

Gruppo Zucchi

VINCENZO ZUCCHI S.P.A.: OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO VOLONTARIA TOTALITARIA PROMOSSA DA VINCENZO ZUCCHI S.P.A. SULLE MASSIME N. 3.427.403 AZIONI DI RISPARMIO DELLA SOCIETÀ. COMUNICATO INTEGRATIVO AL DOCUMENTO DI OFFERTA E MODIFICA DEL CALENDARIO DEGLI EVENTI SOCIETARI 2019

Rescaldina, 28 agosto 2019 – Vincenzo Zucchi S.p.A. (la “Società” ovvero “Zucchi”), società per azioni quotata sul MTA di Borsa Italiana S.p.A., ad integrazione delle informazioni contenute all’interno del documento di offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa dalla Società (l’“Offerta”) sulle massime 3.427.403 azioni di risparmio Zucchi (le “Azioni di Risparmio”) – che si colloca nel più ampio progetto di conversione obbligatoria delle Azioni di Risparmio Zucchi in azioni ordinarie (la “Conversione Obbligatoria”) - messo a disposizione del pubblico in data 6 agosto 2019 (il “Documento di Offerta”), come da comunicato stampa pubblicato in pari data, precisa quanto di seguito riportato.

Avveramento delle condizioni di efficacia dell’Offerta

Come riportato all’interno del Documento di Offerta, l’Offerta è subordinata al verificarsi delle seguenti condizioni:

- (A) il mancato verificarsi, entro il primo giorno di borsa aperta successivo al termine del Periodo di Adesione, di circostanze o eventi straordinari ovvero gravi mutamenti negativi nella situazione politica, finanziaria, economica, valutaria, normativa o di mercato, a livello nazionale o internazionale, o altri eventi che abbiano effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull’Offerta ovvero sulla situazione finanziaria, patrimoniale e/o reddituale di Zucchi;
 - (B) l’approvazione da parte dell’Assemblea ordinaria degli azionisti convocata per il 9 agosto 2019 della proposta di autorizzazione, per un periodo di 18 mesi dalla data dell’Assemblea, all’acquisto delle massime n. 3.427.403 Azioni di Risparmio prive del valore nominale della Società, da perfezionarsi per il tramite dell’Offerta;
 - (C) l’approvazione da parte dell’Assemblea straordinaria degli azionisti convocata per il 9 agosto 2019 e dell’Assemblea speciale dei possessori di Azioni di Risparmio convocata per il 9 agosto 2019 della Conversione Obbligatoria,
- ((A), (B), e (C), congiuntamente, le “Condizioni dell’Offerta”).

Ad integrazione delle informazioni contenute all’interno del Documento di Offerta si precisa che, alla data odierna, le Condizioni dell’Offerta di cui alle lettere (B) e (C) si sono verificate, in quanto in data 9 agosto 2019:

- (i) l’Assemblea ordinaria della Società ha deliberato all’unanimità dei presenti in favore dell’approvazione della richiesta di autorizzazione formulata dal Consiglio di Amministrazione (a) all’acquisto delle azioni di risparmio della Società mediante l’Offerta e (b) alla disposizione delle Azioni di Risparmio ovvero delle azioni ordinarie rivenienti dalla Conversione Obbligatoria delle Azioni di Risparmio Zucchi. Al riguardo si precisa che sono intervenuti e hanno votato favorevolmente i seguenti azionisti:

Nome e cognome dell'azionista possessore di azioni ordinarie Zucchi	Numero di azioni	% sul capitale sociale
Zucchi S.p.a.	2.065.909.980	81,99%
Astrance Capital S.A.	138.888.889	5,51%
ISHARES VII PLC	53.167	0,002%

- (ii) L'Assemblea straordinaria della Società ha deliberato all'unanimità dei presenti in favore della Conversione Obbligatoria delle Azioni di Risparmio Zucchi in azioni ordinarie della Società e della modifica dell'articolo 5 dello Statuto sociale. Al riguardo si precisa che sono intervenuti e hanno votato favorevolmente i seguenti azionisti:

Nome e cognome dell'azionista possessore di azioni ordinarie Zucchi	Numero di azioni ordinarie	% sul capitale sociale
Zucchi S.p.a.	2.065.909.980	81,99%
Astrance Capital S.A.	138.888.889	5,51%
ISHARES VII PLC	53.167	0,002%

- (iii) L'Assemblea speciale degli azionisti possessori di Azioni di Risparmio della Società ha deliberato all'unanimità dei presenti in favore all'approvazione ai sensi dell'art. 146, comma 1, lett. b), del d.lgs. 58/98, come successivamente emendato (il "TUF"), delle deliberazioni dell'Assemblea straordinaria della Società concernenti la Conversione Obbligatoria delle Azioni di Risparmio Zucchi in azioni ordinarie della Società e conseguente modifica dell'art. 5 dello Statuto sociale della Società. Al riguardo si precisa che sono intervenuti e hanno votato favorevolmente i seguenti possessori di Azioni di Risparmio Zucchi:

Nome e cognome dell'azionista possessore delle Azioni di Risparmio	Numero di Azioni di Risparmio	% sul capitale sociale rappresentato da Azioni di Risparmio
Michele Petrera	586.345	17,11%
Simonetta Berti (*)	278.194	8,12%
Piero Angelo Bonsignori (*)	32.000	0,93%
Lavinia Petrera (*)	2.500	0,07%

(*) Il Sig. Piero Angelo Bonsignori e le sig.re Simonetta Berti e Lavinia Petrera sono intervenute nell'Assemblea speciale degli azionisti possessori di Azioni di Risparmio per delega conferita al sig. Michele Petrera.

Corrispettivo dell'Offerta

Ad integrazione delle informazioni contenute all'interno del Documento di Offerta, della relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione all'Assemblea ordinaria messa a disposizione del pubblico in data 10 luglio 2019 e del supplemento della relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione all'Assemblea ordinaria messa a disposizione del pubblico in data 5 agosto 2019 predisposte ai sensi e per gli effetti degli artt. 125-ter e 154-ter del TUF nonché dell'art. 73 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera 14 maggio 1999, n. 11971, la Società precisa che, sebbene la deliberazione dell'Assemblea ordinaria del 9 agosto 2019 attribuisca al Consiglio di Amministrazione il potere, con facoltà di sub-delega, di apportare

eventuali modifiche al Corrispettivo (come *infra* definito) in diminuzione o in aumento di oltre il 5% rispetto al prezzo ufficiale registrato dalle azioni di risparmio di Zucchi nella seduta del Mercato Telematico Azionario, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., del giorno precedente la deliberazione dell'assemblea ordinaria relativa all'autorizzazione al Consiglio di Amministrazione all'acquisto delle azioni di risparmio della Società mediante l'Offerta e alla disposizione delle Azioni di Risparmio ovvero delle azioni ordinarie rivenienti dalla Conversione Obbligatoria delle Azioni di Risparmio Zucchi, l'Offerta sulle Azioni di Risparmio è stata promossa dalla Società sulla base di un corrispettivo unitario di Euro 0,27 (il "**Corrispettivo**") e pertanto chiarisce che il Consiglio di Amministrazione non eserciterà il suddetto potere di modifica del Corrispettivo.

Metodologie di determinazione del Corrispettivo dell'Offerta e del rapporto di conversione delle Azioni di Risparmio

Ad integrazione delle informazioni contenute all'interno del Documento di Offerta la Società precisa che, ai fini della determinazione della congruità Corrispettivo dell'Offerta pari a Euro 0,27, l'esperto indipendente Audirevi Transaction Services S.r.l. ha ritenuto di applicare i seguenti criteri ed i metodi di valutazione:

- metodo per la stima del valore delle Azioni di Risparmio: *Dividend Discount Model*;
- metodi di controllo: Analisi dei premi in operazioni similari e Metodo delle quotazioni di Borsa.

Si precisa che, i sopraindicati criteri ed i metodi di valutazione della congruità del Corrispettivo sono stati utilizzati in quanto i prezzi delle quotazioni delle Azioni di Risparmio di Zucchi sono poco significativi giacché condizionati dai seguenti fattori: (i) flottante limitato (le Azioni di Risparmio sono pari allo 0,14% del totale azioni dalla Società in circolazione, (ii) ridotti volumi di scambio (il rapporto fra i volumi scambiati/Azioni di Risparmio negli ultimi 12 mesi è pari al 57% circa).

La *fairness opinion* sulla congruità del Corrispettivo dell'Offerta rilasciata da Audirevi Transaction Services S.r.l. in data 9 luglio 2019, nonché l'integrazione alla suddetta *fairness opinion* rilasciata da Audirevi Transaction Services S.r.l. in data 5 agosto 2019, sono allegate al presente comunicato.

Audirevi Transaction Services S.r.l. ai fini della determinazione della congruità del rapporto di conversione pari a 3,9 azioni ordinarie per ciascuna Azione di Risparmio Zucchi (il "**Rapporto di Conversione**") ha ritenuto di applicare i seguenti criteri ed i metodi di valutazione:

- stima del valore delle azioni ordinarie Zucchi:
 - *Unlevered Discounted Cash Flow Model*;
 - Metodo dei moltiplicatori di società comparabili;
- stima del valore delle Azioni di Risparmio Zucchi:
 - *Dividend Discounted Model*;
 - Analisi dei premi in operazioni similari;
 - Metodo delle quotazioni di Borsa.

Si precisa che, i sopraindicati criteri ed i metodi di valutazione della congruità del rapporto di Conversione sono stati utilizzati in quanto i prezzi delle quotazioni delle Azioni ordinarie di Zucchi sono poco significativi giacché condizionati dai seguenti fattori: (i) il corso di Borsa delle azioni ordinarie della Società sconta gli effetti dell'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis e 182-septies R.D. 16 marzo 1942, n. 267, come successivamente emendato, sottoscritto dalla Società con le banche finanziatrici in data 23 dicembre 2015 (a tutt'oggi in essere), (ii) il flottante della Società è limitato e (iii) i volumi degli scambi delle azioni ordinarie nel corso del

periodo di osservazione preso in esame (12 mesi antecedenti la data della *fairness opinion*) sono stati particolarmente ridotti.

La *fairness opinion* sulla congruità del Rapporto di Conversione rilasciata da Audirevi Transaction Services S.r.l. in data 9 luglio 2019, nonché l'integrazione alla suddetta *fairness opinion* rilasciata da Audirevi Transaction Services S.r.l. in data 5 agosto 2019, sono allegate al presente comunicato.

Modifica al calendario degli eventi societari 2019: differimento dell'approvazione della Relazione Finanziaria Semestrale al 30 giugno 2019

La Società rende noto che, diversamente da quanto riportato nel calendario degli eventi societari 2019 diffuso in data 29 gennaio 2019 e nel Documento di Offerta, la riunione del Consiglio di Amministrazione per l'approvazione della Relazione Finanziaria Semestrale al 30 giugno 2019, redatta ai sensi dell'art. 154-ter del TUF, è stata differita dal 9 settembre al 27 settembre 2019. Il differimento è giustificato dall'intensa attività societaria che Zucchi ha gestito negli ultimi mesi e dalla circostanza che la Società ha avviato, e sono tutt'ora in corso, due operazioni straordinarie quali l'Offerta e la Conversione Obbligatoria.

Il calendario degli eventi societari del 2019 è disponibile sul sito *internet* della società all'indirizzo www.gruppozucchi.it, nella sezione *Investor relations – Calendario eventi societari*.

Eventuali ulteriori variazioni al calendario degli eventi societari saranno comunicate tempestivamente.

Vincenzo Zucchi S.p.A., soggetta ad attività di direzione e coordinamento da parte di Astrance Capital S.A., è la holding operativa del più grande Gruppo italiano del tessile per la casa, un riferimento in ambito internazionale nella produzione e distribuzione di biancheria. Il Gruppo vanta attrezzature tecniche d'avanguardia, efficienti reti di vendita, i due marchi leader di settore in Italia (Zucchi e Bassetti) e una serie di firme in licenza che ne completano l'offerta. Persegue una costante politica d'innovazione e i suoi prodotti si contraddistinguono per un elevato contenuto di design e per il posizionamento nelle fasce media e medio-alta del mercato. Distribuisce i suoi prodotti in migliaia di punti vendita nei mercati europei e nel mondo con più di 2.000 clienti attivi tra distribuzione organizzata e dettaglio indipendente, disponendo di 130 negozi di proprietà o in franchising e di oltre 300 corner e shop in shop nei più qualificati department stores.

Per ulteriori informazioni:

Emanuele Cordara: emanuele.cordara@zucchigroup.it

Cell. +39 334 6882785

Contatti per la stampa:

Simona Patics: simona.patics@zucchigroup.it

Tel. +39 0331 448484

Cell. +39 366 6861405



Vincenzo Zucchi S.p.A.

Fairness opinion sul rapporto di Conversione Obbligatoria delle Azioni di
Risparmio in Azioni Ordinarie di Vincenzo Zucchi S.p.A.

Milano, 9 luglio 2019

Milano – Roma – Bologna – Brescia – Varese – Cagliari – Ancona – Pescara

AUDIREVI TRANSACTION SERVICES S.r.l. Società di consulenza aziendale – Sede Legale: Via Paolo da Cannobio 33 – 20122 Milano
Tel +39.02.87070700 – Fax +39.0287070719 – www.audirevi.it – Cod. Fis. e P.I. 08785600969
mail: info@audirevi.it – PEC: audirevi.transaction.services@legalmail.it

Riservata e confidenziale

Spettabile
Vincenzo Zucchi S.p.A.
Via Legnano, 24
20027 Rescaldina (MI)

C.se att. del Consiglio di Amministrazione

Milano, 9 luglio 2019

Oggetto: *Fairness opinion* sul rapporto di Conversione Obbligatoria delle Azioni di Risparmio in Azioni Ordinarie di Vincenzo Zucchi S.p.A..

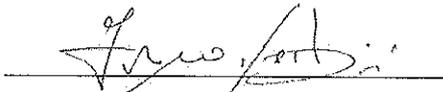
Spettabile Società ed Egregi Signori,

con riferimento all'incarico conferitoci in data 30 maggio 2019, alleghiamo la nostra relazione di congruità dal punto di vista finanziario, a beneficio esclusivo del Consiglio di Amministrazione di Vincenzo Zucchi S.p.A. a supporto delle determinazioni di Vostra competenza in relazione al rapporto di Conversione Obbligatoria delle Azioni di Risparmio in Azioni Ordinarie di Vincenzo Zucchi S.p.A..

Il nostro lavoro è stato completato il 9 luglio 2019 e successivamente a tale data non abbiamo svolto alcun lavoro o effettuato alcuna ulteriore verifica.

Nel rimanere a Vostra disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento, Vi porgiamo i nostri migliori saluti.

Audirevi Transaction Services S.r.l.



Dottor Ivano Nerbini

Sommario

1. L'operazione	3
1.1. Oggetto e finalità dell'incarico	3
1.2. Descrizione dell'Offerente	4
1.3. Struttura dell'Operazione	4
1.4. Sintesi delle attribuzioni statutarie alle Azioni di Risparmio	5
2. Limiti del lavoro e documentazione utilizzata	6
2.1. Ipotesi e limitazioni del lavoro svolto	6
2.2. Documentazione utilizzata	7
3. Analisi valutativa	8
3.1. Scelta metodi valutativi	8
4. Stima del valore delle Azioni Ordinarie e delle Azioni di Risparmio	9
4.1. Stima del valore delle Azioni Ordinarie	9
4.2. Stima del valore delle Azioni di Risparmio	11
4.3. Stima del rapporto di conversione	13
5. Conclusioni	14

1. L'OPERAZIONE

1.1. Oggetto e finalità dell'incarico

Ci è stato rappresentato che il Consiglio di Amministrazione della Vincenzo Zucchi S.p.A. (di seguito "**Zucchi**" o l'**"Offerente"** o la "**Società**"), convocato per il giorno 8 luglio 2019 e riaggiornatosi per la deliberazione il giorno 9 luglio 2019, sarà chiamato ad esprimersi sulla possibilità di promuovere, ai sensi e per gli effetti dell'art. 102, comma 1, del D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, come successivamente modificato (il "**TUF**") e 37 del regolamento adottato con delibera Consob n. 11971/1999 come successivamente modificato (il "**Regolamento Emittenti**"), un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle n. 3.427.403 Azioni di Risparmio non convertibili di Zucchi prive di indicazione del valore nominale (l'**"Offerta"** o l'**"OPA"**) e la successiva conversione in Azioni Ordinarie di Zucchi (la "**Conversione Obbligatoria**"), entrambe ammesse alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario ("**MTA**") organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (l'**"Operazione"**).

Al riguardo, sulla base dell'ordine del giorno del Consiglio di Amministrazione convocato per il giorno 8 luglio 2019, si prevede che lo stesso delibere di sottoporre all'Assemblea della Società la proposta di autorizzazione, per un periodo di 18 (diciotto) mesi a decorrere dalla data della successiva eventuale approvazione assembleare, all'acquisto di massime n. 3.427.403 di Azioni di Risparmio, mediante un'OPA volontaria ai sensi dell'articolo 144-bis, comma 1, lett. a), del Regolamento Emittenti. L'Offerta, rivolta indistintamente a tutti i portatori di Azioni di Risparmio, non è condizionata al raggiungimento di un quantitativo minimo di adesioni. Le Azioni di Risparmio, una volta acquistate dall'Offerente nell'ambito dell'Offerta, tenendo fermo quanto disposto dall'art. 2357 c.c., saranno obbligatoriamente convertite in Azioni Ordinarie della Società, previa modifica dell'art. 5 dello Statuto sociale.

L'Offerente intende proporre a ciascun portatore di Azioni di Risparmio che aderirà all'Offerta un corrispettivo pari a € 0,27 per ciascuna Azione di Risparmio portata in adesione all'Offerta e acquistata e la Conversione Obbligatoria sulla base di un rapporto di conversione pari a 3,9 Azioni Ordinarie per ciascuna Azione di Risparmio convertita.

Al riguardo si evidenzia che la proposta di delibera in oggetto, ove approvata anche dall'Assemblea Speciale degli Azionisti di Risparmio e alle condizioni in essa stabilite, determinerà il diritto dei possessori di Azioni di Risparmio che non abbiano concorso alla deliberazione a esercitare il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g), del cod. civ., dando luogo in tale evenienza alla procedura di liquidazione delle relative azioni.

L'obiettivo dell'Offerente è quello di sostenere i piani di crescita mediante la razionalizzazione e la semplificazione della struttura del capitale sociale di Zucchi, nonché di ridurre i costi connessi all'esistenza di due differenti categorie di azioni. Tali finalità sono raggiungibili mediante la concentrazione della totalità delle Azioni Ordinarie e di Risparmio della Società in un'unica categoria di azioni. In un'ottica di semplificazione della *governance* aziendale, l'Operazione consentirà un allineamento dei diritti societari di tutti gli Azionisti e l'ampliamento del flottante complessivo delle Azioni Ordinarie, in vista della conversione delle Azioni Risparmio in Azioni Ordinarie al termine dell'Operazione.

In tale contesto, il Consiglio di Amministrazione di Zucchi ha incaricato Audirevi Transaction Services S.r.l. (di seguito "**ATS**") di emettere una relazione di congruità dal punto di vista finanziario (di seguito la "**Fairness Opinion**" o la "**Relazione**") a supporto delle determinazioni di propria competenza in merito al rapporto di conversione delle Azioni di Risparmio in Azioni Ordinarie. La *Fairness Opinion* è destinata unicamente al Consiglio di Amministrazione di Zucchi e potrà essere utilizzata, altresì, per le finalità connesse alle comunicazioni conseguenti necessarie. Essa non è destinata ad essere utilizzata da soggetti e per scopi diversi da quelli anzidetti, pertanto, ATS non autorizza terze parti, diverse da quelle anzidette, a fare affidamento sulle analisi e sulle conclusioni della presente Relazione e declina ogni responsabilità, diretta o indiretta, per gli eventuali danni che possano derivare dall'uso improprio

della stessa. Infine, si precisa che l'accesso, la lettura, il possesso e/o l'utilizzo in qualunque modo, in tutto e/o in parte, della *Fairness Opinion* da parte di terze parti non determina l'instaurazione di qualsivoglia rapporto di natura contrattuale con ATS.

1.2. Descrizione dell'Offerente

Vincenzo Zucchi S.p.A. è una società per azioni di diritto italiano con sede legale in Rescaldina (MI), Via Legnano n. 24, codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano 00771920154, iscritta al R.E.A. di Milano al n. 443968, attiva, anche tramite le sue controllate, nel settore della produzione di biancheria per la casa.

Alla data della presente, il capitale sociale di Zucchi è pari a € 17.546.782,57, diviso in complessive n. 2.519.809.908 Azioni Ordinarie interamente liberate e n. 3.427.403 Azioni di Risparmio non convertibili, senza indicazione del valore nominale. Le Azioni di Risparmio rappresentano circa lo 0,14% del capitale sociale della Società e sono ammesse alle negoziazioni sul MTA.

Si evidenzia che n. 380.921.019 Azioni Ordinarie, pari al 15,10% del capitale sociale sono ammesse alle negoziazioni sul MTA mentre le restanti n. 2.138.888.889 Azioni Ordinarie, pari al 84,77% del capitale sociale, non sono ammesse alle negoziazioni.

Alla data della presente, il controllo della Società ai sensi dell'art. 93 TUF è detenuto da Astrance Capital S.A. che esercita attività di direzione e coordinamento sull'Offerente ai sensi degli articoli 2497 e seguenti del codice civile.

In data 23 dicembre 2015 la Zucchi, nell'ambito del processo di risanamento all'epoca in corso di attuazione, ha sottoscritto con le banche finanziatrici un accordo di ristrutturazione del debito bancario (**"Accordo di Ristrutturazione"**) ex art. 182-bis Legge Fallimentare.

L'Accordo di Ristrutturazione, valido fino al 31 dicembre 2020, è diventato efficace in data 18 maggio 2016 a seguito dell'avveramento di tutte le condizioni sospensive ivi previste (tra cui il passaggio in giudicato del decreto di omologa intervenuto in data 14 aprile 2016).

A seguito del decreto di omologa è avvenuta la remissione del debito bancario per circa € 49,6 milioni.

Tuttavia, considerato che con l'eventuale risoluzione dell'Accordo di Ristrutturazione verrà meno la remissione del debito, tale debito risulta essere iscritto nel bilancio della Società al 31 dicembre 2018.

Si riportano di seguito i dati relativi ai principali Azionisti della Società titolari di Azioni Ordinarie di Zucchi con diritto di voto in misura pari o superiore al 5% del capitale sociale, sulla base delle informazioni forniteci alla presente data:

- Astrance Capital S.A., n. 176.638.675 Azioni Ordinarie;
- Astrance Capital S.A., per il tramite di Zucchi S.p.A., n. 2.065.992.144 Azioni Ordinarie.

Alla data della presente relazione, non sono in essere piani di *stock option* aventi come sottostante Azioni di Risparmio.

1.3. Struttura dell'Operazione

La Conversione Obbligatoria intende raggiungere l'obiettivo della concentrazione della totalità delle Azioni Ordinarie e di Risparmio della Società in un'unica categoria di azioni. In particolare, la Conversione Obbligatoria è finalizzata alla riorganizzazione della struttura del capitale sociale di Zucchi nonché all'abbattimento dei costi connessi alla presenza di due differenti categorie di azioni. La conversione permetterà, infatti, di uniformare i diritti patrimoniali e amministrativi di tutti gli Azionisti agevolando le scelte di investimento del mercato, con maggiori benefici in termini di comprensione del valore del titolo azionario, rendendo lo stesso più appetibile per gli investitori. La proposta di Conversione Obbligatoria

riflette altresì una tendenza sempre più consolidata alla semplificazione della struttura azionaria delle società quotate in borsa tanto in Italia quanto all'estero.

A seguito della Conversione Obbligatoria, subordinatamente all'approvazione della stessa da parte dell'Assemblea Speciale dei possessori di azioni di risparmio, si verificheranno i seguenti effetti:

- (i) alla data di efficacia della Conversione Obbligatoria, coloro che detengono le Azioni di Risparmio, e che non eserciteranno il diritto di recesso, perderanno i privilegi patrimoniali e amministrativi e riceveranno Azioni Ordinarie Zucchi, ammesse alla negoziazione sul MTA, sulla base del rapporto di conversione;
- (ii) alla data di efficacia della Conversione Obbligatoria, i diritti di voto degli Azionisti ordinari saranno diluiti proporzionalmente al numero di Azioni Ordinarie emesse nel contesto della Conversione Obbligatoria;
- (iii) a seguito della Conversione Obbligatoria, i portatori delle Azioni di Risparmio perderanno il diritto di cumulare il dividendo maturato per gli esercizi 2017 e 2018, nel corso dei quali la Società non ha proceduto alla distribuzione di dividendi. Pertanto, a decorrere dalla Conversione Obbligatoria, i possessori di Azioni di Risparmio concorreranno all'eventuale distribuzione dei dividendi al pari degli altri Azionisti ordinari, senza poter vantare alcuna pretesa con riferimento ai dividendi relativi agli esercizi precedenti.

I portatori di Azioni Ordinarie beneficeranno dell'eliminazione dei privilegi concessi alle Azioni di Risparmio, mentre i portatori di Azioni di Risparmio beneficeranno dell'acquisto dei diritti collegati alle Azioni Ordinarie, del maggiore flottante e della maggiore liquidità del proprio investimento.

Tenuto conto della circostanza che le Azioni Ordinarie di Zucchi sono prive del valore nominale, la Conversione Obbligatoria non comporterà un aumento del capitale sociale della Società, che resterà, dunque, immutato. Il numero complessivo di Azioni Ordinarie esistenti a seguito della Conversione Obbligatoria aumenterà, in virtù dell'emissione di nuove Azioni Ordinarie al servizio della Conversione Obbligatoria.

Poiché l'eventuale delibera di approvazione della Conversione Obbligatoria delle Azioni di Risparmio in Azioni Ordinarie comporterà una modifica dello Statuto della Società relativamente ai diritti di voto e di partecipazione, gli Azionisti di Risparmio che non concorreranno all'approvazione della relativa delibera dell'Assemblea Speciale saranno legittimati a esercitare il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437, comma 1, lett. g), del codice civile, ove la conversione obbligatoria sia approvata dall'Assemblea Speciale.

Il valore di liquidazione di ciascuna Azioni di Risparmio verrà calcolato dal Consiglio di Amministrazione in conformità all'articolo 2437-ter del codice civile sulla base della media aritmetica dei prezzi di chiusura delle Azioni di Risparmio sul mercato nei sei mesi precedenti la data di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso.

1.4. Sintesi delle attribuzioni statutarie delle Azioni di Risparmio

Le Azioni di Risparmio rappresentano circa lo 0,14% del capitale sociale della Società.

Sulla base delle previsioni dell'art. 5 dello Statuto della Società in vigore alla data della presente *Fairness Opinion*, nonché della disciplina applicabile, ai possessori delle Azioni di Risparmio spettano i seguenti diritti:

- a) Diritti Patrimoniali - ai sensi dell'art. 5 dello Statuto di Zucchi:
 - (i) gli utili netti risultanti dal bilancio, dedotta la quota destinata alla riserva legale, sono distribuiti alle Azioni di Risparmio fino a concorrenza di € 0,03 per azione. Nel caso in cui in un esercizio

- fosse assegnato alle Azioni di Risparmio un dividendo inferiore ai € 0,03, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi;
- (ii) gli utili rimanenti di cui l'assemblea delibera la distribuzione, sono ripartiti fra tutte le azioni in modo che alle Azioni di Risparmio spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quelli delle Azioni Ordinarie, nella misura di € 0,03 per azione;
 - (iii) in caso di aumento gratuito del capitale sociale, tale maggiore importo è proporzionalmente ridotto e il nuovo importo è determinato dividendo l'importo del dividendo privilegiato per il rapporto tra il nuovo capitale sociale ed il precedente, il maggiore importo è arrotondato per eccesso all'unità e non può essere inferiore ad € 0,02;
 - (iv) in caso di distribuzione di riserve, le Azioni di Risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni;
 - (v) in ipotesi di scioglimento della Società, le Azioni di Risparmio hanno prelazione nel rimborso del capitale per il valore di € 1 per azione.
- b) Diritti Amministrativi - ai sensi degli art. 145 e 146 del TUF le Azioni di Risparmio:
- (i) conferiscono il diritto di voto nell'Assemblea Speciale dei possessori delle Azioni di Risparmio;
 - (ii) le deliberazioni dell'Assemblea generale della Società che pregiudicano i diritti delle Azioni di Risparmio devono essere sottoposte all'approvazione dell'Assemblea Speciale degli Azionisti di Risparmio.
- Ai sensi dell'art. 5 dello Statuto di Zucchi i possessori delle Azioni di Risparmio:
- (i) non hanno diritto di voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie della Società, né quello di richiederne la convocazione;
 - (ii) al rappresentante comune degli Azionisti di Risparmio vengono tempestivamente inviate le comunicazioni inerenti alle operazioni societarie che possano influenzare l'andamento delle quotazioni delle Azioni di Risparmio;
 - (iii) in caso di esclusione dalla negoziazione delle Azioni Ordinarie o di Risparmio, le Azioni di Risparmio manterranno i propri diritti e caratteristiche, salvo diversa deliberazione dell'Assemblea Straordinaria e di quella Speciale degli Azionisti di Risparmio.

2. LIMITI DEL LAVORO E DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

2.1. Ipotesi e limitazioni del lavoro svolto

Come precedentemente illustrato, la *Fairness Opinion* è stata predisposta a beneficio del Consiglio di Amministrazione della Società, nei limiti e secondo i termini descritti nell'incarico conferito ad ATS in data 30 maggio 2019, a supporto delle determinazioni di propria competenza in merito alla Conversione Obbligatoria. Pertanto, ATS non assume alcuna responsabilità che potrebbe derivare dall'uso della presente Relazione per scopi diversi da quello ivi indicato e/o da parte di soggetti diversi dai destinatari anzidetti.

Lo svolgimento del presente lavoro non determina alcun coinvolgimento di ATS nella gestione e nell'attività dell'Offerente, né le analisi svolte da ATS e le conclusioni a cui la stessa è pervenuta rappresentano in alcun modo una sollecitazione all'adesione all'Offerta.

La data di riferimento della valutazione ai fini del presente incarico è il 31 dicembre 2018. Infatti, l'analisi svolta da ATS si è basata sulle informazioni finanziarie contenute nel bilancio consolidato e nelle relazioni di Zucchi al 31 dicembre 2018, sottoposte a revisione contabile da Mazars Italia S.p.A., pubblicati dall'Offerente e reperibili sul sito *web* della Società.

Le conclusioni riportate nella presente Relazione tengono, altresì, in considerazione le condizioni economiche, di mercato ed altre condizioni attualmente in essere, nonché le informazioni scritte e comunicate verbalmente dal *management* della Società, fino alla data del 9 luglio 2019. Eventuali futuri cambiamenti di tali condizioni potrebbero comportare delle modifiche, anche significative, nei risultati ottenuti e, conseguentemente, nelle conclusioni della presente Relazione.

L'attuale scenario politico e macroeconomico è caratterizzato da una generale situazione di incertezza che si riflette sul sistema finanziario e sulla stabilità dei mercati, in un contesto normativo e regolamentare di particolare complessità e in progressiva evoluzione. In tale contesto, pertanto, non si può escludere che eventuali sviluppi negativi del quadro sopra descritto ed ipotetiche modifiche degli aspetti strutturali del settore di riferimento, successivi alla data della presente Relazione e ad oggi non prevedibili, possano avere un impatto, anche significativo, sulle metodologie valutative sviluppate ai fini dell'emissione della presente *Fairness Opinion* e sulle conclusioni ivi illustrate.

Inoltre, le considerazioni effettuate da ATS presuppongono che non si verifichino condizioni, fatti o eventi che possano comportare l'estinzione definitiva del debito oggetto dell'Accordo di Ristrutturazione: nell'ambito dell'utilizzazione dei dati e nella formulazione del nostro parere abbiamo preso atto che il *management* ritiene che non esistano elementi tali da far ritenere che possano manifestarsi condizioni risolutive dell'Accordo di Ristrutturazione e che, dunque, il rischio di una risoluzione dell'Accordo di Ristrutturazione, allo stato attuale, si presenti quantomeno come improbabile.

La presente Relazione è necessariamente basata sulle condizioni finanziarie, economiche, di mercato ed altre condizioni in essere alla data odierna, e in particolare sulle informazioni che ci sono state messe a disposizione fino alla data del 9 luglio 2019. Non ci siamo impegnati, e non abbiamo assunto alcun obbligo in tal senso, di aggiornare, riaffermare, o revocare la presente Relazione, o comunque commentare o considerare eventi che dovessero verificarsi o essere portati alla nostra attenzione successivamente alla data della presente. Non esprimiamo alcun parere in merito al prezzo o all'intervallo dei prezzi ai quali le Azioni di Risparmio della Società potranno essere acquistate o vendute, o comunque trasferite, in qualsiasi momento.

Infine, si precisa che ATS non ha svolto un lavoro di revisione contabile, né ha assoggettato ad alcuna procedura di controllo e/o di verifica le informazioni economiche e finanziarie o altre informazioni fornite dal *management* della Società e/o da altri soggetti eventualmente incaricati dalla stessa. Pertanto, ATS non assume alcuna responsabilità in merito alla qualità, correttezza e completezza dei dati e delle informazioni ottenute dal *management* di Zucchi, che rimane responsabile della qualità e correttezza dei dati e delle informazioni fornite.

2.2. Documentazione utilizzata

L'analisi svolta da ATS si è basata sui seguenti documenti, di natura pubblica o che ci sono stati forniti dal *management* della Società:

- Statuto di Zucchi;
- Bilancio consolidato e relazioni del gruppo Zucchi alla data del 31 dicembre 2018;
- Informazioni economico-finanziarie prospettiche contenute nel *business plan* 2019-2023 predisposto dal *management* della Società;
- Accordo di Ristrutturazione dei debiti ex art. 182-*bis* e 182-*septies* del 23 dicembre 2015;
- Parere professionale relativo alla costituzione del patrimonio destinato del 30 dicembre 2016;
- Analisi dei premi impliciti riconosciuti nell'ambito di altre offerte pubbliche di acquisto promosse in anni recenti;

- Serie storica dei prezzi di mercato storici e dei volumi negoziati delle Azioni di Risparmio e Ordinarie oggetto dell'Offerta e della Conversione Obbligatoria nei 12 mesi antecedenti il 9 luglio 2019;
- Studi, analisi, indagini e le eventuali ulteriori informazioni e fattori ritenuti opportuni.

In aggiunta a quanto sopra, sono state raccolte ulteriori informazioni in occasione di alcuni colloqui intercorsi con alcuni membri del *management* della Società.

Abbiamo fatto affidamento su, e assunto senza svolgere alcuna verifica indipendente in merito, l'esattezza e la completezza di tutti i materiali, le informazioni e gli altri dati fornitici o comunque messi a nostra disposizione, o discussi con noi o esaminati da noi, oltre a quelli pubblicamente disponibili, e non assumiamo alcuna responsabilità in relazione a tali materiali, informazioni ed altri dati.

Inoltre, il *management* della Società ci ha rappresentato, e abbiamo assunto, che le previsioni finanziarie da noi esaminate sono state predisposte ragionevolmente, in buona fede, su basi che riflettono le stime ed i giudizi migliori attualmente disponibili di tale *management* in merito ai risultati finanziari futuri ed alla situazione finanziaria futura della Società, e non esprimiamo alcun parere in relazione a tali previsioni oppure alle assunzioni sulle quali sono basate.

Abbiamo fatto affidamento sul fatto che, e assunto senza svolgere alcuna verifica indipendente in merito, non si è verificato alcun cambiamento nelle attività operative, attività, passività, condizioni finanziarie, risultati operativi, flussi di cassa o prospettive della Società nel periodo trascorso dalla data dell'ultimo bilancio annuale e delle altre informazioni, sia finanziarie che di altra natura, che ci sono state fornite, potenzialmente rilevante ai fini delle nostre analisi o della presente Relazione, e che non esistono informazioni o fatti che potrebbero rendere le informazioni da noi esaminate incomplete o fuorvianti.

Inoltre, in relazione alla presente Relazione, non ci è stato richiesto di effettuare, e non abbiamo effettuato, alcuna ispezione fisica o valutazione indipendente relativa ai beni, alle proprietà o alle passività (di natura fissa, contingente, derivata, fuori bilancio o di diversa natura) della Società o di qualsiasi altro soggetto, e non ci è stata fornita alcuna valutazione di tale genere.

Non abbiamo svolto alcuna analisi indipendente in merito ad eventuali procedimenti legali, sia attuali che potenziali, o possibili pretese non ancora promosse o altre passività contingenti, di cui la Società è parte o potrebbe essere parte o a cui potrebbe esser soggetta, o eventuali indagini governative concernenti eventuali pretese non ancora promosse o altre passività contingenti che potrebbero interessare la Società.

3. ANALISI VALUTATIVA

3.1. Scelta metodi valutativi

Per sua natura, la valutazione non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule, ma è il risultato di un complesso processo di analisi e di stima in cui sono necessariamente riflessi anche elementi di soggettività.

Come noto, infatti, non esistono formule, regole o metodi riconosciuti come universalmente validi per la stima del valore di un bene o di un complesso di beni o di un'attività aziendale in grado di soddisfare, in ogni circostanza, i requisiti di razionalità, obiettività, generalità e stabilità in misura migliore di tutti gli altri.

La dottrina e la prassi professionale, tuttavia, hanno sviluppato una molteplicità di criteri e di metodologie di valutazione che riscontrano generale accettazione presso gli operatori ed il mercato. Tali criteri si differenziano tra di loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'oggetto della valutazione, inoltre, quandanche la loro applicazione fosse ritenuta corretta e coerente sotto il profilo concettuale, taluni di essi possono presentare delle difficoltà o delle problematiche peculiari nella loro

applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formulazioni sottostanti.

Pertanto, i criteri ed i metodi di valutazione debbono essere opportunamente scelti dal valutatore in funzione della natura e delle caratteristiche dell'oggetto da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa, della qualità e quantità delle informazioni e dei dati disponibili. La pluralità dei metodi impiegabili deve essere declinata dal valutatore in funzione della finalità dell'analisi, della realtà in oggetto di valutazione e dei *driver* che, meglio di altri, permettono, caso per caso, di apprezzarne al meglio il valore.

La scelta del criterio di valutazione da applicare nel caso di specie è stata, dunque, effettuata tenendo in considerazione:

- I peculiari obiettivi attribuiti alla valutazione, con riferimento all'Operazione in oggetto;
- La finalità cautelativa della relazione, ispirata alla tutela degli interessi della Società e, in particolare, dei suoi Azionisti;
- Le caratteristiche della Società e degli strumenti finanziari oggetto di valutazione.

Ai fini della presente *Fairness opinion* e, dunque, della formulazione di un parere sulla congruità del rapporto di Conversione Obbligatoria delle Azioni di Risparmio in Azioni Ordinarie, tenuto conto delle considerazioni precedentemente illustrate, abbiamo ritenuto opportuno applicare le seguenti metodologie:

- Stima del valore delle Azioni Ordinarie:
 - **Unlevered Discounted Cash Flow Model;**
 - **Metodo dei moltiplicatori di società comparabili.**
- Stima del valore delle Azioni di Risparmio:
 - **Dividend Discounted Model;**
 - **Analisi dei premi in operazioni similari;**
 - **Metodo delle quotazioni di Borsa.**

4. STIMA DEL VALORE DELLE AZIONI ORDINARIE E DELLE AZIONI DI RISPARMIO

Nei paragrafi seguenti si illustra (i) la modalità applicativa dei metodi scelti per la determinazione del valore unitario attribuibile alle Azioni Ordinarie e alle Azioni di Risparmio di Zucchi e (ii) la stima del rapporto di conversione.

4.1. Stima del valore delle Azioni Ordinarie

Al fine di determinare il valore unitario da attribuire alle Azioni Ordinarie abbiamo utilizzato i seguenti metodi:

a) Unlevered Discounted Cash Flow Model

Il metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow è basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa operativi della società, e consente di stimare il valore operativo dell'impresa.

La valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati è funzione dei seguenti elementi fondamentali:

- 1) I flussi di cassa operativi prospettici, così come illustrati nel *business plan* 2019 - 2023 predisposto dal *management* della Società;

- 2) Stima del valore delle attività operative al termine del periodo di proiezione esplicita (*terminal value*) sulla base di un tasso di crescita perpetuo (*g rate*) oppure sulla base di un multiplo (EV/Ebitda) derivato dal *panel* di società comparabili identificato a tale scopo;
- 3) Attualizzazione dei flussi di cassa operativi al costo medio ponderato del capitale (*WACC*), stimato nel 10,05%;
- 4) Il valore del capitale economico dell'impresa (*equity value*) viene ottenuto sottraendo al valore del capitale operativo, determinato così come sopra indicato, l'importo della posizione finanziaria netta e sommando al medesimo il valore degli *assets* non facenti parte del *core business* (*surplus asset*);

Nella fattispecie, al fine di determinare il valore unitario delle Azioni Ordinarie di Zucchi, all'*equity value* determinato come precedentemente illustrato è stato sottratto il valore attribuibile alle Azioni di Risparmio.

Abbiamo, altresì, svolto un'analisi di sensitività sul *WACC* e sui parametri utilizzati per la stima del *terminal value*, ottenendo l'intervallo di valori riportato nella tabella seguente:

UDCF - Intervallo valutativo e corrispondente prezzo per azione				
		Min	Int	Max
Intervallo di valori	€/mh	135	154	172
Numero azioni	N°/mh	2.520	2.520	2.520
Valore per azione	€/Azione	0,05	0,06	0,07

Dall'applicazione del metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow è emerso un intervallo valutativo, riferito all'*equity value* di Zucchi, compreso tra € 135 milioni e € 172 milioni, corrispondente a un prezzo per ciascuna Azione Ordinaria compreso tra € 0,05 e € 0,07.

b) Metodo dei moltiplicatori di borsa di società comparabili

Al fine di confortare la valutazione ottenuta con il metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow, si è ritenuto di applicare i moltiplicatori di Borsa di società comparabili.

Tale metodo consiste nel raffrontare la società oggetto di valutazione con altre società quotate similari, e dunque giudicate comparabili, utilizzando come riferimento ad una serie di parametri ritenuti rilevanti, nel presupposto che il valore di una società non si discosti in modo significativo dal valore rilevato sui mercati finanziari da un campione di società ritenute «comparabili» con la società in questione.

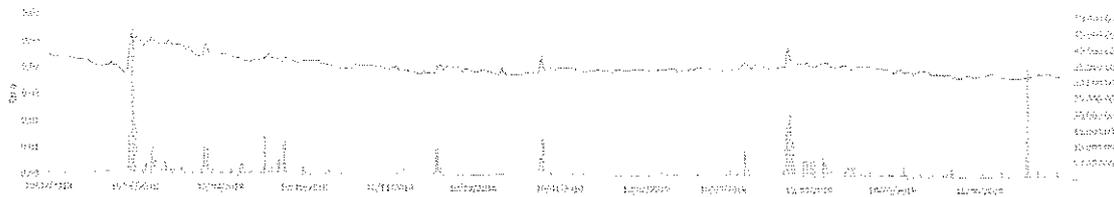
Attraverso l'applicazione del metodo dei moltiplicatori di società comparabili identificate ai parametri finanziari di Zucchi si è ottenuto l'intervallo di valori riportato nella tabella seguente:

Multipli - Intervallo valutativo e corrispondente prezzo per azione				
		Min	Int	Max
Intervallo di valori	€/mh	128	174	221
Numero azioni	N°/mh	2.520	2.520	2.520
Valore per azione	€/Azione	0,05	0,07	0,09

Dall'applicazione del metodo dei moltiplicatori di società comparabili è emerso un intervallo valutativo compreso tra € 128 milioni e € 221 milioni corrispondente a un prezzo compreso tra € 0,05 e € 0,09 per ciascuna Azione Ordinaria. Tale intervallo include l'intervallo dei valori identificati con il metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow.

Si precisa che pur essendo la Società essa stessa quotata, si è scelto di fare riferimento ad un campione di società comparabili giacché i moltiplicatori impliciti di Zucchi risentono di alcuni elementi: (i) il corso di Borsa delle Azioni Ordinarie della Società sconta gli effetti dell'Accordo di Ristrutturazione (a tutt'oggi in essere), (ii) il flottante della Società è limitato e (iii) i volumi degli scambi delle Azioni Ordinarie nel corso del periodo di osservazione preso in esame (12 mesi antecedenti la data della presente) sono stati particolarmente ridotti. Riguardo quest'ultimo aspetto, si riporta nel seguito il grafico relativo alle quotazioni delle Azioni di Ordinarie nei 12, 6, 3 e 1 mesi antecedenti alla data del 9 luglio 2019:

Quotazioni Azioni Ordinarie Zucchi – Quotazioni comprese tra il 10 luglio 2018 e il 9 luglio 2019



Fonte: Borsa Italiana.

Azioni ordinarie - Quotazioni medie (€)		
Media	Media S.	Media P.
12 mesi	0,02	0,02
6 mesi	0,02	0,02
3 mesi	0,02	0,02
1 mese	0,02	0,02
Media	0,02	0,02

Media S.: media semplice.
Media P.: media aritmetica ponderata.

Dalla tabella sopra illustrata si evince che le quotazioni di mercato delle Azioni Ordinarie di Zucchi nei 12, 6, 3 e 1 mesi antecedenti alla data del 9 luglio 2019 sia la media semplice sia quella ponderata delle quotazioni del titolo sono mediamente pari a € 0,020, nell'ambito di un intervallo particolarmente ristretto compreso tra € 0,019 e € 0,022 per ciascuna Azione Ordinaria.

4.2. Stima del valore delle Azioni di Risparmio

a) Dividend Discount Model

Il metodo del Dividend Discount Model determina il valore di un'azienda in base al flusso di dividendi che si stima essa sia in grado di generare in chiave prospettica.

Nella fattispecie in esame, il valore economico attribuibile alle Azioni di Risparmio di Zucchi è pari alla sommatoria dei seguenti elementi:

- Valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'arco di un determinato orizzonte temporale di pianificazione esplicita e distribuibili agli Azionisti di Risparmio;
- Valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un dividendo ritenuto sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita, coerente con un *pay-out ratio* (i.e. rapporto dividendo/utile netto) che rifletta la redditività "a regime" sostenibile dell'azienda.

Il metodo descritto, pertanto, prescinde dalle effettive politiche di distribuzione degli utili che saranno adottate dalla Società nell'ambito del periodo di riferimento lungo il quale sono state sviluppate le previsioni del *management*, essendo per loro natura incerte.

La stima dei dividendi distribuibili è stata effettuata dal *management* della Società in considerazione dei risultati d'esercizio ipotizzati nel *business plan*, dei diritti patrimoniali relativi alle Azioni di Risparmio e dei *pay-out ratio* medi di società quotate su mercati regolamentati.

I dividendi sono stati attualizzati ad un tasso corrispondente al costo del capitale proprio (K_e), determinato attraverso l'applicazione del CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Abbiamo, altresì, svolto un'analisi di sensitività sul costo del capitale proprio (K_e) e del *pay-out ratio*, che ha restituito i risultati illustrati nella tabella seguente:

		Sensitivity DDM (ke, pay-out ratio)				
		Ke (+/- 0,5%)				
		11,9%	11,4%	10,9%	10,4%	9,9%
Pay-out ratio (+/- 2,5%)	40,4%	0,26	0,27	0,28	0,29	0,30
	37,9%	0,26	0,27	0,28	0,29	0,30
	35,4%	0,26	0,27	0,28	0,29	0,30
	32,9%	0,26	0,27	0,27	0,28	0,29
	30,4%	0,26	0,27	0,27	0,28	0,29

L'intervallo di valori da noi identificato attraverso l'applicazione del Dividend Discount Model, così come precedentemente illustrato, è compreso tra € 0,26 e € 0,30 per ciascuna Azione di Risparmio di Zucchi. Pertanto, il prezzo dell'OPA sulle Azioni di Risparmio di Zucchi, pari ad unitari € 0,27, rientra nell'intervallo dei valori identificati attraverso l'applicazione del Dividend Discount Model.

b) Analisi dei premi in operazioni similari

Il metodo dei premi riconosciuti in operazioni avvenute nel recente passato individua il valore riconosciuto a un'azienda (o a uno strumento finanziario rappresentativo di tutto o di parte il capitale della stessa) nell'ambito di una transazione sulla base del premio implicito nel prezzo pagato in operazioni similari rispetto al prezzo medio della medesima, rilevato sul mercato nell'arco di uno o più periodi di tempo precedenti ritenuti rilevanti e/o significativi.

In particolare, per le finalità valutative della presente Relazione, abbiamo preso in considerazione un *panel* composto da circa n. 20 OPA, ritenuto sufficientemente rappresentativo, realizzate nel periodo compreso fra il 2016 e il 2019.

Dall'analisi del suddetto campione è emerso che il premio implicito mediamente riconosciuto rispetto alla media delle quotazioni dei titoli oggetto di OPA nei 12, 6, 3 e 1 mesi antecedenti la comunicazione dell'offerta è compreso fra il +21% e il +27% ed è mediamente pari a circa il +24%, così come illustrato nella seguente tabella:

Analisi premi di OPA	Campione		OPA
	Medi	Mediana	
Media			
12 mesi	+20,8%	+19,8%	+26,9%
6 mesi	+23,2%	+19,9%	+23,3%
3 mesi	+26,0%	+23,8%	+23,3%
1 mese	+27,4%	+29,1%	+30,1%
Media	+24,3%	+23,2%	+25,9%
Min	+20,8%	+19,8%	+23,3%
Max	+27,4%	+29,1%	+30,1%

Fonte: Comunicati stampa societari.

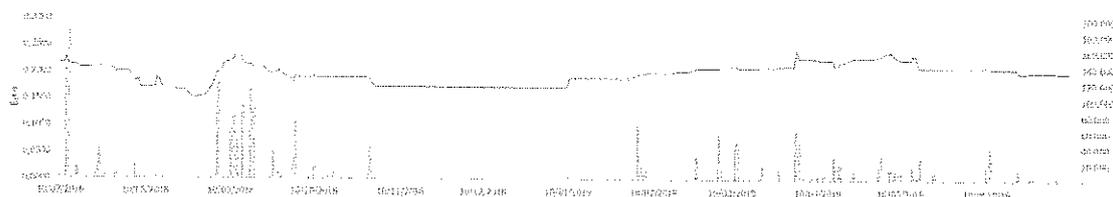
Attraverso l'applicazione di tale metodologia al caso in esame è emerso che il corrispettivo dell'Offerta offerto ai portatori delle Azioni di Risparmio, pari ad unitari € 0,27, incorpora un premio, rispetto alla media delle quotazioni delle Azioni di Risparmio di Zucchi nei 12, 6, 3 e 1 mesi antecedenti la data del 9 luglio 2019, compreso fra il 23% e il +30% ed è pari, in media, al +26%. Pertanto, il prezzo dell'OPA sulle Azioni di Risparmio di Zucchi è sostanzialmente linea con la media dei premi corrisposti nelle transazioni similari analizzate.

c) Metodo delle quotazioni di Borsa

L'applicazione di tale metodologia consiste nella stima del valore economico della società oggetto di valutazione mediante l'utilizzo della capitalizzazione di Borsa rilevata sulle base di quotazioni del titolo registrate in intervalli di tempo ritenuti sufficientemente significativi.

Sulla base dell'analisi dell'andamento delle quotazioni delle Azioni di Risparmio nei 12, 6, 3 e 1 mesi antecedenti il 9 luglio 2019 i prezzi medi di tale strumento sono stati i seguenti:

Quotazioni Azioni di Risparmio Zucchi – Quotazioni comprese tra il 10 luglio 2018 e il 9 luglio 2019



Fonte: Borsa Italiana.

Azioni Risparmio - Quotazioni medie (€)		
Media	Media S.	Media P.
12 mesi	0,20	0,21
6 mesi	0,21	0,22
3 mesi	0,21	0,22
1 mese	0,20	0,21
Media	0,21	0,21
Premio di OPA	+31,1%	+25,9%

Media S.: media semplice.
Media P.: media aritmetica ponderata.

Pertanto, sulla base dell'analisi dell'andamento delle quotazioni delle Azioni di Risparmio il prezzo dell'OPA offre un premio mediamente pari al +31% circa rispetto alla media semplice delle quotazioni delle stesse nel periodo anzidetto ed a circa il +26% rispetto alla media ponderata delle quotazioni.

d) Sintesi dei risultati ottenuti

Di seguito si riportano, in sintesi, i risultati ottenuti attraverso l'applicazione delle metodologie illustrate nei precedenti paragrafi:

Riepilogo considerazioni valutative			
	€ per azione		OPA
	Min	Max	
Metodo DDM	0,26	0,30	0,27
	Premio %		
	Media	Mediana	OPA
Premio OPA - Operazioni	24,3%	23,2%	25,9%
Quotazioni - Media semplice	n.a.	n.a.	31,1%
Quotazioni - Media ponderata	n.a.	n.a.	25,9%

Dall'applicazione dei metodi valutativi utilizzati emerge che il corrispettivo di € 0,27 per azione risulta essere compreso nell'intervallo valutativo individuato ed il premio dell'OPA è in linea sia con la media (ed alla mediana) dei premi delle OPA riferiti alle altre operazioni analizzate, sia rispetto alla media delle quotazioni delle Azioni di Risparmio.

Si precisa tuttavia, che i prezzi delle quotazioni delle Azioni di Risparmio di Zucchi sono poco significativi giacché condizionati dai seguenti fattori: (i) flottante limitato (le Azioni di Risparmio sono pari allo 0,14% del totale azioni della Società in circolazione), (ii) ridotti volumi di scambio (il rapporto fra i volumi scambiati/Azioni di Risparmio negli ultimi 12 mesi è pari al 57% circa).

4.3. Stima del rapporto di conversione

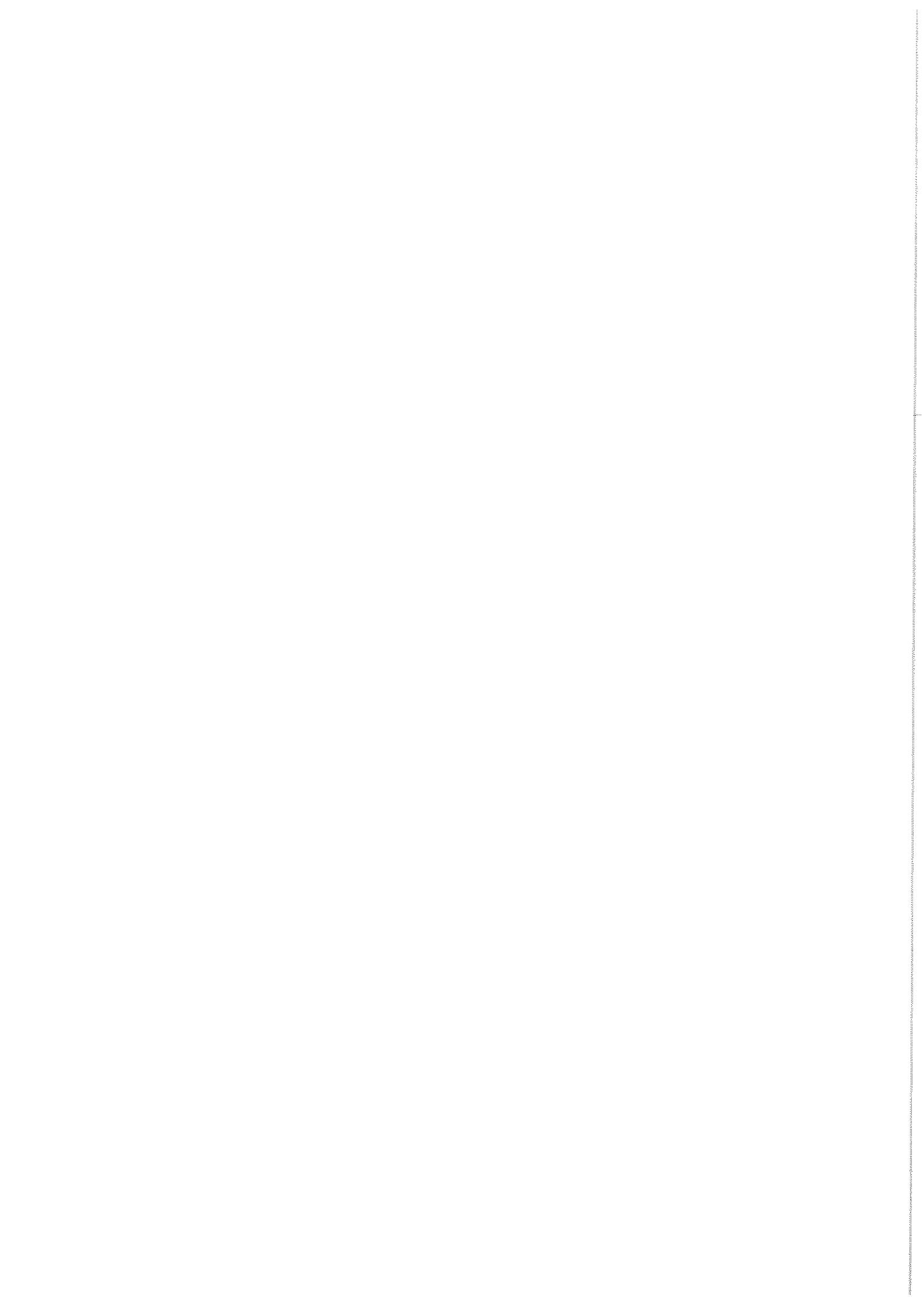
Sulla base delle considerazioni valutative emerse dall'applicazione dei metodi utilizzati per la stima del valore delle Azioni Ordinarie e di Risparmio di Zucchi, è stato identificato il seguente intervallo di valori relativi al rapporto di conversione:

Intervallo rapporto di conversione				
		Min	Max	Min
Valore per azione ordinaria	€/Azione	0,05	0,06	0,07
Valore per azione di risparmio	€/Azione	0,26	0,28	0,30
Rapporto di conversione		3,8x	4,5x	5,5x

Dal rapporto fra la stima del valore di ciascuna Azione Ordinaria e di Risparmio, così come precedentemente individuati, è emerso un rapporto di conversione compreso tra 3,8x e 5,5x Azioni Ordinarie per ciascuna Azione di Risparmio convertita.

5. CONCLUSIONI

Sulla base delle analisi svolte nell'ambito delle finalità dell'incarico conferitoci da Zucchi, tenuto conto delle ipotesi e delle limitazioni illustrate al paragrafo 2.1, **è opinione della scrivente che il rapporto di conversione delle Azioni di Risparmio in Azioni Ordinarie, pari a 3,9x, che il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente intende proporre ai fini della Conversione Obbligatoria debba ritenersi congruo dal punto di vista finanziario.**



Vincenzo Zucchi S.p.A.

Fairness opinion sull'Offerta Pubblica di Acquisto volontaria totalitaria sulle
Azioni di Risparmio di Vincenzo Zucchi S.p.A.

Milano, 9 luglio 2019

Milano – Roma – Bologna – Brescia – Varese – Cagliari – Ancona – Pescara

AUDIREVI TRANSACTION SERVICES S.r.l. Società di consulenza aziendale – Sede Legale: Via Paolo da Cannobio 33 – 20122 Milano
Tel +39.02.87070700 – Fax +39.0287070719 – www.audirevi.it – Cod. Fis. e P.I. 08785600969
mail: info@audirevi.it – PEC: audirevi.transaction.services@legalmail.it

Riservata e confidenziale

Spettabile
Vincenzo Zucchi S.p.A.
Via Legnano, 24
20027 Rescaldina (MI)

C.se att. del Consiglio di Amministrazione

Milano, 9 luglio 2019

Oggetto: *Fairness opinion* sull'Offerta Pubblica di Acquisto volontaria totalitaria sulle Azioni di Risparmio di Vincenzo Zucchi S.p.A..

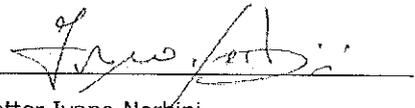
Spettabile Società ed Egregi Signori,

con riferimento all'incarico conferitoci in data 30 maggio 2019, alleghiamo la nostra relazione di congruità dal punto di vista finanziario, a beneficio esclusivo del Consiglio di Amministrazione di Vincenzo Zucchi S.p.A. a supporto delle determinazioni di Vostra competenza in relazione all'operazione di Offerta Pubblica di Acquisto volontaria totalitaria promossa dalla società stessa sulle proprie Azioni di Risparmio attualmente in circolazione.

Il nostro lavoro è stato completato il 9 luglio 2019 e successivamente a tale data non abbiamo svolto alcun lavoro o effettuato alcuna ulteriore verifica.

Nel rimanere a Vostra disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento, Vi porgiamo i nostri migliori saluti.

Audirevi Transaction Services S.r.l.



Dottor Ivano Nerbini

Sommario

1. L'operazione	3
1.1. Oggetto e finalità dell'incarico	3
1.2. Descrizione dell'Offerente	4
1.3. Struttura dell'Operazione	4
1.4. Sintesi delle attribuzioni statutarie alle Azioni di Risparmio	5
2. Limiti del lavoro e documentazione utilizzata	6
2.1. Ipotesi e limitazioni del lavoro svolto	6
2.2. Documentazione utilizzata	7
3. Analisi valutativa	8
3.1. Scelta metodi valutativi	8
4. Stima del valore delle Azioni di Risparmio	9
4.1. DDM - Dividend Discount Model	9
4.2. Analisi dei premi in operazioni similari	9
4.3. Metodo delle quotazioni di Borsa	10
4.4. Sintesi dei risultati ottenuti	11
5. Conclusioni	11

1. L'OPERAZIONE

1.1. Oggetto e finalità dell'incarico

Ci è stato rappresentato che il Consiglio di Amministrazione della Vincenzo Zucchi S.p.A. (di seguito "**Zucchi**" o l'"**Offerente**" o la "**Società**"), convocato per il giorno 8 luglio 2019 e riaggiornatosi per la deliberazione il giorno 9 luglio 2019, sarà chiamato ad esprimersi sulla possibilità di promuovere, ai sensi e per gli effetti dell'art. 102, comma 1, del D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, come successivamente modificato (il "**TUF**") e 37 del regolamento adottato con delibera Consob n. 11971/1999 come successivamente modificato (il "**Regolamento Emittenti**"), un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle n. 3.427.403 Azioni di Risparmio non convertibili di Zucchi prive di indicazione del valore nominale (l'"**Offerta**" o l'"**OPA**") e la successiva conversione in Azioni Ordinarie di Zucchi (la "**Conversione Obbligatoria**"), entrambe ammesse alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario ("**MTA**") organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (l'"**Operazione**").

Al riguardo, sulla base dell'ordine del giorno del Consiglio di Amministrazione convocato per il giorno 8 luglio 2019, si prevede che lo stesso delibere di sottoporre all'Assemblea della Società la proposta di autorizzazione, per un periodo di 18 (diciotto) mesi a decorrere dalla data della successiva eventuale approvazione assembleare, all'acquisto di massime n. 3.427.403 di Azioni di Risparmio, mediante un'OPA volontaria ai sensi dell'articolo 144-bis, comma 1, lett. a), del Regolamento Emittenti. L'Offerta, rivolta indistintamente a tutti i portatori di Azioni di Risparmio, non è condizionata al raggiungimento di un quantitativo minimo di adesioni. Le Azioni di Risparmio, una volta acquistate dall'Offerente nell'ambito dell'Offerta, tenendo fermo quanto disposto dall'art. 2357 c.c., saranno obbligatoriamente convertite in Azioni Ordinarie della Società, previa modifica dell'art. 5 dello Statuto sociale.

L'Offerente intende proporre a ciascun portatore di Azioni di Risparmio che aderirà all'Offerta un corrispettivo pari a € 0,27 per ciascuna Azione di Risparmio portata in adesione all'Offerta e acquistata e la Conversione Obbligatoria sulla base di un rapporto di conversione pari a 3,9 Azioni Ordinarie per ciascuna Azione di Risparmio convertita.

Al riguardo si evidenzia che la proposta di delibera in oggetto, ove approvata anche dall'Assemblea Speciale degli Azionisti di Risparmio e alle condizioni in essa stabilite, determinerà il diritto dei possessori di Azioni di Risparmio che non abbiano concorso alla deliberazione a esercitare il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g), del cod. civ., dando luogo in tale evenienza alla procedura di liquidazione delle relative azioni.

L'obiettivo dell'Offerente è quello di sostenere i piani di crescita mediante la razionalizzazione e la semplificazione della struttura del capitale sociale di Zucchi, nonché di ridurre i costi connessi all'esistenza di due differenti categorie di azioni. Tali finalità sono raggiungibili mediante la concentrazione della totalità delle Azioni Ordinarie e di Risparmio della Società in un'unica categoria di azioni. In un'ottica di semplificazione della *governance* aziendale, l'Operazione consentirà un allineamento dei diritti societari di tutti gli Azionisti e l'ampliamento del flottante complessivo delle Azioni Ordinarie, in vista della conversione delle Azioni Risparmio in Azioni Ordinarie al termine dell'Operazione.

In tale contesto, il Consiglio di Amministrazione di Zucchi ha incaricato Audirevi Transaction Services S.r.l. (di seguito "**ATS**") di emettere una relazione di congruità dal punto di vista finanziario (di seguito la "**Fairness Opinion**" o la "**Relazione**") a supporto delle determinazioni di propria competenza in merito al corrispettivo dell'Offerta. La *Fairness Opinion* è destinata unicamente al Consiglio di Amministrazione di Zucchi e potrà essere utilizzata, altresì, per le finalità connesse alle comunicazioni conseguenti necessarie. Essa non è destinata ad essere utilizzata da soggetti e per scopi diversi da quelli anzidetti, pertanto, ATS non autorizza terze parti, diverse da quelle anzidette, a fare affidamento sulle analisi e sulle conclusioni della presente Relazione e declina ogni responsabilità, diretta o indiretta, per gli eventuali danni che possano derivare dall'uso improprio della stessa. Infine, si precisa che l'accesso,

la lettura, il possesso e/o l'utilizzo in qualunque modo, in tutto e/o in parte, della *Fairness Opinion* da parte di terze parti non determina l'instaurazione di qualsivoglia rapporto di natura contrattuale con ATS.

1.2. Descrizione dell'Offerente

Vincenzo Zucchi S.p.A. è una società per azioni di diritto italiano con sede legale in Rescaldina (MI), Via Legnano n. 24, codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano 00771920154, iscritta al R.E.A. di Milano al n. 443968, attiva, anche tramite le sue controllate, nel settore della produzione di biancheria per la casa.

Alla data della presente, il capitale sociale di Zucchi è pari a € 17.546.782,57, diviso in complessive n. 2.519.809.908 Azioni Ordinarie interamente liberate e n. 3.427.403 Azioni di Risparmio non convertibili, senza indicazione del valore nominale. Le Azioni di Risparmio rappresentano circa lo 0,14% del capitale sociale della Società e sono ammesse alle negoziazioni sul MTA.

Si evidenzia che n. 380.921.019 Azioni Ordinarie, pari al 15,10% del capitale sociale sono ammesse alle negoziazioni sul MTA mentre le restanti n. 2.138.888.889 Azioni Ordinarie, pari al 84,77% del capitale sociale, non sono ammesse alle negoziazioni.

Alla data della presente, il controllo della Società ai sensi dell'art. 93 TUF è detenuto da Astrance Capital S.A. che esercita attività di direzione e coordinamento sull'Offerente ai sensi degli articoli 2497 e seguenti del codice civile.

In data 23 dicembre 2015 la Zucchi, nell'ambito del processo di risanamento all'epoca in corso di attuazione, ha sottoscritto con le banche finanziatrici un accordo di ristrutturazione del debito bancario (**"Accordo di Ristrutturazione"**) ex art. 182-bis Legge Fallimentare.

L'Accordo di Ristrutturazione, valido fino al 31 dicembre 2020, è diventato efficace in data 18 maggio 2016 a seguito dell'avveramento di tutte le condizioni sospensive ivi previste (tra cui il passaggio in giudicato del decreto di omologa intervenuto in data 14 aprile 2016).

A seguito del decreto di omologa è avvenuta la remissione del debito bancario per circa € 49,6 milioni.

Tuttavia, considerato che con l'eventuale risoluzione dell'Accordo di Ristrutturazione verrà meno la remissione del debito, tale debito risulta essere iscritto nel bilancio della Società al 31 dicembre 2018.

Si riportano di seguito i dati relativi ai principali Azionisti della Società titolari di Azioni Ordinarie di Zucchi con diritto di voto in misura pari o superiore al 5% del capitale sociale, sulla base delle informazioni forniteci alla presente data:

- Astrance Capital S.A., n. 176.638.675 Azioni Ordinarie;
- Astrance Capital S.A., per il tramite di Zucchi S.p.A., n. 2.065.992.144 Azioni Ordinarie.

Alla data della presente relazione, non sono in essere piani di *stock option* aventi come sottostante Azioni di Risparmio.

1.3. Struttura dell'Operazione

L'Offerta è rivolta, indistintamente e a parità di condizioni, a tutti i possessori di Azioni di Risparmio di Zucchi e ha ad oggetto tutte le n. 3.427.403 Azioni di Risparmio non convertibili emesse dall'Offerente e in circolazione, prive dell'indicazione del valore nominale, quotate sul MTA.

L'Offerta, che si colloca nel più ampio progetto di conversione delle Azioni di Risparmio Zucchi, è volta ad offrire ai possessori di Azioni di Risparmio, che non intendano diventare titolari di Azioni Ordinarie Zucchi a seguito della Conversione Obbligatoria, un'opportunità aggiuntiva per liquidare il proprio investimento in Azioni di Risparmio ad un corrispettivo che incorpora un premio rispetto al prezzo di

mercato registrato. L'Offerta è condizionata all'approvazione della Conversione Obbligatoria da parte dell'Assemblea Straordinaria e dell'Assemblea Speciale degli Azionisti di Risparmio.

La Conversione Obbligatoria intende raggiungere l'obiettivo della concentrazione della totalità delle Azioni Ordinarie e di Risparmio della Società in un'unica categoria di azioni. In particolare, la Conversione obbligatoria è finalizzata alla riorganizzazione della struttura del capitale sociale di Zucchi nonché all'abbattimento dei costi connessi alla presenza di due differenti categorie di azioni. La Conversione Obbligatoria permetterà, infatti, di uniformare i diritti patrimoniali e amministrativi di tutti gli Azionisti agevolando le scelte di investimento del mercato, con maggiori benefici in termini di comprensione del valore del titolo azionario, rendendo lo stesso più appetibile per gli investitori.

La proposta di Conversione Obbligatoria riflette altresì una tendenza sempre più consolidata alla semplificazione della struttura azionaria delle società quotate in borsa tanto in Italia quanto all'estero.

La Conversione obbligatoria si perfezionerà successivamente alla data di pagamento del corrispettivo dell'Offerta, indipendentemente dal buon esito della stessa.

1.4. Sintesi delle attribuzioni statutarie delle Azioni di Risparmio

Le Azioni di Risparmio rappresentano circa lo 0,14% del capitale sociale della Società.

Sulla base delle previsioni dell'art. 5 dello Statuto della Società in vigore alla data della presente *Fairness Opinion*, nonché della disciplina applicabile, ai possessori delle Azioni di Risparmio spettano i seguenti diritti:

- a) Diritti Patrimoniali - ai sensi dell'art. 5 dello Statuto di Zucchi:
- (i) gli utili netti risultanti dal bilancio, dedotta la quota destinata alla riserva legale, sono distribuiti alle Azioni di Risparmio fino a concorrenza di € 0,03 per azione. Nel caso in cui in un esercizio fosse assegnato alle Azioni di Risparmio un dividendo inferiore ai € 0,03, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi;
 - (ii) gli utili rimanenti di cui l'assemblea delibera la distribuzione, sono ripartiti fra tutte le azioni in modo che alle Azioni di Risparmio spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quelli delle Azioni Ordinarie, nella misura di € 0,03 per azione;
 - (iii) in caso di aumento gratuito del capitale sociale, tale maggiore importo è proporzionalmente ridotto e il nuovo importo è determinato dividendo l'importo del dividendo privilegiato per il rapporto tra il nuovo capitale sociale ed il precedente, il maggiore importo è arrotondato per eccesso all'unità e non può essere inferiore ad € 0,02;
 - (iv) in caso di distribuzione di riserve, le Azioni di Risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni;
 - (v) in ipotesi di scioglimento della Società, le Azioni di Risparmio hanno prelazione nel rimborso del capitale per il valore di € 1 per azione.
- b) Diritti Amministrativi - ai sensi degli art. 145 e 146 del TUF le Azioni di Risparmio:
- (i) conferiscono il diritto di voto nell'Assemblea Speciale dei possessori delle Azioni di Risparmio;
 - (ii) le deliberazioni dell'Assemblea generale della Società che pregiudicano i diritti delle Azioni di Risparmio devono essere sottoposte all'approvazione dell'Assemblea Speciale degli Azionisti di Risparmio.

Ai sensi dell'art. 5 dello Statuto di Zucchi i possessori delle Azioni di Risparmio:

- (i) non hanno diritto di voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie della Società, né quello di richiederne la convocazione;

- (ii) al rappresentante comune degli Azionisti di Risparmio vengono tempestivamente inviate le comunicazioni inerenti alle operazioni societarie che possano influenzare l'andamento delle quotazioni delle Azioni di Risparmio;
- (iii) in caso di esclusione dalla negoziazione delle Azioni Ordinarie o di Risparmio, le Azioni di Risparmio manterranno i propri diritti e caratteristiche, salvo diversa deliberazione dell'Assemblea Straordinaria e di quella Speciale degli Azionisti di Risparmio.

2. LIMITI DEL LAVORO E DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

2.1. Ipotesi e limitazioni del lavoro svolto

Come precedentemente illustrato, la *Fairness Opinion* è stata predisposta a beneficio del Consiglio di Amministrazione della Società, nei limiti e secondo i termini descritti nell'incarico conferito ad ATS in data 30 maggio 2019, a supporto delle determinazioni di propria competenza in merito all'Offerta. Pertanto, ATS non assume alcuna responsabilità che potrebbe derivare dall'uso della presente Relazione per scopi diversi da quello ivi indicato e/o da parte di soggetti diversi dai destinatari anzidetti.

Lo svolgimento del presente lavoro non determina alcun coinvolgimento di ATS nella gestione e nell'attività dell'Offerente, né nelle decisioni in merito alla convenienza dell'Offerta nell'ottica dei titolari delle Azioni di Risparmio. Inoltre, le analisi svolte da ATS e le conclusioni a cui la stessa è pervenuta non rappresentano in alcun modo una sollecitazione all'adesione all'Offerta.

La data di riferimento della valutazione ai fini del presente incarico è il 31 dicembre 2018. Infatti, l'analisi svolta da ATS si è basata sulle informazioni finanziarie contenute nel bilancio consolidato e nelle relazioni di Zucchi al 31 dicembre 2018, sottoposte a revisione contabile da Mazars Italia S.p.A., pubblicati dall'Offerente e reperibili sul sito *web* della Società.

Le conclusioni riportate nella presente Relazione tengono, altresì, in considerazione le condizioni economiche, di mercato ed altre condizioni attualmente in essere, nonché le informazioni scritte e comunicate verbalmente dal *management* della Società, fino alla data del 9 luglio 2019. Eventuali futuri cambiamenti di tali condizioni potrebbero comportare delle modifiche, anche significative, nei risultati ottenuti e, conseguentemente, nelle conclusioni della presente Relazione.

L'attuale scenario politico e macroeconomico è caratterizzato da una generale situazione di incertezza che si riflette sul sistema finanziario e sulla stabilità dei mercati, in un contesto normativo e regolamentare di particolare complessità e in progressiva evoluzione. In tale contesto, pertanto, non si può escludere che eventuali sviluppi negativi del quadro sopra descritto ed ipotetiche modifiche degli aspetti strutturali del settore di riferimento, successivi alla data della presente Relazione e ad oggi non prevedibili, possano avere un impatto, anche significativo, sulle metodologie valutative sviluppate ai fini dell'emissione della presente *Fairness Opinion* e sulle conclusioni ivi illustrate.

Inoltre, le considerazioni effettuate da ATS presuppongono che non si verifichino condizioni, fatti o eventi che possano comportare l'estinzione definitiva del debito oggetto dell'Accordo di Ristrutturazione: nell'ambito dell'utilizzazione dei dati e nella formulazione del nostro parere abbiamo preso atto che il *management* ritiene che non esistano elementi tali da far ritenere che possano manifestarsi condizioni risolutive dell'Accordo di Ristrutturazione e che, dunque, il rischio di una risoluzione dell'Accordo di Ristrutturazione, allo stato attuale, si presenti quantomeno come improbabile.

La presente Relazione è necessariamente basata sulle condizioni finanziarie, economiche, di mercato ed altre condizioni in essere alla data odierna, e in particolare sulle informazioni che ci sono state messe a disposizione fino alla data del 9 luglio 2019. Non ci siamo impegnati, e non abbiamo assunto alcun obbligo in tal senso, di aggiornare, riaffermare, o revocare la presente Relazione, o comunque commentare o considerare eventi che dovessero verificarsi o essere portati alla nostra attenzione

successivamente alla data della presente. Non esprimiamo alcun parere in merito al prezzo o all'intervallo dei prezzi ai quali le Azioni di Risparmio della Società potranno essere acquistate o vendute, o comunque trasferite, in qualsiasi momento.

Infine, si precisa che ATS non ha svolto un lavoro di revisione contabile, né ha assoggettato ad alcuna procedura di controllo e/o di verifica le informazioni economiche e finanziarie o altre informazioni fornite dal *management* della Società e/o da altri soggetti eventualmente incaricati dalla stessa. Pertanto, ATS non assume alcuna responsabilità in merito alla qualità, correttezza e completezza dei dati e delle informazioni ottenute dal *management* di Zucchi, che rimane responsabile della qualità e correttezza dei dati e delle informazioni fornite.

2.2. Documentazione utilizzata

L'analisi svolta da ATS si è basata sui seguenti documenti, di natura pubblica o che ci sono stati forniti dal *management* della Società:

- Statuto di Zucchi;
- Bilancio consolidato e relazioni del gruppo Zucchi alla data del 31 dicembre 2018;
- Informazioni economico-finanziarie prospettive contenute nel *business plan* 2019-2023 predisposto dal *management* della Società;
- Accordo di Ristrutturazione dei debiti ex art. 182-*bis* e 182-*septies* del 23 dicembre 2015;
- Parere professionale relativo alla costituzione del patrimonio destinato del 30 dicembre 2016;
- Analisi dei premi impliciti riconosciuti nell'ambito di altre offerte pubbliche di acquisto promosse in anni recenti;
- Serie storica dei prezzi di mercato storici e dei volumi negoziati delle Azioni di Risparmio oggetto dell'Offerta nei 12 mesi antecedenti il 9 luglio 2019;
- Studi, analisi, indagini e le eventuali ulteriori informazioni e fattori ritenuti opportuni.

In aggiunta a quanto sopra, sono state raccolte ulteriori informazioni in occasione di alcuni colloqui intercorsi con alcuni membri del *management* della Società.

Abbiamo fatto affidamento su, e assunto senza svolgere alcuna verifica indipendente in merito, l'esattezza e la completezza di tutti i materiali, le informazioni e gli altri dati fornitici o comunque messi a nostra disposizione, o discussi con noi o esaminati da noi, oltre a quelli pubblicamente disponibili, e non assumiamo alcuna responsabilità in relazione a tali materiali, informazioni ed altri dati.

Inoltre, il *management* della Società ci ha rappresentato, e abbiamo assunto, che le previsioni finanziarie da noi esaminate sono state predisposte ragionevolmente, in buona fede, su basi che riflettono le stime ed i giudizi migliori attualmente disponibili di tale *management* in merito ai risultati finanziari futuri ed alla situazione finanziaria futura della Società, e non esprimiamo alcun parere in relazione a tali previsioni oppure alle assunzioni sulle quali sono basate.

Abbiamo fatto affidamento sul fatto che, e assunto senza svolgere alcuna verifica indipendente in merito, non si è verificato alcun cambiamento nelle attività operative, attività, passività, condizioni finanziarie, risultati operativi, flussi di cassa o prospettive della Società nel periodo trascorso dalla data dell'ultimo bilancio annuale e delle altre informazioni, sia finanziarie che di altra natura, che ci sono state fornite, potenzialmente rilevante ai fini delle nostre analisi o della presente Relazione, e che non esistono informazioni o fatti che potrebbero rendere le informazioni da noi esaminate incomplete o fuorvianti.

Inoltre, in relazione alla presente Relazione, non ci è stato richiesto di effettuare, e non abbiamo effettuato, alcuna ispezione fisica o valutazione indipendente relativa ai beni, alle proprietà o alle

passività (di natura fissa, contingente, derivata, fuori bilancio o di diversa natura) della Società o di qualsiasi altro soggetto, e non ci è stata fornita alcuna valutazione di tale genere.

Non abbiamo svolto alcuna analisi indipendente in merito ad eventuali procedimenti legali, sia attuali che potenziali, o possibili pretese non ancora promosse o altre passività contingenti, di cui la Società è parte o potrebbe essere parte o a cui potrebbe esser soggetta, o eventuali indagini governative concernenti eventuali pretese non ancora promosse o altre passività contingenti che potrebbero interessare la Società.

3. ANALISI VALUTATIVA

3.1. Scelta metodi valutativi

Per sua natura, la valutazione non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule, ma è il risultato di un complesso processo di analisi e di stima in cui sono necessariamente riflessi anche elementi di soggettività.

Come noto, infatti, non esistono formule, regole o metodi riconosciuti come universalmente validi per la stima del valore di un bene o di un complesso di beni o di un'attività aziendale in grado di soddisfare, in ogni circostanza, i requisiti di razionalità, obiettività, generalità e stabilità in misura migliore di tutti gli altri.

La dottrina e la prassi professionale, tuttavia, hanno sviluppato una molteplicità di criteri e di metodologie di valutazione che riscontrano generale accettazione presso gli operatori ed il mercato. Tali criteri si differenziano tra di loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'oggetto della valutazione, inoltre, quandanche la loro applicazione fosse ritenuta corretta e coerente sotto il profilo concettuale, taluni di essi possono presentare delle difficoltà o delle problematiche peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formulazioni sottostanti.

Pertanto, i criteri ed i metodi di valutazione debbono essere opportunamente scelti dal valutatore in funzione della natura e delle caratteristiche dell'oggetto da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa, della qualità e quantità delle informazioni e dei dati disponibili. La pluralità dei metodi impiegabili deve essere declinata dal valutatore in funzione della finalità dell'analisi, della realtà in oggetto di valutazione e dei *driver* che, meglio di altri, permettono, caso per caso, di apprezzarne al meglio il valore.

La scelta del criterio di valutazione da applicare nel caso di specie è stata, dunque, effettuata tenendo in considerazione:

- I peculiari obiettivi attribuiti alla valutazione, con riferimento all'Operazione in oggetto;
- La finalità cautelativa della relazione, ispirata alla tutela degli interessi della Società e, in particolare, dei suoi Azionisti;
- Le caratteristiche della Società e degli strumenti finanziari oggetto di valutazione.

Ai fini della presente *Fairness Opinion* e, dunque, della formulazione di un parere sulla congruità del corrispettivo offerto per l'acquisto delle Azioni di Risparmio oggetto dell'Offerta, tenuto conto delle considerazioni precedentemente illustrate, abbiamo ritenuto opportuno applicare le seguenti metodologie:

- metodo per la stima del valore delle Azioni di Risparmio: **Dividend Discount Model**;
- metodi di controllo: **Analisi dei premi in operazioni similari** e **Metodo delle quotazioni di Borsa**.

4. STIMA DEL VALORE DELLE AZIONI DI RISPARMIO

Nei paragrafi seguenti si illustra la modalità applicativa dei metodi scelti per la determinazione del valore unitario attribuibile alle Azioni di Risparmio di Zucchi.

4.1. Dividend Discount Model

Il metodo del Dividend Discount Model determina il valore di un'azienda in base al flusso di dividendi che si stima essa sia in grado di generare in chiave prospettica.

Nella fattispecie in esame, il valore economico attribuibile alle Azioni di Risparmio di Zucchi è pari alla sommatoria dei seguenti elementi:

- Valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'arco di un determinato orizzonte temporale di pianificazione esplicita e distribuibili agli Azionisti di Risparmio;
- Valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un dividendo ritenuto sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita, coerente con un *pay-out ratio* (i.e. rapporto dividendo/utile netto) che rifletta la redditività "a regime" sostenibile dell'azienda.

Il metodo descritto, pertanto, prescinde dalle effettive politiche di distribuzione degli utili che saranno adottate dalla Società nell'ambito del periodo di riferimento lungo il quale sono state sviluppate le previsioni del *management*, essendo per loro natura incerte.

La stima dei dividendi distribuibili è stata effettuata dal *management* della Società in considerazione dei risultati d'esercizio ipotizzati nel *business plan*, dei diritti patrimoniali relativi alle Azioni di Risparmio e dei *pay-out ratio* medi di società quotate su mercati regolamentati.

I dividendi sono stati attualizzati ad un tasso corrispondente al costo del capitale proprio (K_e), determinato attraverso l'applicazione del CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Abbiamo, altresì, svolto un'analisi di sensitività sul costo del capitale proprio (K_e) e del *pay-out ratio*, che ha restituito i risultati illustrati nella tabella seguente:

		Sensitivity DDM (K_e , pay-out ratio)				
		K_e (+/- 0,5%)				
		11,9%	11,4%	10,9%	10,4%	9,9%
Pay-out ratio (+/- 2,5%)	40,4%	0,26	0,27	0,28	0,29	0,30
	37,9%	0,26	0,27	0,28	0,29	0,30
	35,4%	0,26	0,27	0,28	0,29	0,30
	32,9%	0,26	0,27	0,27	0,28	0,29
	30,4%	0,26	0,27	0,27	0,28	0,29

L'intervallo di valori da noi identificato attraverso l'applicazione del Dividend Discount Model, così come precedentemente illustrato, è compreso tra € 0,26 e € 0,30 per ciascuna Azione di Risparmio di Zucchi. Pertanto, il prezzo dell'OPA sulle Azioni di Risparmio di Zucchi, pari ad unitari € 0,27, rientra nell'intervallo dei valori identificati attraverso l'applicazione del Dividend Discount Model.

4.2. Analisi dei premi in operazioni similari

Il metodo dei premi riconosciuti in operazioni avvenute nel recente passato individua il valore riconosciuto a un'azienda (o a uno strumento finanziario rappresentativo di tutto o di parte il capitale della stessa) nell'ambito di una transazione sulla base del premio implicito nel prezzo pagato in operazioni similari rispetto al prezzo medio della medesima, rilevato sul mercato nell'arco di uno o più periodi di tempo precedenti ritenuti rilevanti e/o significativi.

In particolare, per le finalità valutative della presente Relazione, abbiamo preso in considerazione un *panel* composto da circa n. 20 OPA, ritenuto sufficientemente rappresentativo, realizzate nel periodo compreso fra il 2016 e il 2019.

Dall'analisi del suddetto campione è emerso che il premio implicito mediamente riconosciuto rispetto alla media delle quotazioni dei titoli oggetto di OPA nei 12, 6, 3 e 1 mesi antecedenti la comunicazione dell'offerta è compreso fra il +21% e il +27% ed è mediamente pari a circa il +24%, così come illustrato nella seguente tabella:

Analisi premi di OPA			
Media	Campione		OPA
	Media	Mediana	
12 mesi	+20,8%	+19,8%	+26,9%
6 mesi	+23,2%	+19,9%	+23,3%
3 mesi	+26,0%	+23,8%	+23,3%
1 mese	+27,4%	+29,1%	+30,1%
Media	+24,3%	+23,2%	+25,9%
Min	+20,8%	+19,8%	+23,3%
Max	+27,4%	+29,1%	+30,1%

Fonte: Comunicati stampa societari.

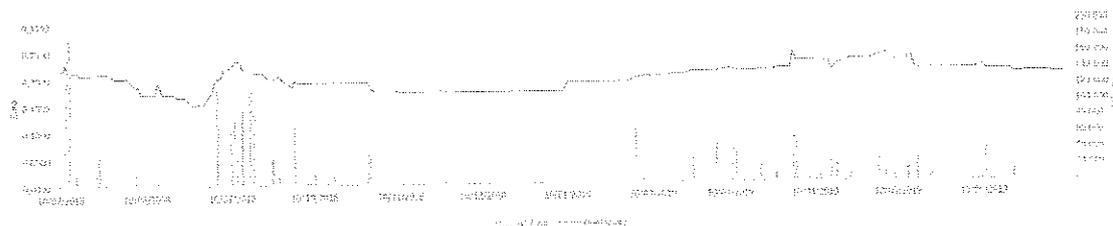
Attraverso l'applicazione di tale metodologia al caso in esame è emerso che il corrispettivo dell'Offerta offerto ai portatori delle Azioni di Risparmio, pari ad unitari € 0,27, incorpora un premio, rispetto alla media delle quotazioni delle Azioni di Risparmio di Zucchi nei 12, 6, 3 e 1 mesi antecedenti la data del 9 luglio 2019, compreso fra il 23% e il +30% ed è pari, in media, al +26%. Pertanto, il prezzo dell'OPA sulle Azioni di Risparmio di Zucchi è sostanzialmente linea con la media dei premi corrisposti nelle transazioni similari analizzate.

4.3. Metodo delle quotazioni di Borsa

L'applicazione di tale metodologia consiste nella stima del valore economico della società oggetto di valutazione mediante l'utilizzo della capitalizzazione di Borsa rilevata sulle base di quotazioni del titolo registrate in intervalli di tempo ritenuti sufficientemente significativi.

Sulla base dell'analisi dell'andamento delle quotazioni delle Azioni di Risparmio nei 12, 6, 3 e 1 mesi antecedenti il 9 luglio 2019 i prezzi medi di tale strumento sono stati i seguenti:

Quotazioni Azioni di Risparmio Zucchi – Quotazioni comprese tra il 10 luglio 2018 e il 9 luglio 2019



Fonte: Borsa Italiana.

Azioni risparmio - Quotazioni medie (€)		
Media	Media S _t	Media P _t
12 mesi	0,20	0,21
6 mesi	0,21	0,22
3 mesi	0,21	0,22
1 mese	0,20	0,21
Media	0,21	0,21
Premio di OPA	+31,1%	+25,9%

Media S_t: media semplice.
Media P_t: media aritmetica ponderata.

Pertanto, sulla base dell'analisi dell'andamento delle quotazioni delle Azioni di Risparmio il prezzo dell'OPA offre un premio mediamente pari al +31% circa rispetto alla media semplice delle quotazioni delle stesse nel periodo anzidetto ed a circa il +26% rispetto alla media ponderata delle quotazioni.

4.4. Sintesi dei risultati ottenuti

Di seguito si riportano, in sintesi, i risultati ottenuti attraverso l'applicazione delle metodologie illustrate nei precedenti paragrafi:

Riepilogo considerazioni valutative			
	€ per azione		
	Min	Max	OPA
Metodo DDM	0,26	0,30	0,27
	Premio %		
	Media	Mediana	OPA
Premio OPA - Operazioni	24,3%	23,2%	25,9%
Quotazioni - Media semplice	n.a.	n.a.	31,1%
Quotazioni - Media ponderata	n.a.	n.a.	25,9%

Dall'applicazione dei metodi valutativi utilizzati emerge che il corrispettivo di € 0,27 per azione risulta essere compreso nell'intervallo valutativo individuato ed il premio dell'OPA è in linea sia con la media (ed alla mediana) dei premi delle OPA riferiti alle altre operazioni analizzate, sia rispetto alla media delle quotazioni delle Azioni di Risparmio.

Si precisa tuttavia, che i prezzi delle quotazioni delle Azioni di Risparmio di Zucchi sono poco significativi giacché condizionati dai seguenti fattori: (i) flottante limitato (le Azioni di Risparmio sono pari allo 0,14% del totale azioni della Società in circolazione), (ii) ridotti volumi di scambio (il rapporto fra i volumi scambiati/Azioni di Risparmio negli ultimi 12 mesi è pari al 57% circa).

5. CONCLUSIONI

Sulla base delle analisi svolte nell'ambito delle finalità dell'incarico conferitoci da Zucchi, tenuto conto delle ipotesi e delle limitazioni illustrate al paragrafo 2.1, è **opinione della scrivente che il corrispettivo unitario che il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente intende proporre nell'ambito dell'OPA sulle Azioni di Risparmio di Zucchi, pari a € 0,27, debba ritenersi congruo dal punto di vista finanziario.**

Vincenzo Zucchi S.p.A.

Addendum alla *Fairness opinion* sul rapporto di Conversione Obbligatoria
delle Azioni di Risparmio in Azioni Ordinarie di Vincenzo Zucchi S.p.A.

Milano, 5 agosto 2019

Milano – Roma – Bologna – Brescia – Varese – Cagliari – Ancona – Pescara

AUDIREVI TRANSACTION SERVICES S.r.l., Società di consulenza aziendale – Sede Legale: Via Paolo da Cannobio 33 – 20122 Milano
Tel +39.02.87070700 – Fax +39.0287070719 – www.audirevi.it – Cod. Fis. e P.I. 08785600969
mail: info@audirevi.it – PEC: audirevi.transaction.services@legalmail.it

Riservata e confidenziale

Spettabile
Vincenzo Zucchi S.p.A.
Via Legnano, 24
20027 Rescaldina (MI)

C.se att. del Consiglio di Amministrazione

Milano, 5 agosto 2019

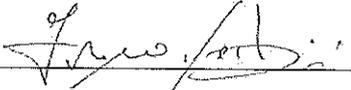
Oggetto: Addendum alla *Fairness opinion* sul rapporto di Conversione Obbligatoria delle Azioni di Risparmio in Azioni Ordinarie di Vincenzo Zucchi S.p.A.

Spettabile Società ed Egregi Signori,

con riferimento all'incarico conferitoci in data 30 maggio 2019, alleghiamo l'addendum alle conclusioni (l'"**Addendum**") contenute nella nostra relazione di congruità, dal punto di vista finanziario, a beneficio esclusivo del Consiglio di Amministrazione di Vincenzo Zucchi S.p.A., a supporto delle determinazioni di Vostra competenza in relazione al rapporto di Conversione Obbligatoria delle Azioni di Risparmio in Azioni Ordinarie di Vincenzo Zucchi S.p.A., da noi emessa in data 9 luglio 2019.

Nel rimanere a Vostra disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento, Vi porgiamo i nostri migliori saluti.

Audirevi Transaction Services S.r.l.



Dottor Ivano Nerbini

Premessa

Considerato che:

- i. il Consiglio di Amministrazione della Vincenzo Zucchi S.p.A. (di seguito "**Zucchi**" o la "**Società**"), ha deliberato, in data 9 luglio 2019, la promozione di un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle Azioni di Risparmio di Zucchi, e la successiva conversione delle stesse in Azioni Ordinarie di Zucchi (la "**Conversione Obbligatoria**"), per il corrispettivo di Euro 0,27 per Azione di Risparmio (l'"**Offerta**" o l'"**OPA**"), deliberando, a tale fine:
 - di sottoporre all'Assemblea Ordinaria dei soci, convocata per il 9 agosto 2019, la proposta di autorizzazione all'acquisto delle n. 3.427.403 Azioni di Risparmio della Società, rappresentative dello 0,14% del capitale sociale della Società, mediante la promozione di un'offerta pubblica di acquisto volontaria ai sensi dell'art. 144-bis, comma 1, lett. a), del Regolamento adottato da Consob con delibera n. 11971/1999, per il corrispettivo di Euro 0,27 per Azione;
 - di sottoporre all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria dei Soci e all'Assemblea Speciale dei possessori di azioni di risparmio, convocate per il 9 agosto 2019, la proposta di conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie (previa modifica dell'art. 5 dello Statuto sociale), sulla base di un rapporto di conversione pari a 3,9 Azioni Ordinarie per ciascuna Azione di Risparmio convertita (il "**Rapporto di Conversione**").
- ii. il Consiglio di Amministrazione di Zucchi, nell'ambito del citato contesto, ha incaricato Audirevi Transaction Services S.r.l. (di seguito "**ATS**") di emettere una relazione di congruità, dal punto di vista finanziario, a supporto delle determinazioni di propria competenza in merito al rapporto di conversione delle Azioni di Risparmio in Azioni Ordinarie (di seguito la "**Fairness Opinion**" o la "**Relazione**");
- iii. in ottemperanza all'incarico ricevuto ATS ha emesso, in data 9 luglio 2019, a beneficio del Consiglio di Amministrazione di Zucchi, il proprio parere di congruità recante le seguenti conclusioni:

"Sulla base delle analisi svolte nell'ambito delle finalità dell'incarico conferitoci da Zucchi, tenuto conto delle ipotesi e delle limitazioni illustrate al paragrafo 2.1, è opinione della scrivente che il rapporto di conversione delle Azioni di Risparmio in Azioni Ordinarie, pari a 3,9x, che il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente intende proporre ai fini della Conversione Obbligatoria debba ritenersi congruo dal punto di vista finanziario"¹.

Successivamente all'emissione della nostra Relazione, ci è stato richiesto di verificare, a favore del Consiglio di Amministrazione di Zucchi, gli effetti sulla congruità del Rapporto di Conversione Obbligatoria di talune trattative, attualmente in corso con i creditori finanziari di Zucchi ed alcuni possibili nuovi finanziatori, il cui contenuto, nonché lo stato di avanzamento, ci è stato anticipato dal *management* della Società, sulla base di documenti ancora in bozza. Tali trattative, che saranno sottoposte all'attenzione del Consiglio di Amministrazione di Zucchi nel corso dell'adunanza convocata per il 5 agosto 2019, sono finalizzate a definire una possibile operazione di rifinanziamento dell'indebitamento esistente della società mediante l'erogazione di un finanziamento *in bonis* (il "**Rifinanziamento**") al fine di dar corso al rimborso dell'attuale esposizione debitoria della Società disciplinata dall'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis e 187-septies del Regio Decreto del 16 marzo 1942 n. 267 di cui la Società è parte (l'"**Accordo di Ristrutturazione**"). Più in particolare, sulla base delle trattative in essere, come rappresentateci da Zucchi, il Rifinanziamento prevederebbe, in sintesi:

¹ Fonte: *Fairness opinion* sul rapporto di Conversione Obbligatoria delle Azioni di Risparmio in Azioni Ordinarie di Vincenzo Zucchi S.p.A. emessa da ATS in data 9 luglio 2019

- lo stralcio, da parte dei creditori finanziari, di una porzione dell'indebitamento esistente;
- l'erogazione di un nuovo finanziamento per consentire il rifinanziamento dell'intero indebitamento residuo;
- concessione di una linea di finanziamento del capitale circolante.

Ove il Rifinanziamento fosse perfezionato, lo stesso determinerebbe, *inter alia*:

- i. la risoluzione dell'Accordo di Ristrutturazione per mutuo consenso dalle relative parti, con conseguente venir meno di tutti gli effetti ed i vincoli posti, in capo a Zucchi, in esecuzione all'Accordo stesso;
- ii. la cessazione del patrimonio destinato ad uno specifico affare ex art. 2447-bis c.c. costituito dalla Società.

Nonostante, alla data odierna, i termini e le condizioni del Rifinanziamento, non siano compiutamente definiti, e la Società non abbia sottoscritto alcun accordo in relazione alla suddetta Operazione, né con i suoi creditori finanziari, né con i possibili nuovi finanziatori, tenuto conto di quanto precedentemente illustrato, al fine di fornire al mercato informativa sugli effetti che l'eventuale approvazione del Rifinanziamento avrebbe sulla Conversione Obbligatoria, la Società ha richiesto ad ATS di valutare gli effetti, sulle conclusioni della citata *Fairness Opinion*, assumendo il perfezionamento del Rifinanziamento, sulla base dei termini e delle condizioni attualmente disponibili, così come ipotizzati ed illustrati dal *management* di Zucchi.

Osservazioni sul Rifinanziamento

La potenziale operazione di Rifinanziamento in corso di trattativa, e in attesa di formale approvazione, secondo quanto rappresentoci dal *management* della Società, nelle intenzioni di Zucchi si sostanzierebbe nel:

- i. la risoluzione dell'Accordo di Ristrutturazione per mutuo consenso dalle relative parti, con conseguente venir meno di tutti gli effetti ed i vincoli posti, in capo a Zucchi, in esecuzione all'Accordo stesso;
- ii. la cessazione del patrimonio destinato ad uno specifico affare ex art. 2447-bis c.c. costituito dalla Società.

Al riguardo, l'accordo alla base di tale operazione di Rifinanziamento non è ancora stato siglato: di conseguenza non si ha evidenza delle condizioni di dettaglio dell'operazione stessa, e dei relativi effetti. Il *management* di Zucchi non ha ritenuto necessario provvedere ad un aggiornamento delle informazioni economico-finanziarie prospettiche contenute nel *business plan* 2019-2023, predisposto dal *management* della Società ai fini delle determinazioni nell'ambito della definizione rapporto di conversione delle Azioni di Risparmio in Azioni Ordinarie di Zucchi, da noi acquisito ed utilizzato per la redazione della *Fairness Opinion*.

Sulla base di quanto rappresentoci in via informale dal *management* della Società, il perfezionamento dell'Operazione, nei termini e secondo le modalità illustrateci da Zucchi, in virtù delle specifiche pattuizioni e delle modalità attuative contemplate nelle intenzioni dei proponenti, non determinerebbe alcun impatto sulla congruità del Rapporto di Conversione rispetto all'intervallo di valori da noi identificato ai fini del Rapporto di Conversione nell'ambito della citata *Fairness Opinion* attraverso l'applicazione del *Dividend Discount Model* e dell'*Unlevered Discounted Cash Flow*.

Limitazioni

La potenziale operazione di Rifinanziamento in corso di trattativa, secondo quanto rappresentoci dalla Società, nelle intenzioni di Zucchi, sarà formalizzata nel corso dei prossimi mesi.

Le conclusioni cui siamo pervenuti si basano sulle informazioni, ancorché non ufficiali, comunicateci dal *management* di Zucchi, sulla base delle loro migliori conoscenze, alla data odierna, circa i possibili esiti dell'operazione di Rifinanziamento. Abbiamo, pertanto, fatto pieno ed esclusivo affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutti i dati disponibili e di tutte le informazioni scritte e verbali ricevute ai fini del presente Addendum. Tali informazioni fanno riferimento a trattative ad oggi non ancora formalizzate, di conseguenza la conclusione definitiva di tali accordi, secondo modalità e valori sostanzialmente diversi da quelli rappresentati dal *management* della Società, potrebbe influenzare le risultanze della presente analisi, rendendo inattendibili le conclusioni formulate. Tale eventualità, indipendente dalla volontà della Società, risulta, per sua stessa natura, caratterizzata da connaturati elementi di soggettività ed incertezza e, in particolare, dal rischio che si verifichino eventi ed azioni ad oggi non prevedibili. In ipotesi di disapplicazione di detta assunzione, le conclusioni del presente Addendum potrebbero rivelarsi non attendibili. Pertanto, si declina ogni responsabilità ove le conclusioni esposte fossero inficiate dalla non completezza e non accuratezza delle informazioni scritte e verbali fornite da Zucchi.

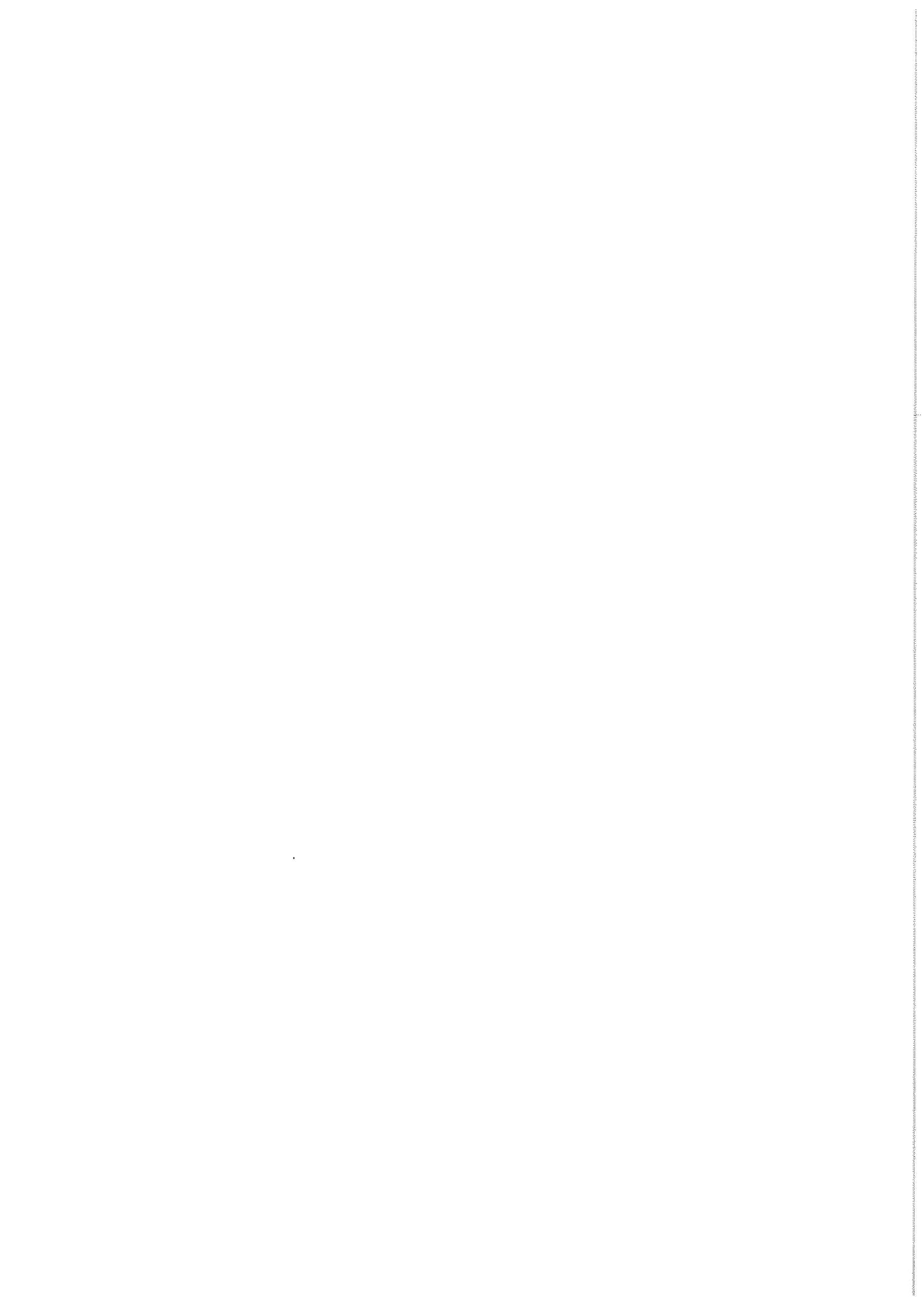
Il presente documento costituisce un addendum alla più completa *Fairness Opinion*, da noi emessa in data 9 luglio 2019: la lettura dello stesso non esaurisce, né sopperisce in maniera esaustiva, alla lettura integrale della *Fairness Opinion*, nell'ambito del quale indichiamo, illustriamo e circostanziamo le considerazioni alla base delle conclusioni ivi riportate, il cui contenuto integra i commenti e le conclusioni esposti nel presente documento. Non potremo, quindi, essere ritenuti responsabili di qualsiasi danno derivante da ogni affidamento, fatto sul contenuto del presente documento, in relazione ad informazioni parziali o incomplete in conseguenza della lettura del presente documento non integrata da contestuale lettura della *Fairness Opinion*.

Il nostro lavoro è stato completato in data 5 agosto 2019 e, successivamente a tale data, non abbiamo svolto alcun lavoro o effettuato alcuna ulteriore analisi.

Conclusioni

Tenuto conto delle ipotesi e delle limitazioni illustrate, non abbiamo riscontrato elementi tali da farci ritenere che, nell'ipotesi in cui il Rifinanziamento sia perfezionato nei termini e nelle modalità, in attesa di formale approvazione, rappresentateci dal *management* di Zucchi, le conclusioni della *Fairness Opinion* da noi emessa in data 9 luglio 2019 sul Rapporto di Conversione Obbligatoria delle Azioni di Risparmio in Azioni Ordinarie di Vincenzo Zucchi S.p.A. non risultino valide alla data odierna.

Il presente documento contiene esclusivamente un Addendum alle risultanze cui siamo pervenuti in esito alle analisi svolte nell'ambito della citata *Fairness Opinion*: pertanto, ai fini di una completa e corretta valutazione, lo stesso non può essere considerato disgiuntamente dalla *Fairness Opinion* cui le conclusioni su esposte fanno riferimento.



Vincenzo Zucchi S.p.A.

Addendum alla *Fairness opinion* sull'Offerta Pubblica di Acquisto volontaria
totalitaria sulle Azioni di Risparmio di Vincenzo Zucchi S.p.A.

Milano, 5 agosto 2019

Milano – Roma – Bologna – Brescia – Varese – Cagliari – Ancona – Pescara

AUDIREVI TRANSACTION SERVICES S.r.l. Società di consulenza aziendale – Sede Legale: Via Paolo da Cannobio 33 – 20122 Milano
Tel +39.02.87070700 – Fax +39.0287070719 – www.audirevi.it – Cod. Fis. e P.I. 08785600969
mail: info@audirevi.it – PEC: audirevi.transaction.services@legalmail.it

Riservata e confidenziale

Spettabile
Vincenzo Zucchi S.p.A.
Via Legnano, 24
20027 Rescaldina (MI)

C.se att. del Consiglio di Amministrazione

Milano, 5 agosto 2019

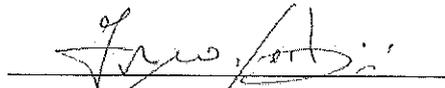
Oggetto: Addendum alla *Fairness opinion* sull'Offerta Pubblica di Acquisto volontaria totalitaria sulle Azioni di Risparmio di Vincenzo Zucchi S.p.A.

Spettabile Società ed Egregi Signori,

con riferimento all'incarico conferitoci in data 30 maggio 2019, alleghiamo l'addendum alle conclusioni (**"Addendum"**) contenute nella nostra relazione di congruità, dal punto di vista finanziario, a beneficio esclusivo del Consiglio di Amministrazione di Vincenzo Zucchi S.p.A., a supporto delle determinazioni di Vostra competenza in relazione all'operazione di Offerta Pubblica di Acquisto volontaria totalitaria promossa dalla società stessa sulle proprie Azioni di Risparmio attualmente in circolazione, da noi emessa in data 9 luglio 2019.

Nel rimanere a Vostra disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento, Vi porgiamo i nostri migliori saluti.

Audirevi Transaction Services S.r.l.



Dottor Ivano Nerbini

Premessa

Considerato che:

- i. il Consiglio di Amministrazione della Vincenzo Zucchi S.p.A. (di seguito **"Zucchi"** o la **"Società"**), ha deliberato, in data 9 luglio 2019, la promozione di un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle Azioni di Risparmio di Zucchi, e la successiva conversione delle stesse in Azioni Ordinarie di Zucchi (la **"Conversione Obbligatoria"**), per il corrispettivo di Euro 0,27 per Azione di Risparmio (l'**"Offerta"** o l'**"OPA"**), deliberando, a tale fine:
 - di sottoporre all'Assemblea Ordinaria dei soci, convocata per il 9 agosto 2019, la proposta di autorizzazione all'acquisto delle n. 3.427.403 Azioni di Risparmio della Società, rappresentative dello 0,14% del capitale sociale della Società, mediante la promozione di un'offerta pubblica di acquisto volontaria ai sensi dell'art. 144-bis, comma 1, lett. a), del Regolamento adottato da Consob con delibera n. 11971/1999, per il corrispettivo di Euro 0,27 per Azione;
 - di sottoporre all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria dei Soci e all'Assemblea Speciale dei possessori di azioni di risparmio, convocate per il 9 agosto 2019, la proposta di conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie (previa modifica dell'art. 5 dello Statuto sociale), sulla base di un rapporto di conversione pari a 3,9 Azioni Ordinarie per ciascuna Azione di Risparmio convertita (il **"Rapporto di Conversione"**);
- ii. il Consiglio di Amministrazione di Zucchi, nell'ambito del citato contesto, ha incaricato Audirevi Transaction Services S.r.l. (di seguito **"ATS"**) di emettere una relazione di congruità, dal punto di vista finanziario a supporto delle determinazioni di propria competenza in merito al corrispettivo dell'Offerta (di seguito la **"Fairness Opinion"** o la **"Relazione"**);
- iii. in ottemperanza all'incarico ricevuto ATS ha emesso, in data 9 luglio 2019, a beneficio del Consiglio di Amministrazione di Zucchi, il proprio parere di congruità recante le seguenti conclusioni:

"Sulla base delle analisi svolte nell'ambito delle finalità dell'incarico conferitoci da Zucchi, tenuto conto delle ipotesi e delle limitazioni illustrate al paragrafo 2.1, è opinione della scrivente che il corrispettivo unitario che il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente intende proporre nell'ambito dell'OPA sulle Azioni di Risparmio di Zucchi, pari a € 0,27, debba ritenersi congruo dal punto di vista finanziario"¹.

Successivamente all'emissione della nostra Relazione, ci è stato richiesto di verificare, a favore del Consiglio di Amministrazione di Zucchi, gli effetti sulla congruità dell'Offerta di talune trattative, attualmente in corso con i creditori finanziari di Zucchi ed alcuni possibili nuovi finanziatori, il cui contenuto, nonché lo stato di avanzamento, ci è stato anticipato dal *management* della Società, sulla base di documenti ancora in bozza. Tali trattative, che saranno sottoposte all'attenzione del Consiglio di Amministrazione di Zucchi nel corso dell'adunanza convocata per il 5 agosto 2019, sono finalizzate a definire una possibile operazione di rifinanziamento dell'indebitamento esistente della società mediante l'erogazione di un finanziamento *in bonis* (il **"Rifinanziamento"**) al fine di dar corso al rimborso dell'attuale esposizione debitoria della Società disciplinata dall'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis e 187-septies del Regio Decreto del 16 marzo 1942 n. 267 di cui la Società è parte (l'**"Accordo di Ristrutturazione"**). Più in particolare, sulla base delle trattative in essere, come rappresentateci da Zucchi, il Rifinanziamento prevederebbe, in sintesi:

- lo stralcio, da parte dei creditori finanziari, di una porzione dell'indebitamento esistente;

¹ Fonte: *Fairness opinion* sull'Offerta Pubblica di Acquisto volontaria totalitaria sulle Azioni di Risparmio di Vincenzo Zucchi S.p.A. emessa da ATS in data 9 luglio 2019

- l'erogazione di un nuovo finanziamento per consentire il rifinanziamento dell'intero indebitamento residuo;
- concessione di una linea di finanziamento del capitale circolante.

Ove il Rifinanziamento fosse perfezionato, lo stesso determinerebbe, *inter alia*:

- i. la risoluzione dell'Accordo di Ristrutturazione per mutuo consenso dalle relative parti, con conseguente venir meno di tutti gli effetti ed i vincoli posti, in capo a Zucchi, in esecuzione all'Accordo stesso;
- ii. la cessazione del patrimonio destinato ad uno specifico affare ex art. 2447-bis c.c. costituito dalla Società.

Nonostante alla data odierna, i termini e le condizioni del Rifinanziamento, non siano compiutamente definiti, e la Società non abbia sottoscritto alcun accordo in relazione alla suddetta Operazione, né con i suoi creditori finanziari, né con i possibili nuovi finanziatori, tenuto conto di quanto precedentemente illustrato, al fine di fornire al mercato informativa sugli effetti che l'eventuale approvazione del Rifinanziamento avrebbe sull'Offerta, la Società ha richiesto ad ATS di valutare gli effetti, sulle conclusioni della citata *Fairness Opinion*, assumendo il perfezionamento del Rifinanziamento, sulla base dei termini e delle condizioni attualmente disponibili, così come ipotizzati ed illustrati dal *management* di Zucchi.

Osservazioni sul Rifinanziamento

La potenziale operazione di Rifinanziamento in corso di trattativa, e in attesa di formale approvazione, secondo quanto rappresentatoci dal *management* della Società, nelle intenzioni di Zucchi si sostanzierebbe nel:

- i. la risoluzione dell'Accordo di Ristrutturazione per mutuo consenso dalle relative parti, con conseguente venir meno di tutti gli effetti ed i vincoli posti, in capo a Zucchi, in esecuzione all'Accordo stesso;
- ii. la cessazione del patrimonio destinato ad uno specifico affare ex art. 2447-bis c.c. costituito dalla Società.

Al riguardo, l'accordo alla base di tale operazione di Rifinanziamento non è ancora stato siglato: di conseguenza non si ha evidenza delle condizioni di dettaglio dell'operazione stessa, e dei relativi effetti. Il *management* di Zucchi non ha ritenuto necessario provvedere ad un aggiornamento delle informazioni economico-finanziarie prospettiche contenute nel *business plan* 2019-2023, predisposto dal *management* della Società ai fini delle determinazioni nell'ambito dell'Offerta e da noi acquisito ed utilizzato per la redazione della *Fairness Opinion*.

Sulla base di quanto rappresentatoci in via informale dal *management* della Società, il perfezionamento dell'Operazione, nei termini e secondo le modalità illustrateci da Zucchi, in virtù delle specifiche pattuizioni e delle modalità attuative contemplate nelle intenzioni dei proponenti, non determinerebbe alcun impatto ulteriore sull'intervallo di valori da noi identificato nell'ambito della citata *Fairness Opinion* attraverso l'applicazione del *Dividend Discount Model*.

Limitazioni

La potenziale operazione di Rifinanziamento in corso di trattativa, secondo quanto rappresentatoci dalla Società, nelle intenzioni di Zucchi, sarà formalizzata nel corso dei prossimi mesi.

Le conclusioni cui siamo pervenuti si basano sulle informazioni, ancorché non ufficiali, comunicateci dal *management* di Zucchi, sulla base delle loro migliori conoscenze, alla data odierna, circa i possibili esiti dell'operazione di Rifinanziamento. Abbiamo, pertanto, fatto pieno ed esclusivo affidamento sulla

veridicità, accuratezza e completezza di tutti i dati disponibili e di tutte le informazioni scritte e verbali ricevute ai fini del presente Addendum. Tali informazioni fanno riferimento a trattative ad oggi non ancora formalizzate, di conseguenza la conclusione definitiva di tali accordi, secondo modalità e valori sostanzialmente diversi da quelli rappresentati dal *management* della Società, potrebbe influenzare le risultanze della presente analisi, rendendo inattendibili le conclusioni formulate. Tale eventualità, indipendente dalla volontà della Società, risulta, per sua stessa natura, caratterizzata da connaturati elementi di soggettività ed incertezza e, in particolare, dal rischio che si verifichino eventi ed azioni ad oggi non prevedibili. In ipotesi di disapplicazione di detta assunzione, le conclusioni del presente Addendum potrebbero rivelarsi non attendibili. Pertanto, si declina ogni responsabilità ove le conclusioni esposte fossero inficiate dalla non completezza e non accuratezza delle informazioni scritte e verbali fornite da Zucchi.

Il presente documento costituisce un addendum alla più completa *Fairness Opinion*, da noi emessa in data 9 luglio 2019: la lettura dello stesso non esaurisce, né sopperisce in maniera esaustiva, alla lettura integrale della *Fairness Opinion*, nell'ambito del quale indichiamo, illustriamo e circostanziamo le considerazioni alla base delle conclusioni ivi riportate, il cui contenuto integra i commenti e le conclusioni esposti nel presente documento. Non potremo, quindi, essere ritenuti responsabili di qualsiasi danno derivante da ogni affidamento, fatto sul contenuto del presente documento, in relazione ad informazioni parziali o incomplete in conseguenza della lettura del presente documento non integrata da contestuale lettura della *Fairness Opinion*.

Il nostro lavoro è stato completato in data 5 agosto 2019 e, successivamente a tale data, non abbiamo svolto alcun lavoro o effettuato alcuna ulteriore analisi.

Conclusioni

Tenuto conto delle ipotesi e delle limitazioni illustrate, non abbiamo riscontrato elementi tali da farci ritenere che, nell'ipotesi in cui il Rifiinanziamento sia perfezionato nei termini e nelle modalità, in attesa di formale approvazione, dal *management* di Zucchi, le conclusioni della *Fairness Opinion* da noi emessa in data 9 luglio 2019 sull'Offerta Pubblica di Acquisto volontaria totalitaria sulle Azioni di Risparmio di Vincenzo Zucchi S.p.A. non risultino valide alla data odierna.

Il presente documento contiene esclusivamente un Addendum alle risultanze cui siamo pervenuti in esito alle analisi svolte nell'ambito della citata *Fairness Opinion*: pertanto, ai fini di una completa e corretta valutazione, lo stesso non può essere considerato disgiuntamente dalla *Fairness Opinion* cui le conclusioni su esposte fanno riferimento.

