memorandum informativo del 24/11/2015.
- Documento informativo del 27 novembre 2015, redatto ai sensi art.5 Reg.to CONSOB n°17221 del 12/03/2010 e successive integrazioni
- Procedura operazioni con parti correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione della società TerniEnergia S.p.A. con delibera del 31 marzo 2014 ed integrato con delibere del 14 maggio 2014 e del 16 giugno 2014
- Valutazione effettuata su incarico della società TerniEnergia S.p.A. dall'Esperto indipendente Dott. Luigi Tardella della società Ambers & CO S.r.l.

CONSIDERAZIONI IN MERITO ALLE CARATTERISTICHE DI PROFESSIONALITA' E DI TERZIETA' DELL'ESPERTO INDIPENDENTE

Al fini della qualificazione dell'esperto come indipendente, il Comitato evidenzia come il Dott. Luigi Tardella, al di là di altri incarichi espletati in favore delle società coinvolte nell'Operazione nell'ambito di valutazioni effettuate in qualità di esperto indipendente, non ha relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con le predette società né con i loro Amministratori.

In capo al dott. Luigi Tardella appaiono conseguentemente sussistere i necessari requisiti di indipendenza.

CONSIDERAZIONI SULL'OFFERTA: CORRETTEZZA SOSTANZIALE, INTERESSE E CONVENIENZA AL COMPIMENTO DELL'OPERAZIONE.

Il Comitato, preso atto dei dati forniti nella documentazione precedentemente elencata, riscontra che la società Greenled Industry S.p.A., che opera nel settore della produzione e vendita di lampade led e nell'efficientamento del risparmio energetico, ha operato in strettissima sinergia e collaborazione con la linea di business "Energy Saving" di TerniEnergia S.p.A. facendo emergere l'opportunità strategica di procedere all'acquisizione come evidenziato nel Piano Industriale presentato alla comunità finanziaria il 30 ottobre 2015 a Milano.

Tale integrazione permetterà di accrescere la redditività del segmento di business, razionalizzando la "catena di valore" ed incamerando la marginalità in favore di TerniEnergia S.p.A., come rilevato nel documento informativo.

L'operazione, che per l'acquisto del 100% del capitale della Greenled Industry S.p.A. ammonta ad euro 3.500.000,00, verrà regolata attraverso l'utilizzo di un numero massimo di 2.078.195 azioni proprie, per un valore di Euro 1,6842 per azione, rivenienti dal disinvestimento della partecipazione in Free Energia S.p.A. deliberata il 18 novembre 2015 dall'assemblea degli azionisti di TerniEnergia S.p.A.. Tale valore è individuato come valore congruo anche nella valutazione

dell'esperto indipendente Dott. Luigi Tardella della società Ambers & CO S.r.l..

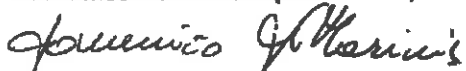
CONCLUSIONI

Per tutto quanto sopra esposto, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 8, comma 1, lettera c) del "Regolamento Consob", il Comitato esprime per quanto concerne l'interesse e la motivazione nel merito, considerato l'indirizzo strategico di TerniEnergia S.p.A. espresso nell'ultimo piano industriale, parere favorevole sull'Operazione con Parti Correlate, quale descritta nel presente documento fermo restando che per i dati e la documentazione fornita, prende atto della congruità rilevata nella relazione dell'esperto indipendente, rilasciata a beneficio dei soggetti interessati alla definizione dell'Operazione.

Il Comitato dà mandato al proprio Presidente affinché illustri al Consiglio di Amministrazione di TerniEnergia S.p.A., le procedure di indagine adottate e le ragioni che sono alla base del parere favorevole formulato.

Il presente Parere è stato sottoscritto in Perugia 27 novembre 2015

Domenico De Marinis (Presidente)



Paolo Ottone Migliavacca



Mario Molteni

