

STUDIO GIUSTINIANI

FRANCESCO GIUSTINIANI
Dottore Commercialista
Revisore Contabile

OLINDO FALCONE
Dottore Commercialista
Revisore Contabile

TERESA ALESSI
Dottore Commercialista
Revisore Contabile

GIOVANNI GIUSTINIANI
Avvocato

FRANCESCO BALESTRAZZI
Avvocato

LUCA BECCARINI
Avvocato

PROGETTO DI FUSIONE DI:

INDUSTRIAL STARS OF ITALY 3 SpA
in
SALCEF GROUP SpA

***RELAZIONE DELL' ESPERTO AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501-SEXIES
DEL CODICE CIVILE***

INDICE

1.	PREMESSE.....	3
2.	SINTESI DELL'OPERAZIONE.....	8
3.	FUNZIONE DELLA PRESENTE RELAZIONE	14
4.	DOCUMENTAZIONE ANALIZZATA	14
5.	METODOLOGIA DI VALUTAZIONE ADOTTATA DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO.....	16
5.1.	Documentazione contabile di riferimento per la Fusione	16
5.2.	Aspetti generali	16
5.3.	Descrizione dei criteri di valutazione adottati dagli Amministratori di SALCEF e di INDSTARS3	17
5.4.	Valutazione effettuata dagli Amministratori di SALCEF e di INDSTARS3	18
5.5.	Considerazioni degli Amministratori in merito al numero delle azioni da utilizzare per la determinazione del valore unitario delle azioni di SALCEF ..	23
5.6.	Considerazioni degli Amministratori in merito al numero delle azioni da utilizzare per la determinazione del valore unitario delle azioni di INDSTARS3	25
6.	DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI DI SALCEF E DI INDSTARS3	26
7.	RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE.....	27
8.	LAVORO SVOLTO	28
8.1.	Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata	29
8.2.	Lavoro svolto con riferimento ai metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio	29
9.	PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO	30
10.	LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DALL'ESPERTO ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO	34
11.	CONCLUSIONI.....	36

1. PREMESSE

A seguito di istanza di nomina sottoscritta congiuntamente da SALCEF GROUP S.p.A. ("SALCEF", o "Società Incorporante") e da INDUSTRIAL STARS OF ITALY 3 S.p.A. ("INDSTARS3" o "Società Incorporanda") (congiuntamente "Società" o "Società Partecipanti alla Fusione"), il sottoscritto dott. Francesco Giustiniani ("Esperto Comune"), iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Roma al n. AA_004224, Revisore Legale dei Conti n. 64861 G.U. n. 41bis del 16/06/1995, ha ricevuto dal Tribunale di Roma, in data 13 maggio 2019 - con cronologico n° 3226/2019, R.G. n. 3905/2019 - l'incarico di redigere, in qualità di Esperto Comune designato ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio ("Rapporto di Cambio") nell'ambito della fusione per incorporazione di INDSTARS3 in SALCEF ("la Fusione").

SALCEF è una società costituita in Italia ed è la holding operativa del Gruppo SALCEF che – da oltre sessant'anni – opera a livello internazionale nei settori della progettazione, costruzione e manutenzione di infrastrutture ferroviarie e opere civili (settore railway).

Alla data della redazione della relazione, il capitale sociale di SALCEF deliberato, sottoscritto e versato è pari ad Euro 200.000,00 (duecentomila/00), diviso in n. 200.000 (duecentomila) azioni, del valore nominale di Euro 1,00 (uno/00) ciascuna ed è detenuto dai Soci SALCEF come segue:

- (i) Titania S.r.l. detiene n. 82.000 (ottantaduemila) azioni ordinarie di SALCEF, del valore nominale di Euro 1,00 (uno/00) ciascuna e corrispondenti al 41% (quarantuno per cento) del capitale sociale di quest'ultima;
- (ii) Fidia S.r.l. detiene n. 82.000 (ottantaduemila) azioni ordinarie di SALCEF, del valore nominale di Euro 1,00 (uno/00) ciascuna e corrispondenti al 41% (quarantuno per cento) del capitale sociale di quest'ultima;
- (iii) Ermes Gestioni S.r.l. detiene n. 36.000 (trentaseimila) azioni ordinarie di SALCEF, del valore nominale di Euro 1,00 (uno/00) ciascuna e corrispondenti al 18% (quarantuno per cento) del capitale sociale di quest'ultima;

Al fine di semplificare la catena di controllo di SALCEF, gli attuali azionisti - il cui capitale sociale è interamente detenuto, secondo le percentuali sopra illustrate, da Valeriano Salciccia e Gilberto Salciccia - hanno avviato le attività per conferire le partecipazioni di SALCEF dalle stesse detenute in una società di nuova costituzione. Detta newco deterrà, prima dell'efficacia della Fusione, il 100,00% del capitale di SALCEF, e sarà a sua volta partecipata dalle tre società Fidia S.r.l., Titania S.r.l. ed Ermes Gestioni S.r.l.

INDSTARS 3 è una *Special Purpose Acquisition Company* ("SPAC") di diritto italiano - con azioni ordinarie e warrant ammessi dal 17 ottobre 2017 alla negoziazione sul sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia ("AIM Italia") - avente quale oggetto sociale: (i) la ricerca e la selezione di potenziali acquisizioni di partecipazioni in altre imprese e di altre forme di potenziale aggregazione della società stessa con altre imprese attraverso, ivi inclusa la fusione con l'impresa selezionata, l'acquisizione con qualunque modalità di legge (ivi incluse la sottoscrizione di aumenti di capitale e la compravendita) di partecipazioni nell'impresa selezionata e/o il conferimento e (ii) la

realizzazione di tale operazione di aggregazione.

INDSTARS3 ha svolto attività di ricerca di investimento verso società italiane di medie dimensioni, non quotate, posizionate in nicchie di mercato, ad alto potenziale di crescita e di marginalità ed attive sia a livello nazionale sia internazionale in differenti settori, con esclusione delle società attive nei settori immobiliare, finanziario, delle energie rinnovabili e delle armi nonché le società in fase di *start-up* e le imprese in situazione di crisi o dissesto.

L'attività preliminare di selezione delle potenziali società *target* è stata condotta dagli amministratori esecutivi di INDSTARS3. A seguito di tale analisi la selezione valutativa si è concentrata su un numero limitato di potenziali società *target* ed infine, INDSTARS 3, ha individuato in SALCEF la società con cui dar luogo all'operazione di aggregazione.

Le motivazioni che hanno spinto INDSTARS3 a selezionare, tra le numerose opportunità esaminate, SALCEF quale *target* per la *business combination* sono molteplici.

In primo luogo, il settore ferroviario, dopo una relativa stasi intorno alla metà del secolo scorso, ha registrato, a partire dagli scorsi anni '80, un forte risveglio ed un'importante crescita, sia per lo sviluppo dell'alta velocità sia per il tasso d'inquinamento estremamente ridotto se paragonato ad altri mezzi di trasporto (su gomma, aereo). Il settore ferroviario è inoltre un settore nel quale l'Europa e l'Italia in particolare, gode di una posizione di leadership riconosciuta a livello mondiale.

SALCEF è un operatore italiano di riferimento nel campo della manutenzione e del rinnovamento delle linee ferroviarie. Tale attività è caratterizzata da tecnologia elevata, da elevate barriere all'ingresso e da redditività interessante e stabile nel tempo, tutti fattori che rendono molto attraente un investimento in SALCEF per il mercato azionario.

Inoltre, la significativa esperienza maturata da SALCEF negli ultimi quarant'anni può essere utilizzata molto positivamente per realizzare una dinamica ed importante strategia di crescita all'estero, anche attraverso acquisizioni mirate, confermando così la vocazione di INDSTARS3 quale Spac di capitale di sviluppo.

Alla data della presente relazione:

- (i) quanto alle azioni di INDSTARS 3:
 - (1) il capitale sociale di INDSTARS 3 è pari a Euro 1.980.000,00 (unmilionenovecentottantamila/00), diviso in n. 15.000.000 (quindicimilioni) azioni ordinarie, prive di indicazione del valore nominale (le "Azioni Ordinarie INDSTARS 3") e in n. 480.000 (quattrocentottatamila) azioni speciali, prive di indicazione del valore nominale (le "Azioni Speciali INDSTARS 3"), disciplinate dallo statuto sociale di INDSTARS 3 come attualmente in vigore (lo "Statuto di INDSTARS 3");
 - (2) in data 9 ottobre 2017, l'assemblea straordinaria di INDSTARS 3 ha deliberato un aumento del capitale sociale, in via scindibile, per un ammontare massimo complessivo di nominali Euro 487.560,00 (quattrocentottantasettemilacinquecentosessanta/00), mediante emissione di massimo numero 4.875.600 (quattromilioniotto-cento-settantacinquemila-seicento) azioni ordinarie, senza indicazione del valore nominale, con parità contabile di emissione di Euro 0,1

(zero/uno) per ciascuna azione (le "Azioni di Compendio INDSTARS 3"), da emettersi al servizio dell'esercizio della facoltà di sottoscrizione spettante ai portatori dei "Warrant Industriali Stars of Italy 3 S.p.A." (i "Warrant INDSTARS 3"), entro 5 (cinque) anni dalla data di efficacia della Operazione Rilevante (come definita nel Statuto di INDSTARS 3), in conformità al regolamento dei Warrant INDSTARS 3 approvato dalla predetta assemblea straordinaria di INDSTARS 3 del 9 ottobre 2017 (il "Regolamento Warrant INDSTARS 3"); fermo restando che, ad esito del collocamento delle Azioni Ordinarie INDSTARS 3 nell'ambito dell'offerta finalizzata alla relativa ammissione all'AIM, il predetto aumento di capitale potrà essere eseguito per un ammontare massimo complessivo di nominali Euro 430.200,00 (quattrocentotrentamila/00), mediante emissione di massime numero 4.302.000 (quattromilioneventoduecento) Azioni di Compendio INDSTARS 3;

(ii) quanto ai Warrant INDSTARS 3:

(1) attualmente sono in circolazione n. 7.500.000,00 (settemilioneicinquacentomila/00) Warrant INDSTARS 3;

(2) in conformità al Regolamento Warrant INDSTARS 3, in data 9 ottobre 2017, l'assemblea straordinaria di INDSTARS 3 ha deliberato l'emissione di ulteriori Warrant INDSTARS 3 entro il 2° secondo giorno di borsa aperta successivo alla data di efficacia della relativa Operazione Rilevante, in un numero massimo di 8.500.000 (ottomilioneicinquacentomila), da assegnarsi gratuitamente ai soggetti che saranno azionisti di INDSTARS 3 il giorno antecedente alla data di efficacia della Operazione Rilevante in ragione di un Warrant INDSTARS 3 ogni due Azioni Ordinarie INDSTARS 3 detenute; fermo restando che, ad esito del collocamento delle Azioni Ordinarie INDSTARS 3 nell'ambito dell'offerta finalizzata alla relativa ammissione all'AIM, potrà essere emesso un numero massimo di 7.500.000 (settemilioneicinquacentomila) Warrant INDSTARS 3;

In particolare, ai sensi dello Statuto di INDSTARS 3 e del Regolamento Warrant INDSTARS3:

(i) le Azioni Ordinarie INDSTARS 3 sono liberamente trasferibili e ogni Azione Ordinaria INDSTARS 3 dà diritto ad un voto;

(ii) le Azioni Speciali INDSTARS 3 sono dotate delle seguenti caratteristiche: (1) sono intrasferibili fino alla data di efficacia della Operazione Rilevante e, comunque, per il periodo massimo di durata stabilito all'art. 3 dello Statuto di INDSTARS 3; (2) sono prive del diritto di voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie di INDSTARS 3; (3) sono escluse dal diritto di percepire gli utili di cui INDSTARS 3 delibera la distribuzione, per un periodo di 36 (trentasei) mesi a far tempo dalla data di efficacia della Operazione Rilevante, mentre partecipano alla distribuzione di riserve disponibili e (4) sono convertite automaticamente in azioni ordinarie di INDSTARS 3 al verificarsi delle condizioni di cui all'art. 6.3 dello Statuto di INDSTARS 3 e, comunque, non oltre il 36° (trentaseiesimo) mese successivo alla data dell'Assemblea di approvazione della Operazione Rilevante;

(iii) i Warrant INDSTARS 3 attribuiscono il diritto di sottoscrivere Azioni di Compendio

INDSTARS 3 al prezzo di esercizio di Euro 0,10 (zero/10) per azione (il "Prezzo di Sottoscrizione Azioni Compendio INDSTARS 3") al verificarsi delle condizioni previste nel Regolamento Warrant INDSTARS 3 e mediante un rapporto variabile correlato al prezzo di mercato delle Azioni Ordinarie INDSTARS 3 e calcolato secondo la formula indicata nel Regolamento Warrant INDSTARS 3;

- (iv) le Azioni Ordinarie INDSTARS 3, le Azioni Speciali INDSTARS 3 e i Warrant INDSTARS 3 sono sottoposti al regime di dematerializzazione a sensi degli artt. 83-bis e ss. del TUF;

In virtù della particolare natura di INDSTARS 3 e del suo oggetto sociale, in sede di collocamento delle Azioni Ordinarie INDSTARS3, sono stati raccolti Euro 150.000.000,00 (centocinquantamiloni/00) ai fini dell'esecuzione dell'operazione rilevante, come definita dall'articolo 4 dello Statuto INDSTARS 3, e depositati sul Conto Corrente Vincolato.

Tali somme potranno essere utilizzate, previa autorizzazione dell'assemblea, esclusivamente: (i) ai fini della Operazione Rilevante; (ii) in caso di scioglimento e conseguente liquidazione di INDSTARS 3 e (iii) ai fini della restituzione ai soci che esercitino il diritto di recesso, oltre che - subordinatamente all'utilizzo del 100% degli interessi maturati sul predetto importo e previa autorizzazione del Consiglio di Amministrazione - per la gestione ordinaria di INDSTARS 3 fino alla data di efficacia della Operazione Rilevante ovvero di scioglimento della Società, nella misura massima dell'1% delle somme inizialmente depositate sul Conto Corrente Vincolato.

Alla data della presente relazione, le Società Promotrici:

- (i) Giober detiene n. 220.800 (duecentoventimilaottocento) Azioni Speciali INDSTARS3, corrispondenti al 46% (quarantasei per cento) delle Azioni Speciali INDSTARS3, oltre a n. 84.800 (ottantaquattromila ottocento) Warrant INDSTARS 3;
- (ii) Spaclab2 detiene n. 38.400 (trentottomilaquattrocento) Azioni Speciali INDSTARS3, corrispondenti all'8% (otto per cento) delle Azioni Speciali INDSTARS 3;
- (iii) Spaclab3 detiene n. 220.800 (duecentoventimilaottocento) Azioni Speciali INDSTARS3, corrispondenti al 46% (quarantasei per cento) delle Azioni Speciali INDSTARS 3;

In forza di accordo di *lock-up* sottoscritto in data 16 ottobre 2017, successivamente modificato contestualmente alla sottoscrizione dell'Accordo Quadro del 15/04/2019, le Società Promotrici si sono impegnate a non effettuare operazioni, di qualsivoglia natura, che abbiano per effetto il trasferimento, a qualsiasi titolo e sotto qualsiasi forma, della proprietà o di altro diritto su tutte le Azioni Speciali INDSTARS3 nonché sulle azioni ordinarie di INDSTARS3 rivenienti dalla conversione delle prime due tranche delle predette Azioni Speciali INDSTARS 3 - in relazione a queste ultime per un periodo di 12 (dodici) mesi a partire dalla relativa data di conversione - senza l'assenso scritto di Banca Akros S.p.A., fatti salvi eventuali trasferimenti espressamente consentiti nel suddetto accordo di *lock-up*

In data 26 luglio 2018 le Società Promotrici, INDSTARS 3, SALCEF e i Soci SALCEF hanno sottoscritto una puntuazione non vincolante, emendata in data 19 dicembre 2018 (la "Puntuazione"), nell'ambito della quale hanno delineato lo stato delle loro negoziazioni in relazione alla prospettata Operazione Rilevante con SALCEF regolando, *inter alia*: (i) alcuni aspetti della medesima Operazione Rilevante con SALCEF; (ii) i successivi passi per il buon esito della stessa, fra cui la sottoscrizione di un accordo quadro che disciplini tempi, termini e modalità di esecuzione dell'operazione; (iii) lo svolgimento delle

attività di *due diligence* aventi rispettivamente ad oggetto il Gruppo SALCEF e INDSTARS3 e (iv) i reciproci impegni di riservatezza e confidenzialità con riferimento alle trattative in corso.

In conformità a quanto previsto nella Puntuazione:

- (i) sulla base del materiale messo a disposizione dal management (SAL settembre 2018 e novembre 2018) e successivamente tra gennaio 2019 e marzo 2019 sono state eseguite le seguenti attività di *due diligence* sul Gruppo SALCEF e sulle attività ed affari dello stesso, e segnatamente:
 - (1) quanto alle materie contabili: *vendor due diligence* con riferimento a SALCEF, Salcef S.p.A., Euro Ferroviaria S.r.l., Vianini Industria S.r.l., SRT S.r.l., a cura di KPMG messa a disposizione di INDSTARS3 e delle Società Promotrici che ne hanno preso visione;
 - (2) quanto alle materie legali: *due diligence* a cura dello Studio Gatti Pavesi Bianchi, con riferimento alle seguenti società italiane del Gruppo SALCEF: SALCEF, Salcef S.p.A., Euro Ferroviaria S.r.l., Vianini Industria S.r.l., SRT S.r.l. e, limitatamente, RECO S.r.l.;
 - (3) quanto alle materie fiscali: *vendor due diligence* con riferimento a SALCEF, Salcef S.p.A., Euro Ferroviaria S.r.l., Vianini Industria S.r.l., SRT S.r.l., a cura di KPMG messa a disposizione di INDSTARS 3 e delle Società Promotrici che ne hanno preso visione;
- (ii) sulla base del materiale messo a disposizione da INDSTARS3, tra gennaio 2019 e febbraio 2019, SALCEF ha compiuto, con l'ausilio di professionisti di propria fiducia, le usuali attività di *due diligence* legale su INDSTARS 3.

In forza di quanto indicato dall'art. 15.3 dello Statuto di INDSTARS 3, le deliberazioni dell'assemblea che approvano la modifica dell'oggetto sociale in relazione al perfezionamento della Operazione Rilevante con SALCEF sono soggette alla condizione risolutiva dell'esercizio del recesso da parte di tanti soci che comporti per INDSTARS3 un esborso netto complessivo pari ad almeno il 30% delle somme depositate sul Conto Corrente Vincolato alla data della relativa approvazione assembleare.

In data 15 aprile 2019, INDSTARS 3, SALCEF, i Soci SALCEF, e GIOBER, SPACLAB2 e SPACLAB3 (in qualità di Società Promotrici di INDSTARS 3) hanno sottoscritto l'Accordo Quadro con cui hanno disciplinato definitivamente, in maniera fra loro vincolante, i tempi, i termini e le modalità di esecuzione dell'Operazione Rilevante.

Per le finalità connesse allo svolgimento dell'incarico, lo scrivente ha ricevuto dal Consiglio di Amministrazione di SALCEF e dal Consiglio di Amministrazione di INDSTARS3 (congiuntamente, i "Consigli di Amministrazione" o gli "Amministratori"), tra l'altro, la seguente principale documentazione:

- il Progetto di Fusione per incorporazione di INDSTARS3 in SALCEF, approvato in data 19 aprile 2019 dai Consigli di Amministrazione delle Società ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-ter del Codice Civile;

- le relazioni illustrative predisposte dai Consigli di Amministrazione rispettivamente di SALCEF e di INDSTARS3 che illustrano e giustificano sotto il profilo giuridico ed economico, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-*quinquies* del Codice Civile e dell'articolo 125-*ter* del D.lgs. 58/1998 e successive modifiche, il Progetto di Fusione e, in particolare, il Rapporto di Cambio delle azioni, nonché i criteri di determinazione dello stesso. Le relazioni degli organi amministrativi indicano altresì, ai sensi dell'articolo 2501-*bis*, terzo comma, del Codice Civile, le ragioni che giustificano l'operazione e gli obiettivi che si intendono raggiungere;
- l'Accordo Quadro, siglato in data 15 aprile 2019, tra INDSTARS3 e GIOBER Srl, SPACLAB3 Srl, SPACLAB 2 Srl (quali "Società Promotrici di INDSTARS3") e SALCEF GROUP S.p.A. e TITANIA S.r.l., FIDIA S.r.l., ERMES GESTIONI S.r.l. (quali soci di SALCEF GROUP S.p.A.);
- il bilancio consolidato al 31 dicembre 2018 di SALCEF, corredato della relazione della società di revisione KPMG SpA ("KPMG"), approvato dal Consiglio di Amministrazione di SALCEF in data 25 marzo 2019 e poi dall'Assemblea del 5 aprile 2019;
- il bilancio intermedio al 31 dicembre 2018 di INDSTARS3, corredato della relazione della società di revisione KPMG SpA ("KPMG"), approvato dal Consiglio di Amministrazione di INDSTARS3 in data 19 marzo 2019;
- il documento denominato "Piano Pluriennale Consolidato" contenente le previsioni economiche e patrimoniali consolidate di SALCEF ("Piano") approvato dal Consiglio di Amministrazione di SALCEF il 27 marzo 2019.

Il Progetto di Fusione e le relazioni degli organi amministrativi delle Società, così come approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione di SALCEF e di INDSTARS3 in data 19 aprile 2019, saranno sottoposti all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti delle due società.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

La Fusione avverrà per incorporazione di INDSTARS3 in SALCEF, ai sensi e per gli effetti di cui agli articoli 2501 e seguenti Codice Civile, ferma restando l'inapplicabilità della disciplina prevista dall'articolo 2501-*bis* Codice Civile in tema di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, non ricorrendone i presupposti.

Ai sensi dell'Accordo Quadro, l'Assemblea dei soci di INDSTARS3 e di SALCEF per deliberare in merito alla Fusione ed alle operazioni ad essa collegate dovranno tenersi indicativamente entro luglio 2019.

La Fusione verrà deliberata sulla base della Situazione Patrimoniale di Fusione SALCEF e della Situazione Patrimoniale di Fusione INDSTARS3, ai sensi e per gli effetti di cui all'articolo 2501-*quater* del codice civile.

Ai sensi dell'Accordo Quadro è prevista la Distribuzione di Riserve di INDSTARS3, per un ammontare massimo complessivo di Euro 51.600.000,00 di cui (i) Euro 50.000.000,00 a favore dei soggetti che saranno azionisti di INDSTARS3 il giorno antecedente la data di efficacia della Fusione (ad eccezione di coloro che abbiano esercitato il diritto di recesso e intendendosi inclusi coloro che si siano resi acquirenti delle Azioni Ordinarie INDSTARS3 in relazione alle quali sia

stato esercitato il recesso) e (ii) Euro 1.600.000,00 a favore dei soci titolari di Azioni Speciali INDSTARS3, da distribuirsi effettivamente immediatamente prima della data di efficacia della Fusione. L'ammontare della Distribuzione di Riserve sarà determinato deducendo dai predetti Euro 51.600.000,00 l'importo complessivo di liquidazione delle azioni di INDSTARS3 complessivamente da pagarsi in funzione dei Recessi Netti, mediante i fondi depositati sul Conto Corrente Vincolato.

Ai sensi dell'Accordo Quadro, inoltre, è previsto che il rapporto di cambio tra gli strumenti finanziari di INDSTARS3 e quelli di SALCEF sia 1:1. Tale rapporto di cambio è il risultato di una procedura concordata fra le parti, i cui passaggi sono di seguito sinteticamente indicati:

- a) la determinazione del valore unitario delle azioni di INDSTARS3, che le parti hanno convenzionalmente determinato in Euro 10,00,
- b) il raggruppamento delle Azioni Ordinarie INDSTARS3 e delle Azioni Speciali INDSTARS3 secondo un rapporto di raggruppamento tale per cui ad esito dello stesso il valore implicito teorico delle azioni di INDSTARS3 – al netto dell'importo complessivo di liquidazione delle azioni di INDSTARS3 da pagarsi in funzione del Recesso Netto e tenuto conto dell'importo della Distribuzione di Riserve sopra menzionata – sia riportato pari a Euro 10,00 cadauna (il "Raggruppamento"),
- c) la determinazione del **valore di SALCEF**, ai fini della Fusione, sulla base del relativo *equity value* alla data del **31 dicembre 2018**, calcolato moltiplicando per **5,48 volte l'EBITDA adjusted** di SALCEF a livello consolidato di Gruppo dell'esercizio 2018 e sottraendo la posizione finanziaria netta *adjusted* media di SALCEF a livello consolidato di Gruppo riferita al periodo di 12 mesi (calcolata con riferimento all'ultimo giorno di ciascun mese) compreso tra 1 gennaio 2018 e 31 dicembre 2018 ("Equity Value 2018"). Ai soli fini illustrativi, qualora si considerasse invece la posizione finanziaria netta consolidata *adjusted* puntuale di SALCEF alla data del 31 dicembre 2018, il moltiplicatore EV/EBITDA implicito risulterebbe essere pari a x5,22 fermo restando il pagamento – prima della, ovvero alla, data di efficacia dell'Operazione Rilevante – di dividendi in via straordinaria per un importo massimo di Euro 30 milioni e, considerando che in tal caso la posizione finanziaria netta al 2018 sarà incrementata del medesimo importo del dividendo straordinario,
- d) il raggruppamento o frazionamento delle Azioni SALCEF nel numero risultante dividendo il predetto *equity value* di SALCEF per il valore unitario delle azioni di INDSTARS3 previsto al precedente punto (b), così che il valore unitario delle Azioni SALCEF sia uguale al valore unitario delle Azioni di INDSTARS3.

La Fusione comporterà l'emissione da parte di SALCEF di:

- **n. 10.000.000** azioni ordinarie da assegnare in concambio agli azionisti ordinari INDSTARS3 che ne abbiano diritto (ossia che non abbiano esercitato il diritto di recesso);
- **n. 480.000** azioni speciali da assegnare alle Società Promotrici in concambio delle Azioni Speciali INDSTARS3 post Raggruppamento nonché Nuove Azioni Speciali che saranno sottoscritte pro-quota dai Promotori;
- **n. 7.500.000** Warrant SALCEF in Concambio, da assegnare in concambio ai titolari di Warrant INDSTARS3 che ne abbiano diritto;

- massimo **n. 7.500.000** Warrant SALCEF Integrativi, da assegnare in concambio ai titolari di Warrant INDSTARS3 che ne abbiano diritto.

Inoltre, nel contesto dell'Operazione Rilevante, SALCEF emetterà:

- massimo **n. 7.500.000** Warrant SALCEF Nuovi, da assegnare: quanto a n. 2,5 milioni proporzionalmente tra i Soci SALCEF o Newco SALCEF e quanto a massimo n. 5 milioni ai soggetti che saranno azionisti di INDSTARS 3 il giorno antecedente la data di efficacia della Fusione (ad eccezione di coloro che abbiano esercitato il diritto di recesso e intendendosi inclusi coloro che si siano resi acquirenti delle Azioni Ordinarie INDSTARS 3 in relazione alle quali sia stato esercitato il recesso) nel rapporto pari a 5 milioni diviso il numero di Azioni Ordinarie INDSTARS 3 complessivamente detenute dai predetti soci di INDSTARS, arrotondato per difetto al quinto decimale (il "Rapporto di Attribuzione").

Alla data di perfezionamento della Fusione si procederà all'annullamento di tutte le Azioni Ordinarie INDSTARS 3, delle Azioni Speciali INDSTARS 3 e di tutti i Warrant INDSTARS 3.

Nessun onere verrà posto a carico degli azionisti per le operazioni di concambio.

Si segnala inoltre che nell'ambito del concambio i Soci SALCEF riceveranno, tra l'altro, **2.000.000 Performance Shares**, che potranno essere convertite in Azioni Ordinarie SALCEF nel **rapporto di 1 a 5** fino ad un **massimo di n. 10.000.000 Azioni Ordinarie SALCEF**, a condizione che siano raggiunti determinati obiettivi economico- finanziari da parte del Gruppo SALCEF.

In particolare, in caso di raggiungimento di determinati obiettivi in termini di prezzo ufficiale delle Azioni SALCEF negoziate sull'AIM Italia, oppure sul Mercato Telematico Azionario, i Soci SALCEF matureranno il diritto di convertire, in tutto o in parte, le Performance Shares in Azioni SALCEF, ai termini e condizioni, nonché con le modalità qui di seguito specificati e parimenti riflessi nello Statuto della Società Post Fusione.

In particolare, i Soci SALCEF potranno convertire:

- a) **n. 500.000** Performance Shares in **n. 2.500.000** Azioni SALCEF, qualora per almeno un Periodo di Stabilità in qualsiasi momento entro il 5° anniversario della Data di Efficacia della Operazione Rilevante il prezzo ufficiale delle Azioni SALCEF negoziate sull'AIM Italia, oppure sul Mercato Telematico Azionario, sia almeno pari a **Euro 11,00**;
- b) **n. 416.667** Performance Shares in **n. 2.083.335** Azioni SALCEF – oltre a convertire le Performance Shares di cui al precedente punto (a) qualora non abbia già avuto luogo l'ipotesi di conversione ivi prevista – qualora per almeno un Periodo di Stabilità in qualsiasi momento entro il 5° anniversario della Data di Efficacia della Operazione Rilevante il prezzo ufficiale delle Azioni SALCEF negoziate sull'AIM Italia, oppure sul Mercato Telematico Azionario, sia almeno pari a **Euro 13,00**;
- c) **n. 416.667** Performance Shares in **n. 2.083.335** Azioni SALCEF – oltre a convertire le Performance Shares di cui ai precedenti punti (a) e (b) qualora non abbiano già avuto luogo le ipotesi di conversione ivi previste – qualora per almeno un Periodo di Stabilità in qualsiasi momento entro il 5° anniversario della Data di Efficacia della Operazione Rilevante il prezzo ufficiale delle Azioni SALCEF negoziate sull'AIM Italia, oppure sul Mercato Telematico Azionario, sia almeno pari a **Euro 13,50**;

fermo restando che, qualora l'Azione SALCEF non raggiunga i suddetti obiettivi di prezzo, alla data coincidente con il 5° anniversario della Data di Efficacia della Operazione Rilevante, le Performance Shares di cui ai punti (a), (b) e (c) si convertiranno comunque in Azioni SALCEF nel **rapporto di 1:1**;

d) **n. 666.666** (seicentossessantaseimilaseicentossessantasei) Performance Shares in un numero massimo di **n. 3.333.330** (tremilionitrecentotrentatremilatrecentotrenta) Azioni SALCEF a condizione che – per almeno un Periodo di Stabilità in qualsiasi momento a partire dalla data di efficacia della Operazione Rilevante fino al 16 gennaio 2025 si verifichi la Condizione di Esercizio; restando inteso che dette Performance Shares saranno convertite – a ciascuna delle scadenze di seguito indicate, purché la Condizione di Esercizio si sia già verificata – in misura proporzionale al numero di Azioni di Compendio Nuove rivenienti dai Warrant SALCEF Nuovi di Riferimento come segue:

- (i) il **15 gennaio 2020**, saranno convertite un numero di Performance Shares proporzionale al numero di Warrant SALCEF Nuovi di Riferimento esercitati dalla data di efficacia dell'Operazione Rilevante fino al 31 dicembre 2019;
- (ii) il **15 gennaio 2021**, saranno convertite un numero di Performance Shares proporzionale al numero di Warrant SALCEF Nuovi di Riferimento esercitati dal 1 gennaio 2020 sino al 31 dicembre 2020, unitamente a quelli esercitati nel periodo di cui al precedente punto (i), nel caso in cui non sia già stata data esecuzione alla conversione ai sensi dello stesso punto (i) che precede;
- (iii) il **15 gennaio 2022**, saranno convertite un numero di Performance Shares proporzionale al numero di Warrant SALCEF Nuovi di Riferimento esercitati dal 1 gennaio 2021 sino al 31 dicembre 2021, unitamente a quelli esercitati nei periodi di cui ai precedenti punti (i) e (ii), nel caso in cui non sia già stata data esecuzione alla conversione ai sensi degli stessi punti (i) e/o (ii) che precedono;
- (iv) il **15 gennaio 2023**, saranno convertite un numero di Performance Shares proporzionale al numero di Warrant SALCEF Nuovi di Riferimento esercitati dal 1 gennaio 2022 sino al 31 dicembre 2022, unitamente a quelli esercitati nei periodi di cui ai precedenti punti (i), (ii) e (iii), nel caso in cui non sia già stata data esecuzione alla conversione ai sensi degli stessi punti (i), (ii) e/o (iii) che precedono;
- (v) in qualsiasi momento tra il **1° maggio 2023** e il **15 gennaio 2025**, saranno convertite un numero di Performance Shares proporzionale al numero di Warrant SALCEF Nuovi di Riferimento esercitati dal 1 gennaio 2023 sino al 30 aprile 2023, unitamente a quelli esercitati nei periodi di cui ai precedenti punti (i), (ii), (iii) e (iv), nel caso in cui non sia già stata data esecuzione alla conversione ai sensi degli stessi punti (i), (ii), (iii) e/o (iv) che precedono;

fermo restando che, in ogni caso, il 16 gennaio 2025 le Performance Shares di cui al presente punto (d) non già convertite ai sensi di quanto precede saranno automaticamente convertite nella misura di **n. 1** Azione SALCEF ogni Performance Shares.

E' previsto, inoltre, che ogni **Azione Speciale SALCEF** sia convertita automaticamente in **n. 7 Azioni Ordinarie SALCEF** come segue:

- (a) quanto a **n. 120.000** (centoventimila) Azioni Speciali SALCEF, al perfezionamento dell'Operazione Rilevate con SALCEF;
- (b) quanto a **n. 100.000** (centomila) Azioni Speciali SALCEF, qualora - per almeno un Periodo di Stabilità in qualsiasi momento a partire dalla data dell'assemblea di INDSTARS 3 di approvazione dell'Operazione Rilevante con SALCEF fino al 3° anniversario della Data di Efficacia dell'Operazione Rilevante con SALCEF - il prezzo ufficiale delle Azioni Ordinarie SALCEF negoziate sull'AIM Italia, oppure sul Mercato Telematico Azionario, sia almeno pari a **Euro 12,00** (dodici/00);
- (c) quanto a **n. 100.000** (centomila) Azioni Speciali SALCEF (oltre a convertire le Azioni Speciali SALCEF di cui al precedente punto (b) qualora non abbia già avuto luogo l'ipotesi di conversione ivi prevista), qualora - per almeno un Periodo di Stabilità in qualsiasi momento a partire dalla data dell'assemblea di INDSTARS 3 di approvazione dell'Operazione Rilevante con SALCEF fino al 5° anniversario della Data di Efficacia dell'Operazione Rilevante con SALCEF - il prezzo ufficiale delle Azioni Ordinarie SALCEF negoziate sull'AIM Italia, oppure sul Mercato Telematico Azionario, sia almeno pari a **Euro 13,50** (tredici/00);
- (d) quanto alle rimanenti **n. 160.000** (centosessantamila) Azioni Speciali SALCEF, le stesse saranno convertite a condizione che - per almeno un Periodo di Stabilità in qualsiasi momento a partire dalla data dell'assemblea di INDSTARS 3 di approvazione dell'Operazione Rilevante con SALCEF fino al 16 gennaio 2025 - si sia verificata la Condizione di Esercizio; restando inteso che dette Azioni Speciali SALCEF saranno convertite - a ciascuna delle scadenze di seguito indicate, purché la Condizione di Esercizio si sia già verificata - in misura proporzionale al numero di Azioni di Compendio SALCEF Ulteriori rivenienti dai Warrant SALCEF Nuovi di Riferimento di volta in volta esercitati come segue:
 - (i) il **15 gennaio 2020**, saranno convertite un numero di Azioni Speciali SALCEF proporzionale al numero di Warrant SALCEF Nuovi di Riferimento esercitati nel Primo Periodo;
 - (ii) il **15 gennaio 2021**, saranno convertite un numero di Azioni Speciali SALCEF proporzionale al numero di Warrant SALCEF Nuovi di Riferimento esercitati nel Secondo Periodo, unitamente a quelli esercitati nel Primo Periodo nel caso in cui non sia già stata data esecuzione alla conversione ai sensi del punto (i) che precede;
 - (iii) il **15 gennaio 2022**, saranno convertite un numero di Azioni Speciali SALCEF proporzionale al numero di Warrant SALCEF Nuovi di Riferimento esercitati nel Terzo Periodo, unitamente a quelli esercitati nel Primo Periodo e nel Secondo Periodo nel caso in cui non sia già stata data esecuzione alla conversione ai sensi dei punti (i) e/o (ii) che precedono;
 - (iv) il **15 gennaio 2023**, saranno convertite un numero di Azioni Speciali SALCEF proporzionale al numero di Warrant SALCEF Nuovi di Riferimento esercitati nel Quarto Periodo, unitamente a quelli esercitati nel Primo Periodo, nel Secondo Periodo e nel Terzo Periodo nel caso in cui non sia già stata data esecuzione alla conversione ai sensi dei punti (i), (ii) e/o (iii) che precedono;

- (v) in qualsiasi momento tra il 1° maggio 2023 e il 15 gennaio 2025, saranno convertite un numero di Azioni Speciali SALCEF proporzionale al numero di Warrant SALCEF Nuovi di Riferimento esercitati dal 1 gennaio 2023 sino al 30 aprile 2023, unitamente a quelli esercitati nel Primo Periodo, nel Secondo Periodo, nel Terzo Periodo e nel Quarto Periodo nel caso in cui non sia già stata data esecuzione alla conversione ai sensi dei punti (i), (ii), (iii) e/o (iv) che precedono;

fermo restando che, in ogni caso, il 16 gennaio 2025 le Azioni Speciali SALCEF di cui al presente punto (d) non già convertite ai sensi di quanto precede saranno automaticamente convertite nella misura di **n. 1** Azione Ordinaria SALCEF ogni Azione Speciale SALCEF.

Impegno di Lock-Up

Ai sensi dell'Accordo Quadro è previsto la sottoscrizione da parte dei Soci SALCEF di un accordo di *lock-up* – entro il giorno lavorativo precedente la data di presentazione della domanda di ammissione sull'AIM Italia - il quale prevedrà, dalla data di efficacia dello stesso accordo per il periodo di 24 mesi dalla data di efficacia, l'impegno irrevocabile dei Soci SALCEF nei confronti delle Società Promotrici e del Nomad a mantenere il controllo della Società Post Fusione ai sensi dell'articolo 2359, comma 1, n. 1 del codice civile e pertanto a non effettuare trasferimenti di azioni ordinarie, e/o Performance Shares e/o Azioni Ordinarie da conversione e/o Azioni Ordinarie da esercizio Warrant, in misura superiore a quella di tempo in tempo necessaria a mantenere il suddetto controllo della Società Post Fusione.

Anche le Società Promotrici hanno assunto un impegno di *lock-up* che prevede l'inalienabilità delle Azioni Speciali SALCEF nonché delle Azioni Ordinarie INDSTARS 3 rivenienti dalla conversione delle Azioni Speciali, di cui ai punti (i) e (ii), dell'art. 7.5, lettera e, dello Statuto della Società Post Fusione per un periodo di 12 mesi da computarsi a partire dalla data di conversione di ciascuna delle tranches delle Azioni Speciali in Azioni Ordinarie INDSTARS 3, fatti salvi eventuali casi di trasferimenti regolati dal predetto Accordo Quadro.

Diritto di recesso

Agli azionisti ordinari di INDSTARS 3 che non avranno concorso alla deliberazione assembleare di approvazione del Progetto di Fusione competerà il diritto di recesso ai sensi degli articoli 2437 e seguenti del codice civile, in quanto l'adozione dello Statuto della Società Post Fusione implicherà per gli azionisti di INDSTARS 3: (i) un cambiamento significativo dell'attività della società cui parteciperanno in esito alla Fusione; e (ii) la proroga del termine di durata della società. Ricorreranno pertanto i presupposti di cui all'articolo 2437, comma 1, lettera a) e comma 2, lettera a), del codice civile per l'esercizio del diritto di recesso.

Gli azionisti di INDSTARS 3 avranno il diritto di conoscere la determinazione del valore di liquidazione delle azioni almeno 15 giorni prima della data fissata per l'Assemblea chiamata a deliberare su una materia per la quale sia previsto il diritto di recesso. Gli azionisti recedenti rimarranno comunque titolari dei warrant dagli stessi detenuti.

Ai fini del recesso, il valore di liquidazione delle Azioni Ordinarie INDSTARS 3 è stato determinato

in **Euro 10,00** (dieci/00) cadauna ai sensi dell'articolo 2437-ter, comma 2, del codice civile e, in conformità al disposto dell'articolo 8 dello Statuto INDSTARS 3, sarà reso noto ai soci, anche mediante comunicato stampa diffuso attraverso il circuito SDIR- NIS eMarket SDIR gestito da Spafid Connect S.p.A., di cui INDSTARS 3 si avvale per la trasmissione delle Regulated Information, e pubblicato sul sito internet di INDSTARS 3 www.indstars3.it (Sezione Press Room – Comunicati Stampa), contestualmente all'iscrizione presso i competenti Registri delle Imprese delle delibere assembleari di approvazione della Fusione assunte dalle società partecipanti alla Fusione.

Effetti della Fusione

Gli effetti della Fusione decorreranno dalla data che sarà indicata nell'atto di Fusione, che potrà coincidere o essere successiva a quella dell'ultima delle iscrizioni di cui all'articolo 2504-bis del codice civile.

Ai sensi dell'articolo 2504-bis, comma 3, del codice civile e dell'articolo 172 del TUIR, le operazioni della Società Incorporanda verranno imputate al bilancio della Società Incorporante, anche ai fini delle imposte sui redditi, a decorrere dalle ore 00.01 del primo giorno dell'esercizio sociale della Società Incorporanda in corso al momento del verificarsi degli effetti giuridici della Fusione.

3. FUNZIONE DELLA PRESENTE RELAZIONE

Al fine di fornire agli Azionisti di SALCEF e di INDSTARS3 idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre il parere sull'adeguatezza, nella fattispecie, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione, lo scrivente non ha effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente incarico, una valutazione economica delle Società.

4. DOCUMENTAZIONE ANALIZZATA

Nello svolgimento del proprio lavoro, lo scrivente ha ottenuto dalle Società Partecipanti alla Fusione le informazioni e i documenti ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine ha analizzato la seguente documentazione messa a disposizione ed in particolare:

- il Progetto di Fusione per incorporazione di INDSTARS3 in SALCEF, approvato in data 19 aprile 2019 dai Consigli di Amministrazione delle Società ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-ter del Codice Civile;
- le relazioni illustrative predisposte dal Consiglio di Amministrazione di SALCEF e dal Consiglio di Amministrazione di INDSTARS3, che illustrano e giustificano sotto il profilo giuridico ed economico, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile, il Progetto di Fusione e, in particolare, il Rapporto di Cambio delle azioni, nonché i criteri di determinazione

dello stesso. Le relazioni degli organi amministrativi indicano altresì, ai sensi dell'articolo 2501-bis, terzo comma, del Codice Civile, le ragioni che giustificano l'operazione e gli obiettivi che si intendono raggiungere;

- l'Accordo Quadro tra INDSTARS3, le Società Promotrici di INDSTARS3, SALCEF e le Società socie di SALCEF, datato 15 aprile 2019;
- il bilancio consolidato al 31 dicembre 2016 e 2017 di SALCEF, assoggettato a revisione da parte di società di revisione KPMG, approvati dall'Assemblea dei Soci di SALCEF rispettivamente il 20 luglio 2017 e il 28 giugno 2018;
- il bilancio consolidato al 31 dicembre 2018 di SALCEF, assoggettato a revisione da parte della società di revisione KPMG, approvato dall'Assemblea dei Soci di SALCEF in data 5 aprile 2019;
- file excel "PFN – Salcef Group" contenete una situazione dei flussi finanziari da settembre 2018 ad aprile 2019 della SALCEF;
- lo statuto attuale e post-fusione di SALCEF;
- il documento "Portafoglio Ordini al 01.01.2019" di SALCEF contenente l'analisi e il dettaglio dei Backlog della Società divisi per settore e per paese;
- principali e significativi contratti sottoscritti da SALCEF con RFI;
- il documento "Piano Pluriennale Consolidato" di SALCEF contenente le previsioni economiche e patrimoniali consolidate della Società 2018 – 2021, approvate dal Consiglio di Amministrazione di SALCEF in data 27 marzo 2019;
- il documento "Progetto SALCEF – Report 29.3.19 sent" redatto da KPMG e contenente una *due diligence* del Gruppo SALCEF al 31.12.2018;
- il documento "IND3 legal Due diligence report di GPM su Salcef" contenente la Legal Due Diligence Report di Gatti Pavesi Bianchi su SALCEF;
- il documento "Analist – Intermonte IND3-Salcef" contenente lo studio della Intermonte sull'operazione di fusione;
- il documento "Analist – Akros initial coverage IND3 – Salcef" contenete lo studio della Banca Akros sull'operazione di fusione;
- file excel "Price History titolo IND3 da IPO ad oggi" contenente il prezzo del titolo (azione ordinaria) IND3 dall'IPO sino al 17 maggio 2019;
- file excel "Sintesi valori concambio – Distribuzione e Raggruppamento" contenente la rappresentazione dell'operazione nel suo complesso con evidenza degli effetti e del rapporto di cambio;
- il documento "contratto collocamento – IPO Fees e BackFees" contenete il contratto di collocamento con il Consorzio di collocamento ;
- file excel "calcolo delle IPO Back Fees" contenente il dettaglio del calcolo delle IPO Back Fees;
- file excel "Ebitda SALCEF – calcolo finalFINALDEFINIZIONI" contenete il calcolo dell'EBITDA adj. 2018 di riferimento per SALCEF ai fini della valorizzazione di SALCEF;
- file excel "PFN SALCEF – calcolo finalFINALDEFINIZIONI" contenente il calcolo della PFN media 2018 di riferimento per SALCEF ai fini della valorizzazione di SALCEF, con l'indicazione della medesima PFN puntuale al 31.12.2018;
- file excel "dettaglio del calcolo del valore di IND3" contenente la valorizzazione della SPAC IND3 con il dettaglio delle singole componenti che compongono detto valore;

- file excel “multipli Peers Salcef e discount factor vs 5_48x” contenente la valorizzazione della SPAC IND3 con il dettaglio delle singole componenti che compongono detto valore;
- lo statuto attuale di INDSTARS3;
- il regolamento dei warrant emessi da INDSTARS3 (“Regolamento Warrant”);
- il bilancio di esercizio al 30 giugno 2018 di INDSTARS3, corredato della relazione della società di revisione KPMG SpA, approvato dall’Assemblea dei Soci di INDSTARS3 in data 24 ottobre 2018;
- il bilancio intermedio al 31 dicembre 2018 di INDSTARS3, corredato della relazione della società di revisione KPMG, approvato dal Consiglio di Amministrazione di INDSTARS3 in data 19 marzo 2019;
- files “bdv IND3 al 31.03.19” e “conto economico IND3” contenete una situazione aggiornata al 31 marzo 2019 della INDSTARS3;
- parere emesso dal Collegio Sindacale di INDSTARS3 in data 19 aprile 2019, ai sensi dell’art. 2437-ter del Codice Civile, ai fini dell’esercizio del diritto di recesso per gli azionisti INDSTARS3;
- altri dati e informazioni di carattere contabile, economico-patrimoniale, finanziario e strategico forniti, in forma digitale e verbale, dalle Direzioni delle due Società.

Lo scrivente ha inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettere sottoscritte dai legali rappresentanti delle Società, anche in nome e per conto dei Consigli di Amministrazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione delle stesse, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle analisi dell’Esperto e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni effettuate per quanto riguarda la determinazione del Rapporto di Cambio.

5. METODOLOGIA DI VALUTAZIONE ADOTTATA DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

5.1. Documentazione contabile di riferimento per la Fusione

Quale documentazione contabile di riferimento per la Fusione le Società hanno utilizzato le relazioni finanziarie al 31 dicembre 2018 approvate dai rispettivi Organi sociali.

5.2. Aspetti generali

La Fusione comporterà l’emissione da parte di SALCEF di nuove azioni da assegnare agli aventi diritto in cambio delle azioni di INDSTARS3 da questi detenute, che saranno annullate.

Ai fini della determinazione del numero di azioni SALCEF da assegnare agli aventi diritto nell’ambito della Fusione sono state effettuate apposite valutazioni da parte degli Amministratori di SALCEF e di INDSTARS3, tenendo conto delle difficoltà e delle peculiarità del caso di specie.

I Consigli di Amministrazione delle Società partecipanti alla Fusione sono giunti alla determinazione del Rapporto di Cambio da applicarsi in sede di Fusione a seguito di una ponderata valutazione di SALCEF e INDSTARS3, tenendo conto della natura dell'Operazione Rilevante ed adottando metodi di valutazione comunemente utilizzati, anche a livello internazionale, per operazioni di tale natura, per imprese operanti negli specifici settori ed adeguati alle caratteristiche di ciascuna società partecipante alla Fusione.

Sulla base dei risultati ottenuti con questi metodi e ai fini della determinazione del valore unitario delle azioni per il Rapporto di Cambio, si sono, inoltre, considerati gli aspetti collegati alle caratteristiche degli strumenti finanziari di INDSTARS3 già in circolazione, nonché al diritto di recesso spettante agli azionisti di INDSTARS3 che non abbiano concorso all'approvazione della Fusione e alle modalità di esecuzione della stessa ai sensi dell'Accordo Quadro.

Le valutazioni sono riferite alla data del 31 dicembre 2018, assunta come data di riferimento ("Data di Riferimento") per la Fusione ai sensi dell'art. 2501-quater del codice civile per entrambe le Società, tenendo altresì conto di eventi rilevanti di natura patrimoniale e/o finanziaria che si verificheranno in futuro secondo tempistiche e modalità già note alla data della Relazione degli Amministratori.

5.3. Descrizione dei criteri di valutazione adottati dagli Amministratori di SALCEF e di INDSTARS3

In primo luogo, gli Amministratori hanno seguito il principio di omogeneità relativa e confrontabilità dei criteri di valutazione applicati: nell'ambito di un'operazione di fusione, infatti, le valutazioni non sono finalizzate alla determinazione dei valori economici assoluti delle società partecipanti all'operazione, quanto piuttosto all'ottenimento, attraverso l'applicazione di metodologie e assunzioni omogenee, di valori tra loro confrontabili al fine di determinare il Rapporto di Cambio. Le valutazioni ottenute, pertanto, assumono significato nel loro profilo relativo e non possono essere considerate rappresentative di una valutazione assoluta e a sé stante del capitale di SALCEF e di INDSTARS3.

I valori presi in esame sono stati assunti in ipotesi di continuità gestionale (*Stand Alone*) e alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili, senza tener conto del verificarsi di accadimenti straordinari. In particolare, le analisi valutative sono state basate sulle informazioni e condizioni di mercato conosciute alla data di effettuazione delle stesse. Tali valutazioni, peraltro non possono essere considerate rappresentative di una valutazione a sé stante di SALCEF e INDSTARS3 e non riflettono le sinergie attese che deriveranno dalla loro integrazione.

Quanto ai metodi, nell'ambito delle metodologie valutative previste dalla dottrina ed utilizzate nella migliore prassi per operazioni similari e tenuto conto dei limiti e delle restrizioni rilevanti nel caso di specie, per esprimere valutazioni relative di SALCEF e di INDSTARS3 ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno:

- con riferimento a SALCEF, affidare la valutazione a metodi che potessero derivare i valori nella particolare prospettiva del mercato dei capitali e di conseguenza fondare la

valutazione su determinanti di natura reddituale/finanziaria, non patrimoniale, adottando il metodo del *Discounted Cash Flow* quale metodo principale.

- Gli Amministratori hanno poi deciso di verificare le risultanze del predetto metodo conducendo un'analisi del multiplo EV/EBITDA delle società comparabili di riferimento quotate su mercati regolamentati;
- ai fini della determinazione del capitale economico di INDSTARS3 gli Amministratori hanno scelto di utilizzare il metodo del NAV (*Net Asset Value*) che determina il valore del capitale di INDSTARS3 in base al valore equo di ciascuna delle attività e passività finanziarie della Società disgiuntamente considerate. Per valore equo si intende il valore di realizzo delle attività e di estinzione delle passività al netto degli effetti fiscali eventualmente applicabili. Si tratta di un metodo patrimoniale semplice.

5.4. Valutazione effettuata dagli Amministratori di SALCEF e di INDSTARS3 SALCEF

La metodologia del *Discounted Cash Flow* (di seguito, "DCF") determina il valore di un'azienda o di un'attività economica nella sua globalità. In particolare, tale metodologia si basa sull'ipotesi che il valore di un'azienda o di un'attività economica sia pari al valore attuale dei flussi di cassa generati in futuro. Il valore del capitale economico di un'azienda o di un'attività economica è pertanto pari alla somma (i) del valore dei flussi di cassa attesi attualizzati e (ii) di un valore terminale dell'azienda o dell'attività economica, al netto del (iii) debito finanziario netto, interessi di terzi ed eventuali ulteriori aggiustamenti.

Con riferimento alla determinazione dei flussi di cassa operativi netti gli Amministratori precisano che:

- sono state utilizzate le proiezioni 2019 - 2021 predisposte dal management di SALCEF, formulate secondo una prospettiva "stand alone";
- ai fini del calcolo delle imposte sull'EBIT, è stato considerato un *tax rate* effettivo previsto dalle proiezioni del management;
- il flusso terminale è stato determinato considerando assunzioni circa i ricavi, la marginalità, la variazione del capitale circolante netto e la quota di investimenti.

Per giungere alla determinazione del valore economico del capitale, oltre al valore di *enterprise value* ottenuto dall'attualizzazione al WACC dei flussi del Piano e a residuo, si è tenuto conto della posizione finanziaria netta (PFN) consolidata e media per l'anno 2018 (con utilizzo ai fini del calcolo di delta medie delle rilevazioni della PFN di fine mese nel periodo che intercorre tra il mese di gennaio e il mese di dicembre 2018 inclusi), nella quantificazione derivante dalla definizione concordata tra le Parti e individuata nell'Accordo Quadro.

PFN di riferimento (euro/000)	Media 2018	puntuale al 31.12.18
Cassa	889	475
Conti correnti bancari	23.936	41.282
Debiti verso soci (incl. eventuali dividendi precedenti)	-2.057	0
Debiti per carte di credito	-97	-79
Anticipi bancari su fatture	-575	-16
Finanziamenti bancari a ML termine	-44.724	-43.542
Debiti verso factor cessioni pro-solvendo	-1.967	0
Posizione netta ATI	-3.798	-5.859
Scaduto fornitori oltre 90 giorni	-3.739	-2.693
Fair Value strumenti derivati	-157	-33
Costo ammortizzato	-156	-108
TFR 50%	-497	-474
Crediti IVA (chiesti a rimborso)	6.779	6.716
Debito implicito relat. operazioni di leasing* / **	-163	-5.547
PFN (pre-Dividendo Straordinario)	-26.325	-9.877
Dividendo Straordinario	-30.000	-30.000
TOT PFN	-56.325	-39.877
*con esclusione dei contratti relativi a beni entrati in funzione negli ultimi 45gg		
**il dato puntuale al 31.12.2018 include anche i leasing relativi a beni strumentali entrati in funzione negli ultimi 45gg		

Sulla base della metodologia DCF gli Amministratori sono pervenuti ad una valutazione di SALCEF, all'interno di un range (determinato sulla base di diverse analisi di sensitività) compreso tra **Euro 268 milioni** ed **Euro 327 milioni** con un valore mediano pari a **Euro 297 milioni**.

Il metodo dei multipli di società comparabili, scelto dagli Amministratori come metodo di controllo, consiste nell'applicare ad alcune grandezze economico-finanziarie del *business* o delle aree di attività oggetto di valutazione (quali ad esempio il fatturato, il margine operativo lordo, il risultato operativo o il risultato netto) dei parametri (moltiplicatori appunto) derivanti dal rapporto tra capitalizzazione di mercato, ovvero, a seconda dei casi, *Enterprise Value* (definito come somma della capitalizzazione di mercato e della posizione finanziaria netta) e specifiche grandezze economico-finanziarie o operative, storiche e prospettiche, di un campione di società comparabili.

Le società rappresentate nel campione sono di norma selezionate sulla base della loro affinità alle società o alle aree di attività oggetto di valutazione, in termini di tipo di attività svolte, redditività e prospettive di crescita, solidità patrimoniale e rischiosità nonché in base all'efficienza del mercato borsistico nello stabilire il loro valore di negoziazione.

Le valutazioni derivanti da questa metodologia riflettono il sentimento del mercato in un preciso momento storico. Pertanto, tali valutazioni sono suscettibili di significative variazioni

nel tempo, in funzione delle condizioni dei mercati azionari di riferimento e delle variabili che generalmente influenzano i prezzi dei titoli quali, tra le altre, tassi di interesse, dividendi e regime fiscale.

Con riferimento all'applicazione dei multipli di società comparabili gli Amministratori precisano che:

- è stato considerato un campione di società comparabili con SALCEF a livello di gruppo;
- i multipli sono stati calcolati sulla base della *market capitalization* di fine anno del periodo 2015-2018 e LTM (*latest twelve months*);
- si è fatto riferimento al multiplo mediano EV/EBITDA per ciascun anno e calcolato al 31.12 di ciascuna annualità (4 rilevazioni: anni dal 2015 al 2018 inclusi) nonché il citato multiplo mediano EV/EBITDA LTM, del campione individuato che è stato applicato al valore di EBITDA 2018 di SALCEF;
- nell'applicazione di tale multiplo ai fondamentali di SALCEF si precisa che:
 - a. il valore di EBITDA 2018 è quello calcolato a partire dalla definizione concordata nell'Accordo Quadro;
 - b. il dato di PFN è il medesimo utilizzato nell'applicazione del DCF, includendo quindi gli elementi di rettifica individuati tra le Parti.

I moltiplicatori di mercato utilizzati ai fini della stima del valore di SALCEF sono stati calcolati con riferimento a società europee ed extraeuropee attive nel settore di riferimento di SALCEF quotate in mercati regolamentati.

Al multiplo mediano EV/EBITDA desunto dal *panel* delle società comparabili (identificato come sopra indicato) è stato applicato uno sconto pari a circa il 50% sulla base di differenze rispetto a SALCEF in termini dimensionali e di gamma di prodotti e servizi offerti, dimensione del flottante, nonché in ragione dell'assenza di liquidità rispetto ai *comparables*, il cui capitale è composto da titoli liquidi e liquidabili quotidianamente sul mercato azionario. La percentuale di sconto adottata si colloca al limite superiore del *range* comunemente adottato dalla prassi (*discount factor* 30%-50%).

Short Business Description	Float % [Latest]	Headquarters - Country	Market Capitalization [Latest] (\$USdm)	TEV/LTM EBITDA [My Setting] [Latest] (x)	TEV/LTM EBITDA [My Setting] [LTM as of 12/31/2018] (x)	TEV/LTM EBITDA [My Setting] [LTM as of 12/31/2017] (x)	TEV/LTM EBITDA [My Setting] [LTM as of 12/31/2016] (x)	TEV/LTM EBITDA [My Setting] [LTM as of 12/31/2015] (x)
China Railway Signal & Communication Corporation Limited , together with its subsidiaries, provides rail transportation control system solutions in the People's Republic of China and internationally.	18,2	China	6.858,4	7,9	6,8	7,8	8,3	13,2
Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A. designs, manufactures, maintains, and supplies equipment and components for rail systems worldwide.	74,9	Spain	1.694,9	9,68	8,3	9,72	13,3	10,8
Vossloh AG manufactures and markets rail infrastructure products and services worldwide.	52,3	Germany	758,1	11,7	10,8	13,7	11,8	7,88
NRC Group ASA engages in the infrastructure business in Norway and Sweden.	49,7	Norway	366,2	nv	nv	13,0	15,1	nv
Railcare Group AB (publ) provides railway maintenance services primarily in Scandinavia and the United Kingdom.	56,3	Sweden	36,3	na	13,5	16,0	10,2	9,05
Ansaldo STS S.p.A. operates as a contractor, system integrator, and supplier of mass transportation projects for metro and urban railways.	49,2	Italy	2.544,0	nv	na	13,3	14,2	10,63
	50,1		2.043,0	9,7	9,8	12,3	12,2	10,3
	51,0		1.226,5	9,7	9,5	13,1	12,6	10,6

MEDIANA (2018-2015) delle mediane annue	
	10,6
discount 40%	6,38
discount 50%	5,32
	discount factor
multiplo Business Comb.	5,48
	48%

Sulla base della metodologia dei multipli di società quotate comparabili sopra descritta, al fine di saggiare i risultati ottenuti con l'applicazione del metodo principale, si è pervenuti ad una valutazione di SALCEF (*equity value*) pari a **Euro 286,5 milioni** (corrispondente a un multiplo di **x5,48**), a conferma dei valori desunti con il DCF.

Sintesi Valutazione SALCEF - M Euro			
	Min	Med	Max
Metodo DCF (+/- 10%)	267,5	297,2	326,9
Metodo Multipli (min / max)	252,4	286,7	321,1
Media metodi	260,0	292,0	324,0
Prezzo concordato		286,5	
EBITDA	63		
PFN	56		
Multipli peers		10,63x	
IPO discount		48%	

INDSTARS3

Ai fini della determinazione del capitale economico di INDSTARS3 gli Amministratori hanno scelto di utilizzare il metodo del NAV (*Net Asset Value*) che determina il valore del capitale di INDSTARS3 in base al valore equo di ciascuna delle attività e passività finanziarie della società disgiuntamente considerate. Per valore equo si intende il valore di realizzo delle attività e di estinzione delle passività al netto degli effetti fiscali eventualmente applicabili. La natura di INDSTARS3 implica una struttura patrimoniale costituita prevalentemente da disponibilità liquide funzionali a realizzare l'operazione di integrazione con la società target individuata. Pertanto, si è ritenuto che la metodologia del NAV, riconducibile a un metodo patrimoniale semplice, fosse la modalità di valutazione più adeguata dal momento che esprime il valore economico del capitale della società come somma del *fair value* delle attività

e passività possedute.

Al fine del calcolo del PN sono state considerate le seguenti poste patrimoniali di INDSTARS3:

(a) immobilizzazioni immateriali: esse sono iscritte al costo di acquisto. I valori iscritti all'attivo sono rettificati sistematicamente dalle quote di ammortamento, determinate in relazione con il loro deperimento e consumo e con la loro residua possibilità di utilizzazione; (b) crediti (commerciali e tributari): essi sono rilevati in bilancio al presumibile valore di realizzo; (c) disponibilità liquide: sono iscritte al loro valore nominale; (d) ratei e risconti: sono iscritti in ottemperanza al generale principio della competenza temporale dei costi e dei ricavi dell'esercizio; (d) debiti: i debiti commerciali sono rilevati al loro valore nominale, in quanto gli effetti dell'applicazione del costo ammortizzato, ai sensi dell'art. 2423 comma 4 del codice civile sono irrilevanti (scadenza entro i dodici mesi); (e) costi, ricavi, proventi e oneri finanziari: sono rilevati e contabilizzati nel rispetto del principio della competenza anche mediante l'iscrizione di ratei e risconti, attivi e passivi; (f) imposte: le imposte sul reddito dell'esercizio sono stanziare in applicazione del principio di competenza e sono determinate in applicazione delle norme di legge vigenti e sulla base della stima del reddito imponibile; nello Stato Patrimoniale il debito è rilevato alla voce "Debiti tributari" e il credito alla voce "Crediti tributari". Le eventuali imposte differite, laddove ricorrono i relativi presupposti, sono iscritte nel fondo per imposte sulla base dell'aliquota fiscale teorica di riversamento. Nel rispetto del principio di prudenza, le imposte anticipate non sono invece rilevate qualora manchi una ragionevole certezza dell'esistenza, negli esercizi di cui si riverseranno le differenze temporanee deducibili, di un reddito imponibile capiente.

Inoltre sono stati considerati i seguenti aggiustamenti: (con segno positivo) i benefici fiscali sul valore netto delle immobilizzazioni nette e sulle perdite pregresse nonché l'agevolazione ACE e (con segno negativo) una quota parte (pari al 27%) delle Commissioni di Collocamento differite (c.d. *IPO Back Fees*), in un'ipotesi di Recesso Netto pari al 15%, al netto del relativo effetto fiscale nonché i costi per servizi e di *Due Diligence* per la quota a carico di INDSTARS 3 e direttamente correlati al perfezionamento dell'Operazione Rilevante, al netto del relativo effetto fiscale.

Il Consiglio di Amministrazione di INDSTARS3 precisa che l'ammontare della liquidità e quindi del PN, quale risulterà alla data di efficacia della Fusione, varierà, rispetto a quanto iscritto nella situazione patrimoniale al 31 dicembre 2018, in dipendenza: i) del numero di Azioni Ordinarie INDSTARS3 per cui risulterà esercitato il Diritto di Recesso e, in particolare, dell'importo dell'esborso sostenuto da INDSTARS3 per l'acquisto delle Azioni Ordinarie INDSTARS3 per le quali sia stato esercitato il Diritto di Recesso e che non siano state acquistate dagli altri soci di INDSTARS3 o da terzi ai sensi dell'articolo 2437-quater del codice civile; ii) l'importo oggetto della complementare Distribuzione che verrà effettuata da INDSTARS3 immediatamente prima della data di efficacia della Fusione in misura pari all'importo massimo di detta Distribuzione (di Euro 51.600.000,00) meno il valore di recesso complessivamente da pagarsi in funzione dei recessi netti. In ogni caso, tuttavia, gli impatti in questione si presume non possano avere l'effetto di portare il PN di INDSTARS3, alla data

di efficacia della Fusione, sotto l'importo di **Euro 103,71 milioni**, in un'ipotesi di Recesso Netto pari al 15%.

In relazione a quanto precede, si precisa che l'esborso connesso all'esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti che non abbiano concorso all'approvazione della Fusione si determina sulla base del prezzo di liquidazione delle azioni INDSTARS3 stabilito dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile e dello Statuto, che risulta pari a **Euro 10,00 (dieci/00)** per Azione Ordinaria INDSTARS3, moltiplicato per un numero di azioni che sarà compreso tra zero (scenario di "Recesso Minimo") e un numero di Azioni Ordinarie INDSTARS3 (le "Azioni Oggetto di Liquidazione") che comporti per INDSTARS3 un esborso complessivo pari al 30% delle somme depositate sul Conto Corrente Vincolato meno il valore di liquidazione di una azione (scenario di "Recesso Massimo").

Il valore del 100% del capitale netto di INDSTARS3 alla data di riferimento, determinato mediante applicazione del metodo NAV come sopra descritto è pari a circa **Euro 103,08 milioni** nello scenario di Recesso Minimo (0%) e pari a circa **Euro 104,57 milioni** nello scenario di Recesso Massimo (30%).

Sintesi Valutazione INDSTARS3 - M Euro			
	Min	Med	Max
Patrimonio Netto al 31.12.2018	154,26	154,26	154,26
Rettifiche Bilancio:	1,33	1,33	1,33
Effetto fiscale perdite nette	0,13	0,13	0,13
ACE	0,97	0,97	0,97
Effetto fiscale val. Imm. Nette	0,23	0,23	0,23
Rettifiche extra Bilancio:	-0,90	-0,84	-0,78
IPO Back Fees + Ulteriori costi	-0,90	-0,84	-0,78
Valore complessivo	154,68	154,74	154,80
<i>prezzo recesso x az. (Euro 10,0)</i>	0,00	-22,50	-45,00
Valore pagato per le azioni recedute	0,00	-22,50	-45,00
Distribuzione riserve (compl. a 50m euro)	-50,00	-27,50	-5,00
Distribuzione riserve (pari passu) per le az. Speciali	-1,60	-1,04	-0,23
Nuovo Valore con recesso	103,08	103,71	104,57

5.5. Considerazioni degli Amministratori in merito al numero delle azioni da utilizzare per la determinazione del valore unitario delle azioni di SALCEF

Relativamente a SALCEF, il capitale sociale post raggruppamento ai sensi del paragrafo 1 è costituito da complessive n. 28.650.000 azioni ordinarie, a fronte del Coefficiente di Frazionamento di 143,25 (i.e. 1 azione ordinaria attuale x 143,25 = 28.650.000 azioni post frazionamento), prive di indicazione del valore nominale. SALCEF non ha in circolazione strumenti potenzialmente diluitivi della base di capitale.

Coerentemente alla valutazione economica del capitale netto della società di cui sopra il valore unitario delle azioni SALCEF ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio risulta pertanto pari a **Euro 10,00** (dieci virgola zero).

SINTESI Concambio, Valorizzazione, calcoli per Distribuzione Riserve e Raggruppamento			
<i>euro/000 (ove riferito a valori economici e nr. azioni)</i>			
valore attribuito a SALCEF	286.500	<i>DCF e multipli EV/Ebitda</i>	
nr. azioni attuali	200	<i>CS suddiviso in nr. azioni (000) pari al valore della singola azione IND3 (=rapporto di concambio 1:1) = 10euro/cad</i>	
valore target singola azione per Fusione (in euro unit)	10,0		
<i>ratio di frazionamento</i>	<i>143,25</i>		
nr. azioni post frazion. (10€/cad)	28.650	<i>nr. azioni (000) con il quale si presenta Salcef per la fusione</i>	
		recesso 0%	recesso 15%
		recesso 30%	
Valore attribuito ad INDSTARS3 pre-recesso e pre-Distribuz.	154.685	154.744	154.804
uscita (cash out) recesso	-	- 22.500	- 45.000
uscita (cash out) complemento a 50m ("Distribuzione Riserve")	- 50.000	- 27.500	- 5.000
TOTALE CASH OUT AZ. ORDIN.	- 50.000	- 50.000	- 50.000
<i>importo distribuito per singola az. ord (=spec.) in euro</i>	<i>- 3,333</i>	<i>- 2,157</i>	<i>- 0,476</i>
uscita (cash out) per Az. Speciali (stesso importo delle az. ord.)	- 1.600	- 1.035	- 229
VALORE AL NETTO DEL RECESSO E DISTRIBUZIONI	103.085	103.709	104.575
valore singola azione (ord. e spec.)	6,66	7,84	9,52
RAGGRUPPAMENTO PER OTTENERE SINGOLA AZIONE PARI A 10.00€/CAD:			
<i>ratio di raggruppamento</i>	<i>1,500</i>	<i>1,275</i>	<i>1,050</i>
<i>nuovo nr. (000) azioni ordinarie (euro10/cad)</i>	<i>10.000</i>	<i>10.000</i>	<i>10.000</i>
<i>nuovo nr. (000) azioni speciali (euro10/cad)</i>	<i>320</i>	<i>376</i>	<i>457</i>
numero totale azioni da concambiare (in SALCEF)	10.320	10.376	10.457
valore singola azione (ord. e spec.)	10,0	10,0	10,0
SI FA PRESENTE CHE:			
Valore (euro/000) che i Promotori iniettano nuovamente in Salcef	1.600	1.035	229
VALORE COMPLESSIVO OPERAZIONE PER SALCEF	104.685	104.744	104.804
nro azioni (già) concambiate (vedi sopra)	10.320	10.376	10.457
nro azioni speciali di nuova emissione	160	104	23
nr. totale azioni emesse da SALCEF (concambio e AuCap az. spec.)	10.480	10.480	10.480
Valore singola azione concambiata o emessa (az. spec)	10,0	10,0	10,0

5.6. Considerazioni degli Amministratori in merito al numero delle azioni da utilizzare per la determinazione del valore unitario delle azioni di INDSTARS3

Relativamente a INDSTARS3, il capitale sociale deliberato alla data di riferimento delle valutazioni per il Rapporto di Cambio è costituito da complessive n. 15.480.000 azioni senza valore nominale, di cui n. 15.000.000 Azioni Ordinarie INDSTARS3 e n. 480.000 Azioni Speciali INDSTARS3.

Le caratteristiche delle Azioni Ordinarie INDSTARS3 e delle Azioni Speciali INDSTARS3 sono riportate nello Statuto vigente dell'Incorporanda disponibile sul sito internet di INDSTARS3 all'indirizzo www.indstars3.it (Sezione Corporale Governance - Documenti societari).

Delle Azioni Ordinarie INDSTARS3 in circolazione un numero massimo di Azioni Oggetto di Liquidazione (corrispondente al numero di Azioni Ordinarie INDSTARS3 che comportino per INDSTARS3 un esborso netto complessivo pari al 30% delle somme depositate sul Conto Corrente Vincolato meno il valore di liquidazione di una azione) sono potenzialmente oggetto del diritto di recesso da parte degli azionisti che non abbiano concorso alla deliberazione assembleare del Progetto di Fusione (circostanza che non determinerebbe l'avveramento della Condizione Risolutiva di cui all'articolo 15.3 dello Statuto vigente di INDSTARS3).

Alla data della presente Relazione sono inoltre in circolazione n. 7.500.000 Warrant INDSTARS3 convertibili in azioni ordinarie con le modalità riportate nel Regolamento Warrant INDSTARS3.

Tenuto conto di quanto precede, e rispetto alle valutazioni necessarie per la determinazione del Rapporto di Cambio nell'operazione di Fusione con SALCEF, si sono sviluppate le considerazioni che seguono:

- per le Azioni Speciali, si considera che queste sono escluse dal diritto di percepire gli utili di cui la società risultante dalla Fusione deliberi la distribuzione fino al 36° (trentaseiesimo) mese successivo alla data di efficacia dell'Operazione Rilevante e del diritto di voto durante il quale incorporano un'opzione di conversione gratuita in azioni ordinarie; sulla base di questi elementi, e considerando che la valutazione di INDSTARS3 è sviluppata secondo una logica di tipo strettamente patrimoniale, il Consiglio di Amministrazione stima il valore attribuibile alle Azioni Speciali INDSTARS3 pari a quello delle Azioni Ordinarie INDSTARS3;
- per gli effetti connessi al Diritto di Recesso degli azionisti INDSTARS3 che non abbiano concorso all'approvazione della Fusione, il valore unitario delle azioni INDSTARS3 è da determinarsi con riferimento ad un numero di azioni calcolato al netto del numero di azioni che saranno oggetto di riacquisto per l'esercizio del Diritto di Recesso;
- per gli effetti connessi ai diritti dei Warrant INDSTARS3 e delle Azioni Speciali INDSTARS3, si considera che l'Accordo Quadro non prevede meccanismi di protezione

rispetto alla diluizione derivante dalla futura conversione degli strumenti di cui sopra, anche in sede di determinazione del Rapporto di Cambio.

In conclusione, si ritiene che il valore unitario convenzionalmente attribuibile all'azione INDSTARS3 ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio debba essere calcolato con riferimento al numero complessivo di azioni di INDSTARS3 in circolazione, ridotto del numero di Azioni Oggetto di Liquidazione per l'esercizio del Diritto di Recesso da parte degli azionisti che non abbiano concorso all'approvazione della Fusione ed a valle del Raggruppamento.

All'interno di tale base di capitale, il valore unitario delle azioni è determinato senza distinzioni di valore tra Azioni Ordinarie INDSTARS3 e Azioni Speciali INDSTARS3 e senza considerare gli effetti di diluizione che potranno derivare dall'esercizio dei Warrant INDSTARS3 e dalla conversione moltiplicativa delle Azioni Speciali INDSTARS3.

Sulla base di quanto precede il valore unitario delle azioni di INDSTARS3 ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio è stato determinato nell'ipotesi che prevede un **recesso pari al 15%** (che si colloca come punto di mezzo tra lo scenario di Recesso Minimo e Recesso Massimo) e pertanto valorizzando la singola azione in **Euro 10,00**.

SINTESI Valorizzazione e calcoli per Raggruppamento			
	recesso 0%	recesso 15%	recesso 30%
VALORE INDASTAS3 AL NETTO DEL RECESSO E DISTRIBUZIONI	103.084.549	103.708.824	104.575.116
<i>Distribuzione per singola azione di Azionisti Favorevoli (euro paid/azione)</i>	3,333	2,1569	0,4762
DENOMINATORE (nr. azioni da valorizzare cadauna):	50.000.000		5.000.001
az. ordinarie post recesso netto (pre-raggruppamento)	15.000.000	12.750.000	10.500.001
az. speciali	480.000	480.000	480.000
nr. azioni denominatore	15.480.000	13.230.000	10.980.001
Valore singola azione (senza specifica di arrotondamento)	6,66	7,84	9,52
Raggruppamento per presentarsi in concambio con euro10/azione (per Az. Ordin.)			
Ratio di raggruppamento = per ottenere poi 10m azioni ord. (cad. 10€)	1,500	1,275	1,050
TOTALE Azioni Ordin. Post raggruppamento (con valore/cad pari a 10€) FINAL	10.000.000	10.000.000	10.000.000
nr. di Azioni Spec. Post raggruppamento (con valore/cad pari a 10€)	320.000	376.471	457.143
nr. di Azioni Speciali sottoscritte (euro10/cad) con importo distribuito/incassato	160.000	103.529	22.857
TOTALE AZIONI SPECIALI	480.000	480.000	480.000

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI DI SALCEF E DI INDSTARS3

Le valutazioni effettuate da ciascun Consiglio di Amministrazione devono essere considerate alla luce di taluni limiti e difficoltà di valutazione insite nei metodi applicati.

- *Utilizzo di Piani economico-finanziari previsionali.* Il metodo del DCF sotto il profilo della razionalità esprime meglio, rispetto ad altri approcci valutativi, la formula di valutazione dell'azienda, ma la sua applicazione si basa sulle stime di generazione dei

flussi di cassa futuri, che sono a loro volta fondati sul piano industriale di SALCEF e sulle previsioni dell'andamento del mercato. La sua applicazione presuppone, pertanto, un sufficiente grado di credibilità/attendibilità nella stima dei flussi monetari prospettici e ha, implicita, una limitazione legata a possibili profili di aleatorietà di tali determinanti.

- *Volatilità dei mercati.* L'attuale volatilità che caratterizza i mercati dei capitali, sia azionari che di debito, può condurre ad un impatto negativo sulla significatività dell'analisi per il calcolo del WACC.
- *Confrontabilità delle società del campione.* L'applicazione del metodo dei multipli di borsa presenta delle limitazioni connesse alla composizione del *panel di peers* preso a riferimento legate, principalmente, alla dimensione dell'azienda e al suo portafoglio di business.
- *Scambi limitati delle azioni INDSTARS3.* Le quotazioni delle azioni INDSTARS3 sul mercato AIM Italia si riferiscono a un numero di scambi relativamente limitato, conclusi nell'ambito di un mercato non regolamentato; in considerazione di ciò, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno non utilizzare i prezzi espressi da questi scambi quale riferimento per la valutazione delle azioni in sede di determinazione del Rapporto di Cambio.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE

Sulla base dei risultati ottenuti applicando la rispettiva metodologia di valutazione sopra descritta, si perviene ad un intervallo di valore di SALCEF fra Euro 268 milioni e Euro 327 milioni con l'applicazione del DCF, con un valore mediano pari a Euro 297 milioni, confermato dal metodo di controllo dei multipli di società quotate con un valore di Euro 286,5 milioni

Tenuto conto dei valori così individuati, si è deciso di attribuire al 100% del capitale di **SALCEF** un valore di **Euro 286,5 milioni**, corrispondente all'applicazione all'EBITDA 2018 di SALCEF di un multiplo di **5,48x**, coerente con il multiplo concordato tra SALCEF e INDSTARS3 ai sensi dell'Accordo Quadro.

Con riferimento a **INDSTARS3** si è giunti ad un valore economico del capitale pari a circa **Euro 103,71 milioni** (scenario di Recesso Netto pari al 15%).

Si ribadisce, al riguardo, che tali stime non possono essere interpretate in termini assoluti, in quanto funzionali alla definizione di valori relativi che devono essere raffrontati e comparati tra loro nell'ottica della determinazione del Rapporto di Cambio.

Come sopra riferito, in ragione dei valori assegnati alle società partecipanti alla Fusione, e di un Coefficiente di Frazionamento delle azioni di SALCEF di 143,25, si è giunti a determinare un **valore unitario per azione di SALCEF pari a € 10,00 ed a un valore unitario per azione di INDSTARS3 pari a € 10,00.**

Ad esito di tali valutazioni, il Consiglio di Amministrazione:

- è pervenuto alla determinazione del **Rapporto di Cambio in 1:1**, per cui per ogni n. 1 Azione Ordinaria INDSTARS3 verrà assegnata n. 1 Azione Ordinaria SALCEF;
- in considerazione delle caratteristiche delle Azioni Speciali INDSTARS3 e delle caratteristiche delle Azioni Speciali SALCEF, si è deciso di utilizzare lo stesso Rapporto di Cambio anche per le Azioni Speciali, per cui per ogni n. 1 Azione Speciale INDSTARS3 verrà assegnata n. 1 Azione Speciale SALCEF in concambio.

Non sono previsti conguagli in denaro.

Relativamente gli effetti connessi all'esercizio del Diritto di Recesso da parte degli azionisti INDSTARS3 che non abbiano concorso all'approvazione della Fusione, il Consiglio di Amministrazione ha proceduto al calcolo dei rapporti di cambio risultanti dalle valutazioni delle azioni INDSTARS3 riferite allo scenario di Recesso Netto pari al 15%.

Sulla base di questi calcoli il Consiglio di Amministrazione ha rilevato che, a parità di valore nozionale attribuito alle azioni SALCEF, la differenza tra i valori delle azioni INDSTARS3 riferiti ai due scenari determina una variazione del Rapporto di Cambio di importo non materiale e sostanzialmente stabile nell'ambito del suddetto intervallo.

In considerazione di ciò, pur non essendo noto alla data attuale il numero esatto di azioni INDSTARS3 che saranno soggette alle richieste di recesso, il Consiglio di Amministrazione ha deliberato di identificare, per la Fusione, un Rapporto di Cambio sulla base di uno scenario che vede un recesso pari al 15%.

Inoltre, in considerazione delle caratteristiche dei Warrant INDSTARS3 che saranno oggetto di annullamento e delle caratteristiche del tutto simili dei Warrant in Concambio e Integrativi SALCEF si è determinato:

- di assegnare gratuitamente ai portatori dei Warrant INDSTARS3, per ogni 1 Warrant INDSTARS3 annullato, n. 1 Warrant SALCEF in Concambio;
- con riferimento ai Warrant SALCEF Integrativi, di mantenere la proporzione di assegnazione di n. 1 Warrant SALCEF ogni n. 2 Azioni Ordinarie INDSTARS3 detenute il giorno antecedente la data di efficacia della Fusione indicata nell'atto di Fusione (ad eccezione di quelle per le quali sia stato esercitato il Diritto di Recesso), come previsto sia dal Regolamento Warrant INDSTARS3 sia dal Regolamento Warrant SALCEF in Concambio e Integrativi;
- al fine di mantenere inalterato - successivamente alla Fusione - il valore economico complessivamente detenuto dagli attuali Soci SALCEF e dai Soci Favorevoli all'Operazione Rilevante, di assegnare gratuitamente agli stessi i Warrant SALCEF Nuovi.

8. LAVORO SVOLTO

8.1. Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata

Per le finalità dell'incarico attribuito, il sottoscritto ha svolto una lettura critica delle bozze delle Relazioni degli Amministratori e dell'ulteriore documentazione relativa alla Fusione, nonché delle bozze di lavoro messe a disposizione dello scrivente.

Come già segnalato:

- il bilancio intermedio di INDSTARS3 alla data del 31 dicembre 2018 è stato assoggettato a revisione contabile da parte di KPMG SpA;
- il bilancio consolidato di SALCEF al 31 dicembre 2018 è stato assoggettato a revisione contabile da parte di KPMG.

Lo scrivente, inoltre:

- ha discusso con i Consulenti di SALCEF le principali linee guida strategiche ed i criteri utilizzati per la predisposizione del Piano, fermo restando le incertezze ed i limiti intrinseci in ogni dato di natura previsionale;
- ha ottenuto informazioni nonché chiarimenti verbali sui rapporti di *due diligence* finanziaria e fiscale svolti reciprocamente da INDSTARS3 e SALCEF;
- ha interloquuto con KPMG in qualità di società di revisione delle predette Società, nonché con i relativi Collegi Sindacali;
- ha raccolto, attraverso incontri con le Direzioni di INDSTARS3 e SALCEF, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura dei rispettivi bilanci, al fine di analizzare eventuali effetti significativi sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame. Secondo quanto confermato dalle Direzioni, alla data della presente relazione non si sono verificati eventi o circostanze tali da rendere necessari significativi aggiustamenti o rettifiche alle informazioni utilizzate dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio.

8.2. Lavoro svolto con riferimento ai metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

Con riferimento ai metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, l'Esperto ha svolto le seguenti procedure:

- discusso con le Direzioni delle Società e i rispettivi Consulenti gli approcci valutativi, le metodologie adottate ed in generale il lavoro complessivamente svolto e le loro risultanze;
- verificato la completezza e la coerenza dei procedimenti valutativi seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio e la loro applicazione, considerando le peculiarità di ciascuna società;
- riscontrato la non contraddittorietà delle motivazioni degli Amministratori di entrambe le Società riguardanti i metodi valutativi da essi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati nel processo valutativo rispetto alle fonti di

riferimento ed alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;

- verificato la correttezza matematica del calcolo degli intervalli del Rapporto di Cambio sulla base degli scenari di recesso minimo e massimo da parte degli azionisti di INDSTARS3, elaborati mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori;
- sviluppato *sensitivity analysis* su SALCEF e INDSTARS3 nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni di INDSTARS3 rilevando alcune informazioni quali, a titolo di esempio, le caratteristiche del flottante, la volatilità del titolo e i volumi medi giornalieri;
- ricevuto formale attestazione dai legali rappresentanti delle Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del presente parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento della Fusione e agli altri elementi presi in considerazione tali da comportare la necessità di apportare aggiornamenti alle valutazioni predisposte dagli Amministratori.

9. PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Con riferimento al presente incarico, lo scrivente ritiene opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori è consistita in una stima dei valori economici relativi di SALCEF e di INDSTARS3 effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili.

Gli Amministratori, coerentemente con le finalità delle valutazioni eseguite, ed avendo riguardo allo specifico contesto in questione (quotazione sul mercato AIM attraverso un veicolo SPAC), hanno privilegiato la scelta di metodologie idonee ad esprimere valori comparabili per le Società, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio sulla base del Coefficiente di Raggruppamento.

Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del Rapporto di Cambio.

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato nel loro profilo relativo e non possono essere, di per sé, assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione a diverse operazioni.

Coerentemente con le finalità delle valutazioni elaborate, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio gli Amministratori hanno dato rilevanza al principio di omogeneità valutativa richiesto nelle operazioni di fusione, privilegiando la scelta di metodologie idonee

a esprimere valori comparabili per le Società. A tal proposito è opportuno ricordare che tale principio non implica necessariamente che gli organi amministrativi delle Società partecipanti alla Fusione debbano adottare i medesimi criteri valutativi. In tale contesto, sono stati adottati criteri e parametri che tengono adeguatamente conto delle relative specificità.

Le relazioni illustrative predisposte dagli Amministratori di SALCEF e di INDSTARS3 per esporre l'operazione di Fusione indicano le metodologie dagli stessi adottate ed i risultati ottenuti ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Al riguardo, l'esperto esprime di seguito le sue considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di SALCEF e di INDSTARS3 per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione:

- l'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di SALCEF e di INDSTARS3 è stata effettuata dagli Amministratori per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e condivisi dalla prassi professionale in analoghi contesti;
- l'approccio metodologico seguito appare adeguato nella fattispecie tenuto conto sia della diversa natura e tipologia delle attività svolte da SALCEF e di INDSTARS3, sia delle informazioni disponibili, come richiesto dalla tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale;
- le valutazioni elaborate dagli Amministratori sono state condotte considerando SALCEF e INDSTARS3 su base c.d. "stand alone", in linea con la prassi e la migliore tecnica professionale. Tali valutazioni riflettono pertanto la situazione attuale e le prospettive future delle Società Partecipanti alla Fusione, considerate trascurando gli effetti della Fusione stessa e le sinergie con essa conseguibili, ossia in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti di gestione dovuti alla Fusione stessa. Come da prassi in questo contesto, le sinergie conseguibili dalla Fusione, pertanto, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo delle Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- la valutazione del capitale economico di INDSTARS3 è stata effettuata dagli Amministratori utilizzando il metodo patrimoniale attraverso la stima del NAV. Tale metodo è comunemente accettato e utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con la prassi professionale in sede di valutazione di una SPAC come INDSTARS3. Conseguentemente, la scelta degli Amministratori risulta ragionevole e non arbitraria;
- il criterio delle quotazioni di borsa, che determina il valore di una società sulla base della capitalizzazione dei relativi titoli negoziati sui mercati regolamentati, rappresenta un parametro normalmente utilizzato per la valutazione di società quotate e comunemente accettato sia a livello nazionale che internazionale. Peraltro, 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. Nel caso in esame, il mancato riferimento ai corsi di borsa appare motivato data la scarsa rappresentatività degli scambi relativi al titolo sul mercato AIM. Lo scrivente ha sviluppato, nell'ambito di autonomi spunti valutativi, analisi in ordine all'andamento dei prezzi di mercato delle azioni INDSTARS3 ed effettuato ulteriori verifiche comparative sul titolo rispetto a quelli quotati sul mercato AIM e sugli altri mercati azionari. Alla luce di dette analisi, risultano nel complesso confermate le scelte effettuate dagli Amministratori sulla non applicabilità di tale metodo;

- la valutazione del capitale economico di SALCEF è stata effettuata adottando una pluralità di metodi. In particolare, è stato adottato, quale metodologia principale, un criterio analitico, in grado di raccogliere le aspettative interne del management circa lo sviluppo dei flussi di reddito futuri: nella fattispecie, si tratta del criterio del *Discounted Cash Flow*. Con finalità di controllo, invece, è stato adottato il metodo dei multipli di borsa. La scelta di tale approccio valutativo basato sullo sviluppo di una pluralità di criteri appare condiviso dalla prassi e in linea con la migliore dottrina, in quanto consente attraverso metodi di controllo di sottoporre a verifica i valori relativi stimati;
- l'utilizzo della metodologia DCF, scelta da parte degli Amministratori di SALCEF e di INDSTARS3 quale metodologia principale per la valutazione di SALCEF è in linea con la prassi e la tecnica professionale. Il metodo DCF risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina e dai principi di valutazione generalmente accettati. Il metodo DCF è stato sviluppato dagli Amministratori nella versione "*unlevered*", come somma delle parti integrando gli specifici *Enterprise Value* di ciascuna divisione attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi che si stima essa possa generare in futuro, utilizzando come riferimento il Piano 2019-2021 elaborato e approvato dall'organo amministrativo di SALCEF in data 27 marzo 2019. Lo sviluppo della metodologia è stato verificato, anche sulla base della documentazione di dettaglio messa a disposizione dalle Direzioni delle Società, e risulta, nelle circostanze, adeguato da un punto di vista tecnico e ragionevole;
- è in linea con la prassi professionale e ragionevole l'utilizzo di metodologie di controllo, nella specie individuate dagli Amministratori in un metodo di mercato (criterio dei multipli). La metodologia dei multipli di mercato deriva il valore di una società dalla valutazione attribuita dal mercato ad altre società aventi caratteristiche comparabili, determinando il rapporto tra il prezzo espresso dal mercato borsistico di società comparabili e talune grandezze finanziarie e applicando successivamente i multipli così determinati alle corrispondenti grandezze finanziarie della società oggetto di valutazione al fine di determinarne il valore. Il riferimento a tali metodi di mercato, con finalità di controllo per la valutazione di SALCEF, è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il comportamento della prassi

professionale. Gli Amministratori di entrambe le Società hanno individuato, in quanto ritenuto maggiormente significativo, il multiplo EV/EBITDA applicato all'EBITDA dell'ultimo anno disponibile, vale a dire il 2018. Gli Amministratori hanno ritenuto, inoltre, ragionevole rettificare il suddetto multiplo di uno sconto medio in considerazione di alcuni elementi quali: i) inferiori dimensioni di SALCEF e diverso portafoglio prodotti rispetto alle società del campione; ii) assenza di liquidità rispetto ai *comparables*, aziende quotate sui principali mercati azionari. Al riguardo, le verifiche effettuate sui calcoli degli Amministratori e le analisi svolte in maniera autonoma sui moltiplicatori di borsa complessivamente confermano la correttezza del moltiplicatore determinato ai fini dello sviluppo del metodo. Con riguardo all'applicazione dello sconto, si rileva che la prassi riconosce rettifiche di questo tipo a seconda dell'ambito di riferimento e delle caratteristiche e dimensioni della società/pacchetto azionario; le ricerche empiriche ed i filoni di analisi in merito alla misurazione dello sconto identificano un intervallo variabile entro cui si colloca il parametro utilizzato dagli Amministratori per lo sviluppo del metodo;

- è in linea con la prassi e la tecnica professionale la rettifica del valore economico per attività e passività accessorie e/o normalizzazione di poste operative. Per INDSTAR3, gli Amministratori hanno identificato il valore del risparmio fiscale derivante dalla normativa ACE nonché del valore netto delle immobilizzazioni e delle perdite pregresse, non valorizzato in bilancio; inoltre è stato tenuto conto dei costi afferenti l'operazione di fusione inclusi delle c.d. IPO Back Fees (al 27%) dovute ai Collocatori, al netto del relativo beneficio fiscale. Per SALCEF, nella fattispecie, le rettifiche indicate dagli Amministratori sono le seguenti: per quanto attiene alla determinazione dell'Ebitda è stato tenuto conto del: 50% delle svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante nonché del costo (interessi) relativo alle operazioni di factoring effettuate durante l'esercizio, ove non già tenute in considerazione ai fini del calcolo della Posizione Finanziaria Netta (PFN). Per quanto attiene alla PFN di riferimento sono stati tenuti in considerazione: i crediti IVA (chiesti a rimborso ed incassati); i debiti impliciti relativi a contratti di leasing con esclusione dei contratti relativi a beni entrati in funzione negli ultimi 45gg dell'esercizio, i debiti verso fornitori scaduti da oltre 90 giorni (al netto delle posizioni creditorie verso clienti/fornitori e delle eventuali partite in contestazione), il 50% dell'ammontare del TFR cumulato iscritto a bilancio, nonché la posizione finanziaria netta nei confronti delle ATI (al fine di escludere la parte di liquidità incassata da Salcef per dette ATI ma non di competenza di Salcef ovvero includere la parte di liquidità spettante a Salcef ma giacente presso terzi facenti parte delle ATI cui partecipa SALCEF). Le considerazioni alla base dell'applicazione di queste rettifiche sono state verificate anche sulla base degli incontri e della documentazione di dettaglio messa a disposizione dai Consulenti delle Società e risultano, nella circostanza, congrue;
- sono state effettuate verifiche sui dettagli di calcolo utilizzati dagli Amministratori, che confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà del procedimento valutativo svolto, dei differenti parametri utilizzati per lo sviluppo dei vari metodi, nonché dei *range* di valori rivnienti dall'applicazione di ciascuna delle metodologie prescelte;

- le analisi di sensitività elaborate per valutare l'impatto di variazioni nelle differenti ipotesi valutative e nei parametri assunti nell'ambito delle metodologie adottate dagli Amministratori, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della loro applicazione, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi;
- nell'ambito della determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno sviluppato specifiche considerazioni per le seguenti tipologie di strumenti finanziari caratterizzanti il capitale sociale di INDSTARS3:
 - a. la presenza di azioni speciali: il rapporto di conversione gratuita attribuibile alle stesse è stato quello della parità, come peraltro previsto nel rispettivo statuto, tenuto conto di una valutazione della Società in ottica c.d. *stand alone* che prescinde dagli effetti che si realizzeranno a seguito del perfezionamento della Fusione;
 - b. la presenza di *warrant*: i *warrant* SALCEF, convertibili in azioni ordinarie come da condizioni e modalità esplicitate nel rispettivo e speculare Regolamento Warrant INDSTARS3, non sono stati considerati in quanto il loro esercizio e il numero di azioni di compendio sono dipendenti dall'andamento borsistico del titolo della società risultante dalla Fusione e quindi non determinabile in misura certa.

Diversamente da INDSTARS3, SALCEF non ha in circolazione strumenti potenzialmente diluitivi della base di capitale.

L'approccio seguito dagli Amministratori, come sopra illustrato, appare nelle circostanze opportunamente motivato e accettabile sotto un profilo tecnico e in linea con la prassi valutativa, anche alla luce di una impostazione coerente con quelle generalmente assunte in precedenti operazioni sul capitale che hanno interessato le SPAC.

10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DALL'ESPERTO ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento dell'incarico ricevuto, si richiama l'attenzione su quanto segue:

- la determinazione del Rapporto di Cambio è stata effettuata attraverso metodologie valutative sostanzialmente differenti (il metodo del NAV per INDSTARS3 ed i metodi del DCF e dei moltiplicatori di mercato per SALCEF), in ragione del fatto che le due Società hanno natura e caratteristiche molto diverse fra loro;
- le valutazioni effettuate dai Consigli di Amministrazione sul capitale economico di SALCEF si fondano su previsioni economico-patrimoniali desunte dal Piano della Società. Come evidenziato dai Consigli di Amministrazione, i piani utilizzati sono basati su un insieme di ipotesi che includono assunzioni ipotetiche che, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di

cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico. Va ancora tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate;

- i moltiplicatori utilizzati ai fini dell'applicazione del metodo di controllo di SALCEF sono stati calcolati dagli Amministratori sulla base dei prezzi di borsa di un *panel* di società del settore di riferimento. A tale riguardo si segnala che:
 - a. le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo dei multipli di mercato, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, 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. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione;
 - b. le società del campione proposto presentano differenze talvolta significative, per le caratteristiche dimensionali e il portafoglio di attività svolte, rispetto a SALCEF;

Si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti:

- la Fusione coinvolge soggetti indipendenti e il Rapporto di Cambio è frutto, pertanto, di una negoziazione tra le Direzioni delle Società, disciplinata dall'Accordo Quadro. A tale riguardo, si segnala che alcune considerazioni effettuate a fini valutativi, e relative per esempio alle rettifiche applicate ai dati contabili di riferimento, sono state sviluppate dagli Amministratori nel contesto dei reciproci impegni e tenuto conto di una serie di circostanze e condizioni negoziate nel contesto della Fusione;
- si ricorda per completezza informativa che la Fusione è subordinata al verificarsi di alcune circostanze, che ne rappresentano presupposti essenziali per la relativa efficacia, tra cui le principali sono: i) il raggiungimento del *quorum* costitutivo dell'Assemblea Straordinaria di INDSTARS3, visto il suo azionariato diffuso; ii) la delibera favorevole dell'Assemblea Straordinaria di INDSTARS3 ai fini della approvazione dell'Operazione Rilevante (quindi che il diritto di recesso sia esercitato da parte di tanti soci che rappresentino al massimo il 30% meno una azione del capitale sociale); iii) non sia proposta opposizione alla Fusione da un qualsiasi creditore di SALCEF e/o INDSTARS 3 nei termini previsti ai sensi dell'art. 2503 del Codice Civile, e SALCEF e/o INDSTARS 3 (a seconda del caso) non raggiungano una intesa definitiva con tale creditore ovvero il Tribunale non abbia emesso un provvedimento ai sensi dell'art. 2445, quarto comma, del Codice Civile;
- esula inoltre dall'oggetto dell'attività dello scrivente anche ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'operazione, i relativi adempimenti, la tempistica, l'avvio e l'esecuzione dell'operazione stessa.

11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del lavoro dell'Esperto come illustrate nella presente relazione, nonché di quanto indicato nei precedenti paragrafi 9 e 10, lo scrivente ritiene che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, sulla base del Coefficiente di Raggruppamento determinato dagli Amministratori nella seguente misura:

- n. 1 Azione Ordinaria INDUSTRIAL STARS OF ITALY 3 S.P.A. per ogni n. 1 Azione Ordinaria della SALCEF GROUP S.P.A.;
- n. 1 Azione Speciale INDUSTRIAL STARS OF ITALY 3 S.P.A. per ogni n. 1 Azione Speciale della SALCEF GROUP S.P.A.

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Roma, 29 maggio 2019

Dott. Francesco Giustiniani

