



## **GRUPPO CERAMICHE RICCHETTI S.P.A.**

Relazione della società di revisione sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, del D.Lgs. 58/1998

Protocollo n. RC006312019BD0044

## Relazione della società di revisione

sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, del D.Lgs. 58/1998

Agli Azionisti della  
Gruppo Ceramiche Ricchetti S.p.A.

---

### 1. Motivo e oggetto dell'incarico

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quinto comma del Codice Civile e dell'articolo 158, primo comma, del D.Lgs. 58/1998 ("TUIF"), abbiamo ricevuto dalla società Gruppo Ceramiche Ricchetti S.p.A. (nel seguito "GCR" o la "Società") la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 1 marzo 2019 redatta ai sensi e per gli effetti dell'art. 2441, sesto comma del Codice Civile e degli artt. 72 e 84-ter del Regolamento adottato con delibera Consob del 14 maggio 1999 n. 11971, come successivamente modificato e integrato (il "Regolamento Emittenti"), nonché in conformità agli schemi 2 e 3 previsti dall'Allegato 3A del medesimo Regolamento Emittenti, che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione (la "Relazione degli Amministratori" o la "Relazione").

La suddetta proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, si articola come segue:

- l'emissione di strumenti finanziari partecipativi riservati in sottoscrizione a QuattroR SGR S.p.A. (gli "SFP GCR"), previa modifica dello statuto sociale, nonché l'approvazione del relativo regolamento, e
- l'aumento di capitale a pagamento e in via scindibile per un importo complessivo di massimi Euro 41.145.703,48, con esclusione del sovrapprezzo, da riservare in sottoscrizione al socio Finkéramos S.p.A. ("Finkéramos") ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma del Codice Civile, mediante emissione (anche in più tranches) di massime n. 191.375.365 nuove azioni ordinarie GCR, prive del valore nominale, aventi il medesimo godimento delle azioni ordinarie GCR in circolazione alla data della loro emissione (l'"Aumento Riservato").

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha quindi per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale di GCR da perfezionarsi mediante emissione di massime n. 191.375.365 nuove azioni ordinarie GCR ("Nuove Azioni"), prive del valore nominale, aventi il medesimo godimento delle azioni ordinarie GCR in circolazione alla data della loro emissione, da riservare a Finkéramos ai sensi del quinto comma dell'art. 2441 del Codice Civile.

La proposta del suddetto aumento di capitale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata in prima convocazione per il giorno 22 marzo 2019 e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 23 marzo 2019.

Nell'ambito dell'operazione cui si riferisce la presente relazione, il Consiglio di Amministrazione di GCR si è avvalso dell'attività di supporto di EY Advisory S.p.A. in qualità di *Advisor* esterno (di seguito l'"*Advisor*"). L'*Advisor* ha provveduto ad emettere, in data 4 febbraio 2019, una *fairness opinion* finalizzata a supportare il Consiglio di Amministrazione nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni rinvenienti dall'aumento di capitale sociale di GCR, le cui conclusioni sono state fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione della Società nella propria Relazione.

In riferimento all'operazione descritta il Consiglio di Amministrazione della Società ci ha conferito l'incarico di esprimere, ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, del TUIF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni di GCR.

## 2. Sintesi dell'operazione

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, la proposta di Aumento Riservato - così come l'emissione degli SFP GCR - si colloca nell'ambito del progetto di risanamento dell'esposizione debitoria, rafforzamento patrimoniale e finanziario, nonché rilancio, dal punto di vista industriale, della Società e del gruppo GCR, intrapresa con la sottoscrizione in data 10 agosto 2018 dell'accordo di investimento da parte di QuattroR SGR S.p.A. ("QuattroR"), Fincisa S.p.A. ("Fincisa") e Ceramiche Industriali di Sassuolo e Fiorano S.p.A. ("CISF" e, congiuntamente a Fincisa, i "Soci Storici") finalizzato all'acquisizione da parte di Finkéramos di una partecipazione di controllo nella GCR e alla valorizzazione di GCR mediante l'apporto di risorse finanziarie e competenze gestionali (l'"Operazione").

L'esecuzione dell'Operazione risultava subordinata alla sottoscrizione da parte di GCR - poi avvenuta in data 28 dicembre 2018 - di una convenzione di ristrutturazione e risanamento del proprio indebitamento bancario (l'"Accordo di Risanamento") al servizio del piano industriale e finanziario del gruppo GCR relativo al periodo 2019-2023, approvato dal Consiglio di Amministrazione di GCR in data 19 dicembre 2018 e attestato dal dott. Massimiliano Bonamini in data 27 dicembre 2018, ai sensi dell'art. 67, comma 3, lett. d), della Legge Fallimentare (il "Piano").

L'Accordo di Risanamento prevedeva, tra le altre operazioni, (i) l'apporto nella GCR di risorse finanziarie per Euro 30 milioni tramite uno o più aumenti di capitale, (ii) la conversione in capitale di finanziamenti soci erogati a GCR per circa Euro 10,5 milioni (i "Finanziamenti Soci"); (iii) la cessione da parte degli istituti di credito finanziatori a favore di QuattroR di tutti i crediti vantati dagli stessi nei confronti di GCR pari, a tale data, ad Euro 34,6 milioni in linea capitale e interessi (i "Crediti MLT") e la successiva conversione degli stessi Crediti MLT, per la quota capitale, in strumenti finanziari partecipativi emessi da GCR (i.e. gli SFP GCR); (iv) la conferma da parte delle banche finanziatrici di linee di credito finanziarie per Euro 1,2 milioni e di linee di credito commerciali per Euro 18,5 milioni.

L'Aumento di Capitale e l'emissione degli SFP GCR risultano, pertanto, funzionali al rafforzamento patrimoniale di GCR e all'apporto di risorse finanziarie necessarie a sostenere e implementare il piano industriale e finanziario del gruppo GCR relativo al periodo 2019-2023. Infatti, in ordine all'attuazione delle misure previste nel Piano, l'Aumento Riservato per un importo di complessivi Euro 41.145.703,48 e la riduzione dell'esposizione debitoria relativa ai Crediti MLT, con la corrispondente patrimonializzazione di GCR conseguente alla loro "conversione" negli SFP GCR, costituiscono due delle azioni cardine per il conseguimento del risanamento patrimoniale e finanziario della medesima GCR previsto nel Piano.

Con riferimento alla situazione patrimoniale della Società, il Consiglio di Amministrazione evidenzia ulteriormente che, a seguito della sottoscrizione dell'Accordo di Risanamento (avvenuto, come detto, quale condizione e nel contesto del perfezionamento dell'Operazione), tramite l'apporto dei Crediti MLT a liberazione degli SFP GCR e delle risorse finanziarie necessarie a sostenere il Piano a mezzo della esecuzione dell'Aumento Riservato, la Società risulterà sostanzialmente priva di debiti finanziari, adeguatamente patrimonializzata e dotata delle risorse necessarie allo sviluppo e alla stabilizzazione dei flussi finanziari.

Inoltre, gli Amministratori ricordano che in data 25 febbraio 2019 Finkéramos ha dato avvio all'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, che ha quale obiettivo il delisting della Società (l'"Offerta"). Ne consegue che, anche in funzione del raggiungimento di detto scopo, l'Aumento di Capitale è riservato alla sottoscrizione della sola Finkéramos e non è prevista la richiesta di ammissione a quotazione delle Nuove Azioni emesse a valere su detto Aumento Riservato.

Le determinazioni del Consiglio di Amministrazione del 5 febbraio 2019 con riguardo alla convocazione dell'Assemblea trovano dunque la propria ragione nel risanamento e nel rilancio di GCR in conformità alle previsioni del Piano e nell'Accordo di Risanamento. Per i motivi sopra indicati, il Consiglio di Amministrazione ritiene che sia nell'interesse della Società procedere all'Aumento di Capitale da offrire in sottoscrizione, con esclusione del diritto di opzione, a Finkéramos, tenuto conto altresì dell'impegno assunto (anche nei confronti degli istituti di credito finanziatori e della medesima GCR) nel contesto dell'Operazione da QuattroR e dai Soci Storici a fare sì che Finkéramos doti GCR delle risorse finanziarie necessarie per l'implementazione del Piano mediante l'integrale sottoscrizione e liberazione dell'Aumento Riservato (anche in distinte tranche) ad un prezzo per ciascuna azione GCR pari al valore del conferimento in Finkéramos della partecipazione GCR (i.e. Euro 0,215) e per un importo complessivo di massimi Euro 41.145.703,48.

---

L'Aumento Riservato, inoltre, va inquadrato nel complesso dell'Operazione che comprende anche l'acquisto da parte di QuattroR dei Crediti MLT e la loro successiva conversione in SFP GCR, configurando un sostegno finanziario complessivo all'operazione da parte di QuattroR stessa. Il Consiglio di Amministrazione segnala che l'esatto ammontare dell'Aumento Riservato, che sarà sottoscritto da Finkéramos, sarà determinato in ragione dell'importo puntuale degli interessi maturati sui finanziamenti soci alla data di loro effettiva compensazione nel contesto della liberazione dell'Aumento di Capitale medesimo, tenuto conto delle esigenze del Piano.

Gli Amministratori ritengono che l'Aumento Riservato, così come l'emissione degli SFP GCR, siano gli strumenti necessari e funzionali per sostenere il Piano medesimo e per conseguire il risanamento patrimoniale e finanziario di GCR.

In relazione a Finkéramos, a cui la Società intende riservare in sottoscrizione le azioni di nuova emissione, gli Amministratori ricordano che la stessa è il veicolo societario costituito nel contesto dell'Operazione che ha promosso l'Offerta ai sensi degli artt. 102, 106, comma 1, del TUIF, anche per conto delle persone che agiscono di concerto con esso. Finkéramos è controllato da QuattroR con una partecipazione pari al 64,92% del relativo capitale sociale. QuattroR è la società di gestione del Fondo QuattroR, costituito nel 2017 con una dotazione di 711 milioni di Euro provenienti da investitori istituzionali italiani (tra i quali Cassa depositi e prestiti, Inail e Inarcassa) con la specifica finalità di enfatizzare la creazione di valore a lungo termine attraverso processi di ricapitalizzazione, ristrutturazione, riorganizzazione e rilancio di aziende italiane di medie e grandi dimensioni in temporanea situazione di crisi, ma dotate di solidi fondamentali industriali.

---

### 3. Natura e portata della presente relazione

La presente relazione emessa ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del D.Lgs. 58/1998, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini del previsto aumento di capitale.

Più precisamente, la presente relazione ha ad oggetto l'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, del criterio individuato dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni nell'ambito del citato Aumento di Capitale nonché sulla sua corretta applicazione.

Nell'esaminare i criteri adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori.

La nostra relazione non ha la finalità di esprimersi, e non si esprime, sulla fattibilità e sulle motivazioni economiche o strategiche alla base dell'Operazione.

Esula inoltre dall'ambito della presente relazione qualsivoglia considerazione con riferimento ai profili di opportunità e/o convenienza dell'Operazione per gli Azionisti di GCR, che rimane di esclusiva pertinenza dell'Assemblea degli Azionisti.

---

### 4. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie ed effettuato colloqui con la Direzione della stessa. Più in particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72 del Regolamento Consob 11971/99;
- verbale del Consiglio di Amministrazione del 5 febbraio 2019 che ha approvato la Relazione di cui sopra;
- Statuto vigente della Società;

- documentazione di dettaglio relativa alla valutazione predisposta dagli Amministratori, ai criteri e alle modalità di determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni GCR proposto per l'operazione in esame;
- bilanci di esercizio e consolidati di GCR al 31 dicembre 2017, da noi assoggettati a revisione contabile, le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 16 aprile 2018;
- relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2018 di GCR, da noi assoggettata a revisione contabile limitata, la cui relazione è stata emessa in data 19 dicembre 2018;
- piano industriale e finanziario del gruppo GCR relativo al periodo 2019-2023, approvato dal Consiglio di Amministrazione di GCR in data 19 dicembre 2018 e redatto con l'ausilio della società KPMG Advisory S.p.A.;
- *fairness opinion* sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni ai fini del descritto aumento di capitale, redatto dalla società di consulenza EY Advisory S.p.A. datata 4 febbraio 2019;
- andamento dei prezzi ufficiali di mercato delle azioni GCR S.p.A. registrati nei sei mesi precedenti alla data della Relazione degli Amministratori;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data odierna, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di GCR, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti le elaborazioni dei piani economico-finanziari sopra richiamati, nonché ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

## 5. Metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art 2441, quinto comma del Codice Civile, il sesto comma del medesimo articolo statuisce che il prezzo di emissione delle azioni è determinato dagli Amministratori *“in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre”*.

L'Advisor, le cui determinazioni sono state fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione, ha ritenuto di adottare, per la determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni, le seguenti metodologie valutative.

### Metodo delle Quotazioni di Borsa

Il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di adottare il criterio della quotazione di Borsa come una delle metodologie di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, considerando tale metodo idoneo a fornire un'indicazione del valore attribuito dal mercato alla Società, in quanto incorpora nel prezzo, almeno in parte, le informazioni a disposizione degli investitori e le aspettative da loro maturate in relazione alle *performance* aziendali future.

Mediante l'utilizzo del criterio delle quotazioni di Borsa gli Amministratori hanno riconosciuto alla Società un valore pari a quello attribuito dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate, individuando negli effettivi prezzi espressi dal mercato stesso, un indicatore del valore del capitale economico.

Ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di tenere conto della media aritmetica e della media ponderata per i volumi delle quotazioni del titolo GCR riferite ai 6 mesi - orizzonte temporale richiamato dall'art. 2441, comma 6, del Codice Civile e ritenuto rilevante dal Consiglio di Amministrazione - antecedenti al 5 febbraio 2019 (data di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione della proposta relativa all'Aumento Riservato) e, per completezza, al 28 dicembre 2018 (data di pubblicazione a cura di Finkéramos del comunicato ex art. 102 TUF avente ad oggetto l'Offerta ) e al 10 agosto 2018 (data in cui è stata annunciata l'Operazione).

Periodo di riferimento - ultimi 6 mesi dal:	Media semplice dei prezzi (in Euro)	Media dei prezzi ponderata per volumi (in Euro)	Valore della capitalizzazione determinata con la media semplice dei prezzi (in migliaia di Euro)	Valore della capitalizzazione determinata con la media dei prezzi ponderata per volumi (in migliaia di Euro)
5 febbraio 2019	0,211	0,213	17.251	17.400
28 dicembre 2018	0,212	0,214	17.377	17.498
10 agosto 2018	0,246	0,246	20.154	20.092

Alla luce delle analisi svolte, gli Amministratori hanno determinato il valore per azione della Società risultante dall'applicazione del criterio delle quotazioni di Borsa compreso tra 0,211 e 0,213 Euro per azione. In particolare, l'intervallo di valori è stato determinato calcolando, con riferimento ai prezzi registrati nei sopra citati periodi, la media semplice e la media ponderata per i rispettivi volumi.

Dalle analisi condotte, gli Amministratori evincono che i valori di quotazione delle azioni GCR precedenti la data in cui è stata annunciata l'Operazione (i.e. il 10 agosto 2018, con un valore pari a Euro 0,246 per singola azione GCR) e la data del 5 febbraio 2019 (valore pari a Euro 0,214 per singola azione GCR) si sono progressivamente allineati al prezzo di Euro 0,215, corrispondente al prezzo di emissione delle azioni GCR nel contesto dell'Aumento Riservato (e al corrispettivo dell'Offerta).

#### Metodi Finanziari

Il Consiglio di Amministrazione, inoltre, ha ritenuto di tenere conto anche del valore del capitale economico riveniente dall'applicazione del metodo finanziario c.d. Discounted Cash Flow ("Metodo del DCF") al Piano predisposto dal Consiglio di Amministrazione stesso in ipotesi di continuità aziendale e, quindi, contenente le risultanze relative alla manovra finanziaria complessiva che interesserà il gruppo GCR. In assenza del verificarsi della continuità aziendale, infatti, le proiezioni contenute nel Piano stesso non potrebbero essere considerate affidabili per le finalità delle analisi esposte nel prosieguo.

In particolare, gli Amministratori indicano che la tipologia di attività svolta dalla Società implica che gli aspetti di natura finanziaria assumano particolare rilevanza a fini valutativi (e.g. le previsioni circa l'evoluzione del fatturato e dei costi operativi, l'evoluzione degli investimenti in immobilizzazioni e delle poste di capitale circolante). Alla luce di ciò gli Amministratori ritengono appropriata l'adozione del Metodo del DCF ai fini della valorizzazione della Società.

Il Metodo del DCF, a detta degli Amministratori, correla il valore del capitale economico di un'azienda alla capacità di produrre flussi di cassa a livello operativo per la remunerazione di terzi finanziatori e degli azionisti. Gli Amministratori aggiungono che tale scelta risulta confortata dall'orientamento della dottrina prevalente e della prassi professionale, che indicano il Metodo del DCF come quello maggiormente diffuso e utilizzato nella valutazione d'azienda.

## **6. Difficoltà di valutazione riscontrate dal Consiglio di Amministrazione**

Gli Amministratori riportano, nella loro Relazione Illustrativa, le difficoltà incontrate in relazione alla determinazione del prezzo proposto per l'emissione di nuove azioni ordinarie nell'ambito del previsto Aumento di Capitale.

In particolare, gli stessi indicano che le stime effettuate risentono dei limiti e delle specificità proprie dei diversi metodi di valutazione utilizzati.



Gli Amministratori aggiungono che, relativamente all'utilizzo di dati previsionali, le metodologie di valutazione adottate si sono basate sui dati prospettici contenuti nel Piano, dati che, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono potenzialmente soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico di riferimento. Nello specifico, alcune assunzioni relative al Piano presentano profili di soggettività e rischio di particolare rilievo e la loro mancata realizzazione potrebbe incidere in modo significativo sui processi di riorganizzazione dell'attività aziendale e quindi sul raggiungimento degli obiettivi del medesimo Piano e, in particolare: (i) il processo di riposizionamento di *business*, nonché il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo, (ii) l'evoluzione della marginalità dei canali di vendita e (iii) la realizzazione delle attività di ristrutturazione e riorganizzazione.

Gli Amministratori indicano, altresì, che i risultati dei piani dipendono da variabili esogene di mercato e che l'evoluzione attesa di mercato presenta un rischio generale connesso alla variabilità dei risultati in termini di ricavi per canale di vendita, fortemente dipendenti dall'evoluzione di variabili esogene quali le condizioni macroeconomiche, l'evoluzione dei consumi, la crescita del PIL per paese, etc.

---

## 7. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dal Consiglio di Amministrazione

Come riportato nella Relazione degli Amministratori:

- l'applicazione del metodo principale di valutazione (Quotazioni di Borsa - media aritmetica e media ponderata per i volumi delle quotazioni del titolo GCR riferite a 6 mesi) indica un valore del capitale economico di GCR compreso tra Euro migliaia 17.251 ed Euro migliaia 17.498, per un valore per azione compreso tra Euro 0,211 ed Euro 0,213;
- l'applicazione del metodo di controllo (DCF - Discounted Cash Flow) restituisce un valore del capitale economico di GCR compreso tra Euro migliaia 12.400 ed Euro migliaia 18.500, per un valore per azione compreso tra Euro 0,157 ed Euro 0,234, che secondo gli Amministratori è da ritenersi compatibile con i risultati derivanti dall'applicazione del metodo principale.

Gli Amministratori, facendo proprie le valutazioni dell'*Advisor*, hanno ritenuto di determinare il valore unitario delle azioni di GCR di nuova emissione in Euro 0,215, ai fini del proposto aumento di capitale.

---

## 8. Lavoro svolto

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione della Società del 5 febbraio 2019;
- svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società;
- analizzato, sulla base di discussioni con gli Amministratori, il lavoro da loro svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i metodi valutativi da esso adottati ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle nuove azioni;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa del titolo GCR nei 6 mesi precedenti la data della Relazione;
- svolto analisi di sensibilità sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni GCR nei 6 mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori e, a tal fine, calcolato la media ponderata delle quotazioni del titolo nei diversi intervalli di 6 mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori, nonché verificata l'accuratezza dei conteggi effettuati da questi ultimi;

- verificata la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento, nonché la correttezza matematica del calcolo del prezzo di emissione delle azioni, effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione;
- svolto un'analisi di sensibilità, nell'ambito del Metodo del DCF adottato dal Consiglio di Amministrazione per la valutazione di GCR, con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nei parametri assunti;
- discusso con il management di GCR, ferme restando le incertezze e i limiti connessi a ogni tipo di elaborazione previsionale, il budget e i piani strategici allo scopo di verificare la ragionevolezza delle assunzioni su cui si fondano;
- raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la predisposizione dei piani strategici, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sulle assunzioni sottostanti le elaborazioni del piano, sui dati e sulle informazioni prese a considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data della nostra relazione, non sussistano modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

## 9. Commenti e precisazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni

La Relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione di aumento di capitale in esame descrive le motivazioni sottostanti alle scelte metodologiche dagli stessi effettuate e il processo logico seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni al servizio del suddetto aumento di capitale.

Al riguardo, in considerazione delle caratteristiche dell'operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dall'*Advisor* e fatti propri dal Consiglio di Amministrazione:

- i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori sono largamente diffusi nella prassi professionale italiana e internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati dagli Amministratori attraverso un percorso metodologico di generale accettazione;
- in primo luogo, con riferimento alla scelta del criterio di determinazione del prezzo per azioni ai fini dell'aumento di capitale, essa risulta in linea con la prassi di mercato e anche con la dottrina che si è espressa sul punto;
- in secondo luogo, in particolare, il riferimento ai corsi di borsa del titolo GCR adottato dagli Amministratori appare coerente con la necessità di individuare un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al loro valore di mercato, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati. Inoltre, tale criterio è stato già utilizzato in passato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione di nuove azioni nell'ambito di analoghe operazioni di aumento di capitale;
- con riguardo all'ampiezza temporale dei prezzi di Borsa da utilizzare come base per il calcolo della media, la scelta degli Amministratori di un periodo di tempo di 6 mesi di borsa aperta in prossimità dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale, appare coerente, anche in questo caso, a quanto consentito dalla dottrina e in linea con le recenti prassi adottate in operazioni simili. In effetti, le quotazioni di borsa rappresentano un parametro imprescindibile per la valutazione di società quotate. Le quotazioni di borsa esprimono infatti, di regola, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. Come ricordato all'inizio del presente paragrafo, l'adozione del metodo



---

delle quotazioni di borsa trova conforto anche nel disposto del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile. Inoltre, i prezzi registrati in prossimità dell'esecuzione dell'aumento di capitale, risultano sostanzialmente coerenti anche con le medie ponderate registrate in intervalli temporali più datati, sempre su intervalli temporali semestrali. Pertanto, per società caratterizzate da una situazione di mercato analoga a quella di GCR, tale scelta può ritenersi ragionevole e non arbitraria al fine di rappresentare il valore di mercato delle azioni;

- l'operazione si sostanzia del resto nel reperimento di nuovo capitale di rischio che, nell'attuale contesto dei mercati finanziari, non può che tenere conto delle condizioni espresse dal mercato borsistico. In considerazione di tutto quanto sopra, l'adozione del metodo delle quotazioni di borsa appare motivata e, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria;
- come ampiamente riconosciuto dalla prassi valutativa e dalla dottrina, i valori delle quotazioni di borsa costituiscono un punto di riferimento più o meno significativo anche in considerazione delle specifiche caratteristiche del titolo. In mercati finanziari efficienti, i prezzi che si vengono a formare per azioni dotate in particolare di un buon grado di liquidità tendono a riflettere il valore economico attribuibile tempo per tempo alla società. In effetti, le sopra richiamate caratteristiche del titolo GCR risultano confermate dalle analisi da noi sviluppate. Con riferimento ai volumi, la c.d. *turnover velocity* (vale a dire il rapporto percentuale tra il controvalore degli scambi e la capitalizzazione media), indicatore che sintetizza il grado di liquidità di un'azione, risulta essere in linea rispetto alla media del MTA e del segmento di riferimento. Le analisi da noi svolte, con specifico riferimento alle caratteristiche del titolo GCR, giungono dunque a confermare nella sostanza l'adeguatezza, ai fini della determinazione di un prezzo di emissione delle Nuove Azioni rappresentativo del valore economico della Società, dell'arco temporale individuato dagli Amministratori per la rilevazione della media dei corsi di borsa del titolo;
- inoltre, la scelta effettuata dagli Amministratori di utilizzare, oltre alla media aritmetica semplice dei prezzi, la media dei prezzi ponderata per i volumi scambiati, consente di determinare un valore medio che tenga conto della "significatività" dei prezzi nelle differenti transazioni, attribuendo un maggiore rilievo a prezzi formati a fronte di un più significativo volume di negoziazioni. La decisione degli Amministratori di utilizzare anche medie dei prezzi ponderate per i volumi risulta pertanto, nelle circostanze, anch'essa ragionevole e non arbitraria;
- con riferimento allo sconto da applicare al prezzo di riferimento, la dottrina non esclude l'applicabilità di un correttivo allo stesso poiché, pur riferendosi ai prezzi di Borsa, non presuppone che ci sia una esatta e assoluta coincidenza tra il prezzo di emissione e il valore del mercato. A tale proposito la possibilità di considerare una variazione millesimale nell'individuazione del prezzo di emissione non presenta a nostro parere elementi di criticità in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione della presente relazione.

---

## 10. Limiti specifici incontrati dal revisore ed eventuali altri aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico

In merito alle difficoltà e ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:

- in relazione all'utilizzo di dati previsionali nella valutazione di GCR secondo il Metodo del DCF, che sottendono per loro natura alcuni elementi di incertezza, abbiamo presupposto che questi siano stati preparati in modo obiettivo e su elementi di ipotesi che riflettono le migliori previsioni attualmente disponibili per gli Amministratori, in relazione ai futuri risultati economico finanziari;
- le valutazioni basate sui corsi di borsa sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari e delle borse, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo, soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative, in un senso o nell'altro, slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società o connesse ad eventi esogeni anche del tutto imprevedibili.

L'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettua la valutazione;

- alla data di redazione della presente Relazione non era disponibile una situazione consolidata consuntiva di GCR al 31 dicembre 2018. Per tale motivo gli Amministratori, in sede di valutazione di GCR al fine della determinazione del prezzo per azione, non hanno potuto tenere in considerazione le risultanze consuntive consolidate a tale data, ma hanno utilizzato una situazione consolidata pre-consuntiva. Tuttavia, in considerazione (i) delle motivazioni espresse dagli Amministratori (anche riportate nella presente Relazione) e (ii) del fatto che gli Amministratori ritengono che le variazioni di natura patrimoniale tra la situazione consolidata pre-consuntiva e consuntiva al 31 dicembre 2018 siano minimali, è presumibile che il valore individuato di GCR determinato utilizzando la situazione consolidata pre-consuntiva non si discosti significativamente da quanto sarebbe risultato utilizzando la situazione consolidata consuntiva al 31 dicembre 2018;
- gli Amministratori riferiscono che l'Aumento di Capitale costituisce per GCR un'operazione di maggiore rilevanza con parti correlate ai sensi del Regolamento Parti Correlate. Pertanto, il Consiglio di Amministrazione di GCR ha approvato la proposta di Aumento di Capitale previo motivato parere favorevole del Comitato per le Operazioni con Parti correlate sull'interesse della Società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni. Non rientrano ovviamente nell'oggetto del nostro incarico considerazioni in ordine all'interesse della Società all'effettuazione dell'Aumento di Capitale, oltre che alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni;
- gli Amministratori dedicano specifiche considerazioni nella Relazione degli Amministratori in merito alle considerazioni sulla continuità aziendale e sulla valenza dell'Aumento di Capitale per favorirne i presupposti, che richiamano informative già fornite in merito alla fattispecie. Come già evidenziato, non rientrano nell'oggetto della presente relazione nostre valutazioni in ordine alle valutazioni degli Amministratori sul presupposto della continuità aziendale.

## 11. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come riportato nella presente relazione, fermo restando quanto evidenziato nel precedente paragrafo 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari ai fini della determinazione del prezzo di emissione pari a 0,215 Euro, delle massime 191.375.365 nuove azioni ordinarie Gruppo Ceramiche Ricchetti S.p.A. nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione riservato a Finkèramos S.p.A..

Bologna, 1 marzo 2019

BDO Italia S.p.A.



Luigi Riccetti  
Socio