



SIT SpA

INDUSTRIAL STARS OF ITALY 2 SpA

*RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI
DELL'ARTICOLO 2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE*

INDICE

1.	MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO	1
2.	SINTESI DELL'OPERAZIONE	5
3.	NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE	9
4.	DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	10
5.	METODOLOGIA DI VALUTAZIONE ADOTTATA DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO	12
6.	DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI DI SIT E DI INDSTARS ²	20
7.	RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE	21
8.	LAVORO SVOLTO	23
9.	COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO	25
10.	LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO	30
11.	CONCLUSIONI	31



RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE

Agli Azionisti di

SIT SpA

e

Agli Azionisti di

Industrial Stars of Italy 2 SpA

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

A seguito di istanza di nomina sottoscritta congiuntamente da SIT SpA ("SIT", o "Società Incorporante") e da Industrial Stars of Italy 2 SpA ("INDSTARS2" o "Società Incorporanda") (congiuntamente "Società" o "Società Partecipanti alla Fusione"), il dott. Alexander Mayr, *partner* di PricewaterhouseCoopers SpA ("PwC" o "Esperto Comune") ha ricevuto dal Tribunale di Padova, in data 9 marzo 2017, con atto n° 1750/2017 R.G., 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 INDSTARS2 in SIT ("la Fusione").

SIT è una società costituita in Italia ed è la holding operativa del Gruppo SIT che opera nel settore dei sistemi di controllo del gas telegestibili, nonché dei componenti e sistemi per il controllo, la regolazione e la sicurezza negli apparecchi per il riscaldamento domestico, negli impianti di cottura e ristorazione collettiva e negli elettrodomestici.

Alla data odierna, il capitale sociale di SIT deliberato, sottoscritto e versato è pari a Euro 73.579.000,00 (settantatremilionicinquecentosettantanovemila/00), diviso in n. 84.317.000 azioni, prive di indicazione del valore nominale – che sono attualmente gravate da pegno – ed è così detenuto:

- (i) SIT Technologies SpA, con sede legale in Padova, viale dell'Industria, 31/33, codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Padova 04805450287 ("SIT Tech")

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.890.000,00 i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: **Ancona** 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 0712132311 - **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640211 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wuhler 23 Tel. 0303697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Via dei Mille 16 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - **Parma** 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 - **Pescara** 65127 Piazza Ettore Troilo 8 Tel. 0854545711 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - **Trento** 38122 Viale della Costituzione 33 Tel. 0461237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - **Varese** 21100 Via Albuzzi 43 Tel. 0332285039 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001 - **Vicenza** 36100 Piazza Pontelandolfo 9 Tel. 0444393311

detiene n. 84.000.000 azioni ordinarie di SIT, prive di indicazione del valore nominale e corrispondenti al 99,62% del capitale sociale di quest'ultima;

- (ii) Fulvio Camilli detiene n. 120.000 azioni riscattabili, prive di indicazione del valore nominale e corrispondenti allo 0,14% del capitale sociale di quest'ultima;
- (iii) Gilberto Godio detiene n. 50.000 azioni riscattabili, prive di indicazione del valore nominale e corrispondenti allo 0,06% del capitale sociale di quest'ultima;
- (iv) Francesco Henseberger detiene n. 45.000 azioni riscattabili, prive di indicazione del valore nominale e corrispondenti allo 0,05% del capitale sociale di quest'ultima;
- (v) Gianpaolo Anselmi detiene n. 30.000 azioni riscattabili, prive di indicazione del valore nominale e corrispondenti allo 0,04% del capitale sociale di quest'ultima;
- (vi) Maurizio Achille Abate detiene n. 20.000 azioni riscattabili, prive di indicazione del valore nominale e corrispondenti allo 0,02% del capitale sociale di quest'ultima;
- (vii) Roberto Cavani, detiene n. 10.000 azioni riscattabili, prive di indicazione del valore nominale e corrispondenti allo 0,01% del capitale sociale di quest'ultima;
- (viii) Paul Fogolin, detiene n. 10.000 azioni riscattabili, prive di indicazione del valore nominale e corrispondenti allo 0,01% del capitale sociale di quest'ultima;
- (ix) Giuseppe Gioffré, detiene n. 10.000 azioni riscattabili, prive di indicazione del valore nominale e corrispondenti allo 0,01% del capitale sociale di quest'ultima;
- (x) Sebastiano Rudilosso, detiene n. 10.000 azioni riscattabili, prive di indicazione del valore nominale e corrispondenti allo 0,01% del capitale sociale di quest'ultima;
- (xi) Federico de' Stefani, detiene n. 6.000 azioni riscattabili, prive di indicazione del valore nominale e corrispondenti allo 0,01% del capitale sociale di quest'ultima;
- (xii) Paolo Soprano, detiene n. 6.000 azioni riscattabili, prive di indicazione del valore nominale e corrispondenti allo 0,01% del capitale sociale di quest'ultima;

(i soci di SIT diversi da SIT Tech di cui ai precedenti punti da (ii) a (xii) congiuntamente i "Soci di Minoranza").



INDSTARS2 è una *Special Purpose Acquisition Company* (“SPAC”) di diritto italiano, le cui azioni ordinarie sono negoziate dal 27 maggio 2016 sul sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia/Mercato alternativo del capitale organizzato e gestito da Borsa Italiana SpA (“AIM”); INDSTARS2 ha quale oggetto sociale 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, a mero titolo esemplificativo ma non limitativo, la fusione con l’impresa selezionata, l’acquisizione con qualunque modalità di legge (ivi inclusa la sottoscrizione di aumenti di capitale e la compravendita) di partecipazioni nella impresa selezionata e/o operazioni di conferimento (l’“Operazione Rilevante”) e la realizzazione dell’Operazione Rilevante stessa.

Dopo aver svolto attività di ricerca di investimento in società italiane, con attenzione alle società 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 biotecnologico, immobiliare, finanziario, assicurativo e delle energie rinnovabili, INDSTARS2 ha individuato in SIT la società con cui dar luogo all’operazione di aggregazione.

Le principali caratteristiche di SIT che hanno indotto INDSTARS2 ad effettuare tale scelta, coerentemente con la politica di investimento adottata ed annunciata in sede di ammissione sull’AIM, sono le seguenti:

- società operativa nel settore dei sistemi di controllo del gas telegestibili, nonché dei componenti e sistemi per il controllo, la regolazione e la sicurezza negli apparecchi per il riscaldamento domestico, negli impianti di cottura e ristorazione collettiva e negli elettrodomestici con posizione altamente concorrenziale nel mercato di riferimento;
- forte presenza internazionale sia in termini di vendite che di produzione;
- know-how tecnologico di grande rilievo a livello mondiale;
- buona redditività sostenuta nel tempo;
- professionalità della struttura manageriale.

Coerentemente con la politica di investimento adottata ed annunciata in sede di ammissione sull’AIM, attraverso l’esecuzione dell’Operazione Rilevante INDSTARS2 intende dar corso alla propria attività di

investimento, come descritta anche nell'oggetto sociale statutario. La Fusione raffigura la modalità attraverso cui il Consiglio di Amministrazione di INDSTARS2 intende dare esecuzione all'Operazione Rilevante, ritenendo che tale modalità sia maggiormente funzionale all'esecuzione del progetto di integrazione delle attività di investimento di INDSTARS2 con quelle di gestione industriale di SIT. Inoltre, la prospettata Fusione è volta ad accelerare il processo di crescita e di sviluppo di SIT grazie anche all'accesso al capitale di rischio.

L'apporto di capitale di rischio in seguito alla Fusione, in particolare, permetterebbe a SIT di consolidare la strategia del gruppo SIT la quale si basa sulle seguenti direttrici fondamentali:

- in primo luogo sulla ulteriore penetrazione in segmenti di mercato dove la società per ora è presente solo parzialmente ed, in particolare per la divisione Smart Gas Metering, per cogliere opportunità di sviluppo in mercati con tassi di crescita particolarmente interessanti;
- in secondo luogo, anche mediante acquisizioni, su di un ulteriore rafforzamento in specifiche tecnologie di prodotto complementari a quelle già utilizzate;
- in terzo luogo, sul consolidamento del posizionamento di SIT sia da un punto di vista merceologico, con particolare riguardo alla divisione Heating, sia dal punto di vista geografico, con l'obiettivo di un'ulteriore incremento delle esportazioni.

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione di SIT e dal Consiglio di Amministrazione di INDSTARS2 (congiuntamente, i "Consigli di Amministrazione" o gli "Amministratori"), tra l'altro, la seguente principale documentazione:

- il Progetto di Fusione per incorporazione di INDSTARS2 in SIT, approvato in data 31 marzo 2017 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 SIT e di INDSTARS2 approvate in data 31 marzo 2017, 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 ("Master Agreement"), siglato in data 24 febbraio 2017, tra INDSTARS2 e Giober Srl, Spaclab Srl, Spaclab 2 Srl (le "Società Promotrici di INDSTARS2") e SIT e SIT Technologies (il "socio di Maggioranza di SIT") e Federico de' Stefani (il "Socio Unico di SIT Technologies");
- il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2016 di SIT, corredato della relazione della società di revisione EY SpA ("EY"), approvato dal Consiglio di Amministrazione di SIT in data 20 marzo 2017;
- il bilancio intermedio al 31 dicembre 2016 di INDSTARS2, corredato della relazione della società di revisione KPMG SpA ("KPMG"), approvato dal Consiglio di Amministrazione di INDSTARS2 in data 14 febbraio 2017;
- il documento denominato "SIT Group; PAM 2017-2019" contenente le previsioni economiche e patrimoniali consolidate di SIT ("Piano") approvate dal Consiglio di Amministrazione di SIT il 16 dicembre 2016.

Il Progetto di Fusione e le relazioni degli organi amministrativi delle Società, così come approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione di SIT e di INDSTARS2 in data 31 marzo 2017, saranno sottoposti all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti delle due società.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

La Fusione avverrà per incorporazione di INDSTARS2 in SIT, 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.

In data 24 febbraio 2017, SIT, il Socio di Maggioranza di SIT, il Socio Unico di SIT Technologies, INDSTARS2 e le Società Promotrici di INDSTARS2 hanno sottoscritto un Accordo Quadro (il "Master Agreement") al fine di disciplinare, tra l'altro, i termini e le condizioni relativi alla realizzazione della Fusione e le norme che regoleranno la società risultante dalla Fusione.

Si segnala che, di comune intesa tra INDSTARS2 e SIT, l'efficacia della Fusione presuppone che non si verifichi alcuno dei seguenti eventi:

- l'Assemblea dei soci di INDSTARS2 chiamata a deliberare con riferimento all'autorizzazione al compimento dell'Operazione Rilevante con SIT e con riferimento all'approvazione del Progetto di Fusione non delibere favorevolmente in merito alle materie poste all'ordine del giorno;
- la delibera dell'assemblea dei soci di INDSTARS2 che avrà approvato il Progetto di Fusione sia divenuta inefficace a seguito dell'esercizio del diritto di recesso da parte dei soci di INDSTARS2;
- le banche finanziatrici di SIT neghino il consenso all'Operazione Rilevante con SIT e/o non venga stipulato un contratto giuridicamente vincolante con SIT avente ad oggetto il rifinanziamento dell'indebitamento bancario esistente di SIT e non sia perfezionato detto rifinanziamento;
- l'Ammissione alle negoziazioni sul sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia non sia completata con esito positivo e/o non venga rilasciato il provvedimento di ammissione delle Azioni Ordinarie SIT e dei Warrant SIT alle negoziazioni sull'AIM entro la data di efficacia dell'Operazione Rilevante con SIT;
- la delibera dell'assemblea dei soci INDSTARS2 che abbia approvato il Progetto di Fusione non sia stata adottata con modalità e maggioranze tali da garantire l'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria, anche ai sensi e per gli effetti dell'art. 49, comma 1, lett. g) del Regolamento CONSOB 11971/1999 come successivamente modificato;
- il residuo importo del finanziamento soci concesso da SIT Technologies a SIT in data 2 maggio 2014 non sia in parte convertito in capitale o in fondo perduto e per la restante parte rimborsato ai termini previsti nell'Accordo Quadro;
- l'esperto incaricato di redigere la relazione ex art. 2501-sexies cod. civ. non abbia espresso parere favorevole riguardo alla congruità del Rapporto di Cambio;

sempreché (1) con riferimento alla condizione risolutiva indicata alla lettera (f) posta nell'esclusivo interesse di INDSTARS 2, quest'ultima non vi abbia rinunciato e (2) con riferimento a tutte le altre condizioni risolutive, poste nell'interesse di INDSTARS2 e di SIT, entrambe non vi abbiano rinunciato.

Dal Progetto di Fusione e dalle relazioni illustrative predisposte dagli Amministratori di SIT e di INDSTARS2, risulta che il Rapporto di Cambio, inteso come rapporto idoneo a esprimere il peso



reciproco delle Società Partecipanti alla Fusione, è determinato pari a ogni n. 1 azioni ordinarie INDSTARS2, n. 1 azioni ordinarie SIT di nuova emissione.

SIT darà attuazione alla Fusione mediante:

- la dematerializzazione delle esistenti n. 84.317.000 azioni ordinarie di SIT, nonché il raggruppamento delle stesse secondo un rapporto di raggruppamento tale per cui, in sede di Fusione, il rapporto tra il valore unitario delle azioni di INDSTARS2 e il valore unitario delle azioni di SIT emesse in concambio delle azioni INDSTARS2 sia pari a 1:1;
- un aumento di capitale scindibile per massimi Euro 52.905.720,00 comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo, mediante emissione di massime n. 5.290.572 azioni a servizio del concambio delle n. 5.050.000 azioni ordinarie di INDSTARS2 (le "Azioni Ordinarie INDSTARS2") e delle n. 240.572 azioni speciali di INDSTARS2 (le "Azioni Speciali INDSTARS2" e nel complesso l'"Aumento di Capitale per Concambio") e, in particolare, mediante emissione di massime n. 5.050.000 nuove azioni ordinarie SIT prive di indicazione del valore nominale e aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione al momento dell'emissione (le "Azioni Ordinarie SIT") e di n. 240.572 azioni speciali SIT con diritti e privilegi equivalenti a quelli delle Azioni Speciali INDSTARS2, come disciplinati dall'articolo 4 del Nuovo Statuto SIT (le "Azioni Speciali SIT"), restando inteso che, a norma dell'art. 2504-ter cod. civ., non verranno assegnate Azioni Ordinarie SIT in sostituzione delle eventuali Azioni Ordinarie INDSTARS2 che, a seguito dell'esercizio del diritto di recesso da parte dei soci INDSTARS2, fossero oggetto di riacquisto e che pertanto tali Azioni Ordinarie INDSTARS2 s'intenderanno annullate senza concambio;
- l'emissione di massimi n. 5.350.000 warrant SIT (i "Warrant SIT"), disciplinati del Regolamento Warrant SIT, predisposto in conformità al regolamento che disciplina i Warrant INDSTARS2, di cui: (a) n. 2.525.000 Warrant SIT di nuova emissione da attribuire ai titolari dei Warrant INDSTARS2 in misura di n. 1 Warrant SIT ogni n. 1 Warrant INDSTARS2 di cui siano titolari alla data di decorrenza degli effetti civilistici della Fusione (i "Warrant SIT in Concambio"), (b) massimi n. 2.525.000 Warrant SIT da assegnarsi gratuitamente ai soggetti che, il giorno antecedente la data di decorrenza degli effetti civilistici della Fusione indicata nell'atto di Fusione, siano titolari di Azioni Ordinarie INDSTARS2 (ad eccezione di quelle per le quali sia stato esercitato il diritto di recesso e intendendosi inclusi coloro che si siano resi acquirenti delle Azioni Ordinarie INDSTARS2 in relazione alle quali sia stato esercitato il recesso) in misura di n. 1

Warrant SIT ogni n. 2 Azioni Ordinarie INDSTARS2 detenute (i “Warrant SIT Integrativi”) e (c) massimi n. 300.000 Warrant SIT da attribuirsi gratuitamente a SIT Tech (i “Warrant SIT Nuovi”);

- la conversione di n. 250.000 azioni ordinarie di SIT di titolarità di SIT Tech in egual numero di azioni speciali di SIT post Fusione, prive di indicazione del valore nominale, aventi diritto di voto e convertibili in azioni ordinarie di SIT nel rapporto di 1 a 5 e/o 1 a 1 in funzione della maturazione di un earn-out da parte di SIT Tech nei termini e alle condizioni previste nel Nuovo Statuto SIT (le “Performance Shares”);
- un ulteriore aumento di capitale scindibile per un ammontare massimo complessivo di nominali Euro 153.438,00 (centocinquantatremilaquattrocentotrentotto/00), da attuarsi mediante emissione di massime numero 1.534.380 azioni ordinarie di SIT senza indicazione del valore nominale e con parità contabile di emissione di Euro 0,1 (zero virgola 1) per ciascuna azione (l’“Aumento di Capitale per Conversione”), da riservarsi all’esercizio della facoltà di sottoscrizione spettante ai portatori dei Warrant SIT in conformità al Regolamento Warrant SIT.

Le n. 317.000 azioni di SIT detenute dai Soci di Minoranza sono soggette al diritto di riscatto esercitabile da parte di SIT o dei soci che ne sono titolari al verificarsi degli eventi e secondo le modalità previste dall’art. 5 dello statuto vigente di SIT (le “Azioni Riscattabili”). Alla riunione del 20 marzo 2017, il Consiglio di Amministrazione di SIT ha preso atto delle comunicazioni da parte di tutti i Soci di Minoranza con cui essi hanno dichiarato di esercitare sin d’ora il diritto di riscatto condizionatamente al verificarsi, in particolare, dell’evento previsto nell’art. 5.4 (b) dello Statuto Vigente SIT, avente ad oggetto il rimborso da parte di SIT Tech delle note denominate “*Euro 60.000.000 Senior Secured Floating Rates Bonds cum Warrant Due 2020*” emesse da SIT Tech in forza di delibera di assemblea straordinaria del 22 aprile 2014. Al proposito, il Consiglio di Amministrazione di SIT del 20 marzo 2017 ha approvato l’acquisto delle Azioni Riscattabili ai sensi dell’art. 2357 cod. civ., da eseguirsi eventualmente anche in deroga alla procedura statutaria, e l’assemblea di SIT ha autorizzato l’operazione di acquisto, che verrà perfezionata entro o alla data di efficacia della Fusione (l’“Acquisto delle Azioni Riscattabili”). Tanto la delibera del Consiglio di Amministrazione quanto quella dell’assemblea di SIT sono subordinate, *inter alia*, al perfezionamento del rifinanziamento dell’indebitamento bancario esistente di SIT.

L’efficacia della delibera assembleare relativa al Progetto di Fusione è condizionata al fatto che la stessa venga approvata con le maggioranze tali da assicurare che sia esente dall’obbligo di offerta

pubblica di acquisto totalitaria, prevista all'articolo 49, comma 1, lett. g) del Regolamento Emittenti adottato da CONSOB con delibera 11971/1999 (il "Regolamento Emittenti CONSOB") nell'ambito del c.d. meccanismo di *whitewash* (il "Meccanismo di Whitewash").

Per effetto del Meccanismo di Whitewash, infatti, l'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria, prevista dall'articolo 106 del D.lgs. 58/1998 e successive modifiche e integrazioni ("TUF") – applicabile nel caso di specie sulla base del richiamo volontario di cui all'articolo 9 dello statuto sociale di INDSTARS2 – non sussiste se è conseguente a operazioni di fusione o scissione approvate con delibera assembleare della società i cui titoli dovrebbero altrimenti essere oggetto di offerta e, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del Codice Civile, senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dal socio che acquista la partecipazione superiore alla soglia rilevante o dai soci che detengono, anche di concerto tra loro, la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore al 10%.

Gli effetti della Fusione decorreranno dalla data 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.

Le operazioni effettuate dalla Società Incorporanda saranno imputate al bilancio della Società Incorporante a decorrere dal 1 luglio 2017. Dalla medesima data decorreranno gli effetti fiscali.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Al fine di fornire agli Azionisti di SIT e di INDSTARS2 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 nostro 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, non abbiamo effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente incarico, una valutazione economica delle Società.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalle Società Partecipanti alla Fusione le informazioni e i documenti ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione ed in particolare:

- il Progetto di Fusione per incorporazione di INDSTARS2 in SIT, approvato in data 31 marzo 2017 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 SIT e dal Consiglio di Amministrazione di INDSTARS2, approvate in data 31 marzo 2017 e 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;
- il Master Agreement tra INDSTARS2, le Società Promotrici di INDSTARS2, SIT, il Socio di Maggioranza di SIT e il Socio Unico di SIT Technologies, datato 24 febbraio 2017;
- il bilancio consolidato al 31 dicembre 2014 e 2015 di SIT, predisposto in conformità ai principi contabili italiani ed internazionali rispettivamente, assoggettato a revisione da parte di società di revisione EY, approvati dall'Assemblea dei Soci rispettivamente il 30 aprile 2015 e 29 aprile 2016;
- il bilancio consolidato al 31 dicembre 2016 di SIT, predisposto in conformità ai principi contabili internazionali, corredato della rispettiva relazione del Consiglio di Amministrazione, e della società di revisione EY, approvato dal Consiglio di Amministrazione di SIT in data 20 marzo 2017;
- lo statuto di SIT;
- il documento denominato "SIT Group; PAM 2017-2019" contenente le previsioni economiche e patrimoniali consolidate di SIT ("Piano") approvate dal Consiglio di Amministrazione di SIT in data 16 dicembre 2016;
- il documento denominato "SIT GROUP 2016.09 YTD Financials" contenente i dati gestionali societari alla data del 30 settembre 2016, datato 26 ottobre 2016;



- il documento denominato “SIT GROUP Company profile” datato dicembre 2016;
- il documento denominato “Gruppo SIT; Financial Due Diligence Report” predisposto da Baker Tilly Revisa relativo all’analisi dei dati economici, patrimoniali e finanziari del Gruppo Sit al 30 settembre 2016, datato 20 gennaio 2017;
- la versione in bozza del documento denominato “Gruppo SIT; Financial Due Diligence Report” predisposta da Baker Tilly Revisa relativo all’analisi dei dati economici, patrimoniali e finanziari del Gruppo Sit al 31 dicembre 2016, datata 28 marzo 2017;
- diverse versioni in bozza del file excel contenente le analisi a supporto delle valutazioni degli Amministratori di SIT di cui l’ultimo inviato in data 29 marzo 2017;
- il file excel denominato “SIT-scostamenti con PAM valutazione –Heating_inviatoPWC.xls” contenente la riconciliazione tra il Piano e i dati utilizzati ai fini della valutazione di SIT;
- lo statuto di INDSTARS2;
- il regolamento dei *warrant* emessi da INDSTARS2 (“Regolamento Warrant”);
- il bilancio intermedio al 31 dicembre 2016 di INDSTARS2, corredato della relazione della società di revisione KPMG, approvato dal Consiglio di Amministrazione di INDSTARS2 in data 14 febbraio 2017;
- il bilancio di esercizio al 30 giugno 2016 di INDSTARS2, corredato della relazione della società di revisione KPMG SpA;
- il file excel denominato “31012017_valorizzazione Indstars2_UPDATED FINAL_WIP_DEF_08032017” contenente la valutazione di INDSTARS2 inviato in data 17 marzo 2017;
- i file excel denominati “SIT_INDSTARS2_Diluizione” e “SIT- Azionariato post fusione” contenenti le simulazioni relative al Rapporto di Cambio inviati in data 17 marzo e 22 marzo 2017 rispettivamente;
- la versione in bozza del documento denominato “Report sulla Situazione patrimoniale-finanziaria e sul Prospetto di Valorizzazione della Industrial Stars of Italy 2 SpA” predisposto da EY e datato 29 marzo 2017;

- la versione in bozza del parere emesso da KPMG ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile ai fini dell'esercizio del diritto di recesso per gli azionisti INDSTARS2;
- la versione in bozza del parere emesso dal Collegio Sindacale di INDSTARS2 ai fini dell'esercizio del diritto di recesso per gli azionisti INDSTARS2;
- copia dei contratti di assistenza e di consulenza per le prestazioni professionali fornite ad INDSTARS2 nel contesto dell'Operazione Rilevante e non riflesse nel bilancio intermedio al 31 dicembre 2016;
- altri dati e informazioni di carattere contabile, economico-patrimoniale, finanziario e strategico forniti, in forma scritta e verbale, dalle Direzioni delle due Società.

Abbiamo 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 nostre analisi 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 2016 oggetto di approvazione da parte dei rispettivi Consigli di Amministrazione.

5.2. Aspetti generali

La Fusione comporterà l'emissione da parte di SIT di nuove azioni da assegnare agli aventi diritto in

cambio delle azioni di INDSTARS2 da questi detenute, che saranno annullate.

Ai fini della determinazione del numero di azioni SIT da assegnare agli aventi diritto nell'ambito della Fusione sono state effettuate apposite valutazioni da parte degli Amministratori di SIT e di INDSTARS2, 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 SIT e INDSTARS2, 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 INDSTARS2 già in circolazione, nonché al diritto di recesso spettante agli azionisti di INDSTARS2 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 2016, 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 SIT e di INDSTARS2

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 SIT e di INDSTARS2.

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 SIT e INDSTARS2 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 SIT e di INDSTARS2 ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno:

- con riferimento a SIT, 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. Tale metodo è stato applicato sia alla divisione Heating che alla divisione Metering, identificando così il valore economico della Società come somma delle parti, integrando le specifiche valorizzazioni attribuite alle due divisioni. Gli Amministratori hanno poi deciso di verificare le risultanze del metodo principale conducendo un'analisi del multiplo EV/EBITDA delle società comparabili di riferimento quotate su mercati regolamentati;
- ai fini della determinazione del capitale economico di INDSTARS2 gli Amministratori hanno scelto di utilizzare il metodo del NAV (*Net Asset Value*) che determina il valore del capitale di INDSTARS2 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 SIT e di INDSTARS2

SIT

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 di (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 2017 - 2019 predisposte dal management di SIT, formulate secondo una prospettiva "stand alone";
- ai fini del calcolo delle imposte sull'EBIT, è stato considerato un tax rate medio ponderato in ragione della ripartizione geografica di generazione dell'EBIT a partire dai dati consuntivi del 2016;
- è stato determinato un costo medio ponderato del capitale ("WACC") differenziato per le due divisioni e pari a 10,7% per Heating e 11,6% per Metering, effettuando una analisi di sensitività con scostamenti di +/- 0,25%;
- 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, gli Amministratori hanno tenuto conto della Posizione Finanziaria Netta (PFN), e di alcuni elementi a rettifica della Posizione Finanziaria Netta (PFN), così come concordati tra le Parti e individuati nell'Accordo Quadro.

Sulla base della metodologia DCF gli Amministratori sono pervenuti ad una valutazione di SIT, all'interno di un *range* (determinato sulla base di diverse analisi di sensitività) compreso tra Euro 158,1 milioni ed Euro 188,5 milioni con un valore mediano pari a Euro 172,5 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 SIT a livello di gruppo, prescindendo quindi dalla segmentazione delle due divisioni;
- i multipli sono stati calcolati sulla base della *market capitalization* media dell'ultimo mese a partire dalla data di valutazione (31 dicembre 2016);
- si è fatto riferimento al multiplo medio EV/EBITDA 2016 del campione individuato che è stato applicato al valore di EBITDA 2016 di SIT;
- nell'applicazione di tale multiplo ai fondamentali di SIT si precisa che:
 - a. il valore di EBITDA 2016 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, comprensivo anche della conversione parziale del Finanziamento Soci.

Al multiplo medio EV/EBITDA 2016 desunto dal panel delle società comparabili gli Amministratori hanno applicato uno sconto pari al 30% sulla base di: i) differenze rispetto a SIT in termini dimensionali e di gamma di prodotti e servizi offerti; ii) 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 all'interno di un *range* rilevato dalla Dottrina e comunemente adottato dalla prassi.

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, gli Amministratori sono pervenuti ad una valutazione di SIT pari a Euro 171,0 milioni (corrispondente a un multiplo di 6,72x), a conferma dei valori desunti con il DCF.

INDSTARS2

Ai fini della determinazione del capitale economico di INDSTARS2 gli Amministratori hanno scelto di utilizzare il metodo del NAV (*Net Asset Value*) che determina il valore del capitale di INDSTARS2 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 INDSTARS2 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.

Poiché INDSTARS2 è una società quotata sul mercato AIM Italia, gli Amministratori precisano che si sarebbe potuto utilizzare quale metodo di valutazione la capitalizzazione di Borsa, ritenendo, tuttavia, che i prezzi espressi dagli scambi delle azioni INDSTARS2 non fossero consistenti in quanto trattasi di un numero di scambi relativamente limitato e conclusi all'interno di un mercato non regolamentato.

Le attività di INDSTARS2 sono costituite da disponibilità liquide nonché da crediti di natura tributaria. Le passività sono costituite da debiti di natura commerciale.

Il valore delle disponibilità liquide e delle passività è determinato pari al valore nominale, che corrisponde anche al valore contabile alla data di riferimento (31 dicembre 2016).

Il valore del NAV di INDSTARS2 deve essere infine ridotto dell'esborso connesso all'esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti che non abbiano concorso all'approvazione della Fusione. L'esborso si determina sulla base del prezzo di liquidazione delle azioni INDSTARS2 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 INDSTARS2, moltiplicato per un numero di azioni che sarà compreso tra zero (scenario di "Recesso Minimo") e un numero di Azioni Ordinarie INDSTARS2 (le "Azioni Oggetto di Liquidazione") che comporti per INDSTARS2 un esborso netto 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 INDSTARS2 alla data di riferimento, determinato mediante applicazione del metodo NAV come sopra descritto è pari a circa Euro 52,91 milioni (cinquantadue virgola novantuno milioni) nello scenario di Recesso Minimo e pari a circa Euro 37,8 milioni (trentasette virgola otto milioni) nello scenario di Recesso Massimo.

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

Relativamente a SIT, il capitale sociale post raggruppamento ai sensi del paragrafo 1.1(i) è costituito da complessive n. 17.247.225 azioni ordinarie, a fronte del Coefficiente di Raggruppamento di 4,89, prive di indicazione del valore nominale. SIT 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 SIT proposto ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio risulta pertanto pari a Euro 10,00 (dieci virgola zero).

5.6. Considerazioni degli Amministratori in merito al numero delle azioni da utilizzare per la determinazione del valore unitario delle azioni di INDSTARS2

Relativamente a INDSTARS2, il capitale sociale deliberato alla data di riferimento delle valutazioni per il Rapporto di Cambio è costituito da complessive n. 5.290.572 azioni senza valore nominale, di cui n. 5.050.000 Azioni Ordinarie INDSTARS2 e n. 240.572 Azioni Speciali INDSTARS2.

Le caratteristiche delle Azioni Ordinarie INDSTARS2 e delle Azioni Speciali INDSTARS2 sono riportate nello Statuto vigente dell'Incorporanda disponibile sul sito internet di INDSTARS2

all'indirizzo www.indstars2.it (Sezione Corporate Governance – Documenti societari).

Delle Azioni Ordinarie INDSTARS2 in circolazione un numero massimo di Azioni Oggetto di Liquidazione (corrispondente al numero di Azioni Ordinarie INDSTARS2 che comportino per INDSTARS2 un esborso 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 INDSTARS2).

Alla data della presente Relazione sono inoltre in circolazione n. 2.525.000 Warrant INDSTARS2 convertibili in azioni ordinarie con le modalità riportate nel Regolamento Warrant INDSTARS2.

Tenuto conto di quanto precede, e rispetto alle valutazioni necessarie per la determinazione del Rapporto di Cambio nell'operazione di Fusione con SIT, gli Amministratori hanno sviluppato le considerazioni che seguono:

- per le Azioni Speciali, si considera che queste sono escluse dal diritto di percepire gli utili di cui la Società delibera la distribuzione fino al 36° (trentaseiesimo) mese successivo alla data di efficacia dell'Operazione Rilevante con SIT; durante questo periodo tali azioni incorporano un'opzione di conversione gratuita in azioni ordinarie; sulla base di questi elementi, e considerando che la valutazione di INDSTARS2 è sviluppata secondo una logica di tipo strettamente patrimoniale, il Consiglio di Amministrazione stima il valore attribuibile alle Azioni Speciali INDSTARS2 pari a quello delle Azioni Ordinarie INDSTARS2;
- per gli effetti connessi al diritto di recesso degli azionisti INDSTARS2 che non abbiano concorso all'approvazione della Fusione, il valore unitario delle azioni INDSTARS2 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 INDSTARS2 e delle Azioni Speciali INDSTARS2, 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, gli Amministratori hanno ritenuto che il valore unitario convenzionalmente attribuibile all'azione INDSTARS2 ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio debba essere calcolato con riferimento al numero complessivo di azioni di INDSTARS2 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. All'interno di tale base di capitale, il valore unitario delle azioni è determinato senza distinzioni di valore tra Azioni Ordinarie INDSTARS2 e Azioni Speciali INDSTARS2 e senza considerare gli effetti di diluizione che potranno derivare dall'esercizio dei Warrant INDSTARS2 e dalla conversione moltiplicativa delle Azioni Speciali INDSTARS2.

Sulla base di quanto precede il valore unitario delle azioni di INDSTARS2 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.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI DI SIT E DI INDSTARS2

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 SIT 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 INDSTARS2.* Le quotazioni delle azioni INDSTARS2 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 SIT fra Euro 158,1 milioni e Euro 188,5 milioni con l'applicazione del DCF, con un valore mediano pari a Euro 172,5 milioni, confermato dal metodo di controllo dei multipli di società quotate con un valore di Euro 171,0 milioni.

Tenuto conto dei valori così individuati, si è deciso di attribuire al 100% del capitale di SIT un valore di Euro 172,5 milioni, corrispondente all'applicazione all'EBITDA 2016 di SIT di un multiplo di 6,75x, coerente con il multiplo concordato tra SIT e INDSTARS2 ai sensi dell'Accordo Quadro.

Con riferimento a INDSTARS2 si è giunti ad un valore economico del capitale pari a circa Euro 52,91 milioni (scenario di Recesso Minimo).

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 Raggruppamento delle azioni di SIT di 4,89, si è giunti a determinare un valore unitario per azione di SIT pari a € 10,00 ed a un valore unitario per azione di INDSTARS2 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 INDSTARS2 verrà assegnata n. 1 Azione Ordinaria SIT;
- in considerazione delle caratteristiche delle Azioni Speciali INDSTARS2 e delle caratteristiche del tutto identiche delle Azioni Speciali SIT, si è deciso di utilizzare lo stesso Rapporto di Cambio anche per le Azioni Speciali, per cui per ogni n. 1 Azione Speciale INDSTARS2 verrà assegnata n. 1 Azione Speciale SIT.

Non sono previsti conguagli in denaro.

Relativamente agli effetti connessi all'esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti INDSTARS2 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 INDSTARS2 riferite allo scenario di Recesso Minimo e allo scenario di Recesso Massimo.

Sulla base di questi calcoli il Consiglio di Amministrazione ha rilevato che, a parità di valore nozionale attribuito alle azioni SIT, la differenza tra i valori delle azioni INDSTARS2 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 INDSTARS2 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 INDSTARS2 che saranno oggetto di annullamento e delle caratteristiche del tutto simili dei Warrant SIT si è determinato:

- di assegnare gratuitamente ai portatori dei Warrant INDSTARS2, per ogni n. 1 Warrant INDSTARS2 annullato, n. 1 Warrant SIT in Concambio;
- con riferimento ai Warrant SIT Integrativi, di mantenere la proporzione di assegnazione di n. 1 Warrant SIT ogni n. 2 Azioni Ordinarie INDSTARS2 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 INDSTARS2 sia dal Regolamento Warrant SIT;

- al fine di mantenere inalterato - successivamente alla Fusione - il valore economico complessivamente detenuto dagli attuali soci di SIT, di assegnare gratuitamente agli stessi i Warrant SIT Nuovi.

8. LAVORO SVOLTO

8.1. Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata

Per le finalità del nostro incarico, abbiamo svolto una lettura critica delle bozze delle Relazioni degli Amministratori e dell'ulteriore documentazione relativa alla Fusione, nonché delle bozze di lavoro già messe a nostra disposizione nei giorni precedenti alla data di predisposizione dei rispettivi documenti nella versione finale.

Come già segnalato:

- il bilancio intermedio di INDSTARS2 alla data del 31 dicembre 2016 è stato assoggettato a revisione contabile da parte di KPMG SpA;
- il bilancio consolidato di SIT al 31 dicembre 2016 è stato assoggettato a revisione contabile da parte di EY.

Abbiamo inoltre:

- discusso con la Direzione di SIT 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;
- ottenuto informazioni nonché chiarimenti verbali sui rapporti di *due diligence* finanziaria e fiscale svolti reciprocamente da INDSTARS2 e SIT con l'ausilio dei propri Consulenti;
- incontrato EY in qualità di società di revisione e analizzato le carte di lavoro relative alla revisione del bilancio 2016 di SIT e di MeteRSit Srl;
- raccolto, attraverso discussione con le Direzioni di INDSTARS2 e SIT, 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 confermatoci 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, abbiamo 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 risultanze dello stesso;
- 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 INDSTARS2, elaborati mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori;
- sviluppato *sensitivity analysis* su SIT e INDSTARS2 nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni di INDSTARS2 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 nostra disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro 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. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori è consistita in una stima dei valori economici relativi di SIT e di INDSTARS2 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 SIT e di INDSTARS2 per illustrare l'operazione di Fusione indicano le metodologie dagli stessi adottate ed i risultati ottenuti ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Al riguardo, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di SIT e di INDSTARS2 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 SIT e di INDSTARS2 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 SIT e di INDSTARS2, sia delle informazioni disponibili, come richiesto dalla tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale;
- le valutazioni elaborate dagli Amministratori sono state condotte considerando SIT e INDSTARS2 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 INDSTARS2 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 INDSTARS2. Conseguentemente la scelta degli Amministratori risulta, nelle circostanze, 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. Abbiamo a nostra volta sviluppato, nell'ambito di autonomi spunti valutativi, analisi in ordine all'andamento dei prezzi di mercato delle azioni INDSTARS2 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 SIT 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 SIT e di INDSTARS2 quale metodologia principale per la valutazione di SIT 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 2017-2019 elaborato e approvato dall'organo amministrativo di SIT nel dicembre 2016 e rivisto dalla Direzione sulla base dei recenti risultati 2016. Lo sviluppo della metodologia è stato da noi verificato, anche sulla base della documentazione di dettaglio messa a nostra 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 SIT, 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 2016. Gli Amministratori hanno ritenuto, inoltre, ragionevole rettificare il suddetto multiplo di uno sconto medio in considerazione di alcuni elementi quali: i) inferiori dimensioni di SIT 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 INDSTARS2, gli Amministratori hanno identificato il valore attuale del risparmio fiscale derivante dalla normativa ACE, non valorizzato in bilancio. Per SIT, nella fattispecie, le rettifiche indicate dagli Amministratori sono le seguenti: i) Fondo TFR (per un importo indicato nell'Accordo Quadro); ii) Debiti commerciali scaduti oltre 60 giorni; iii) normalizzazione del Capitale Circolante Netto; iv) l'importo netto accreditato a valere sui crediti fattorizzati pro-soluto; v) il valore attuale dei crediti tributari rispetto ai quali SIT ha avviato la procedura di richiesta di rimborso; vi) le attività finanziarie assimilate a disponibilità liquide; vii) le imposte anticipate iscritte a bilancio relative alle perdite

fiscali pregresse; vii) il valore attuale del risparmio fiscale derivante dalla normativa ACE, non valorizzato in bilancio. Le considerazioni alla base dell'applicazione di queste rettifiche sono state comunque da noi verificate anche sulla base degli incontri e della documentazione di dettaglio messa a disposizione dai Consulenti delle Società e risultano, nella circostanza, congrue;

- abbiamo svolto 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 rivenienti dall'applicazione di ciascuna delle metodologie prescelte;
- le analisi di sensitività da noi 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 INDSTARS2:
 - 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* SIT, convertibili in azioni ordinarie come da condizioni e modalità esplicitate nel rispettivo e speculare Regolamento Warrant INDSTARS2, 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 INDSTARS2, SIT 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 DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, 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 INDSTARS2 ed i metodi del DCF e dei moltiplicatori di mercato per SIT), 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 SIT 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 SIT 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 SIT;

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) la delibera favorevole dell'Assemblea Straordinaria di INDSTARS2 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); ii) il consenso all'Operazione Rilevante da parte delle banche finanziatrici di SIT e/o la stipula di un contratto giuridicamente vincolante con SIT avente ad oggetto il rifinanziamento dell'indebitamento bancario esistente di SIT e sia perfezionato detto rifinanziamento;
- esula inoltre dall'oggetto della nostra attività 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 nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, nonché di quanto indicato nei precedenti paragrafi 9 e 10, riteniamo 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.

Padova, 31 marzo 2017

PricewaterhouseCoopers SpA

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Alexander Mayr', written over a diagonal line that extends from the bottom left towards the top right.

Alexander Mayr

(Revisore legale)