



ASSEMBLEA STRAORDINARIA  
28 APRILE 2016 - ORE 11.00 UNICA CONVOCAZIONE

**RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI SULLA PROPOSTA DI AUMENTO DI CAPITALE, A PAGAMENTO, CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE, REDATTA AI SENSI DELL' ART. 2441, SESTO COMMA, DEL CODICE CIVILE E DELL'ART. 72 DEL REGOLAMENTO ADOTTATO CON DELIBERAZIONE CONSOB 14 MAGGIO 1999 N. 11971 E SUCCESSIVE MODIFICHE.**

**14 MARZO 2016**

Sede in Torino – Corso Regina Margherita n. 165  
Capitale Sociale €44.000.000 interamente versato  
Codice Fiscale, partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle  
Imprese di Torino: 00488270018  
Sito internet: [www.astm.it](http://www.astm.it)

Direzione e coordinamento: Argo Finanziaria S.p.A. Unipersonale

Aumento del capitale sociale a pagamento per un importo complessivo massimo, comprensivo di sovrapprezzo, di Euro 128.023.704,00, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma quarto, primo periodo, del codice civile, da eseguirsi mediante emissione di massime numero 10.998.600 nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale e con godimento regolare, da liberarsi mediante il conferimento da parte di Argo Finanziaria S.p.A. e di Codelfa S.p.A. delle partecipazioni da esse detenute in Itinera S.p.A.; conseguente modificazione dell'art. 5 (Misura del Capitale) dello statuto sociale; deliberazioni inerenti e conseguenti.

\* \* \*

Signori Azionisti,

il Consiglio di Amministrazione di ASTM S.p.A. (“**ASTM**” o la “**Società**”) Vi ha convocati in Assemblea Straordinaria per sottoporre alla Vostra approvazione la proposta di aumento del capitale sociale a pagamento per un importo massimo, comprensivo di sovrapprezzo, di Euro 128.023.704,00, mediante emissione di massime n. 10.998.600 azioni ordinarie, prive di valore nominale, aventi godimento regolare, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., da liberarsi mediante conferimento di partecipazioni azionarie (l’“**Aumento di Capitale**” o l’“**Operazione**”).

I profili giuridico-economici della proposta di Aumento di Capitale sono descritti nella presente relazione illustrativa (la “**Relazione**”) in conformità a quanto previsto dall'art. 2441, comma 6, cod. civ. e dell'articolo 72 del Regolamento adottato con Deliberazione Consob 14 maggio 1999 n. 11971 e successive modifiche ed integrazioni (il “**Regolamento Emittenti**”).

\* \* \* \* \*

## 1. DESCRIZIONE E MOTIVAZIONI DELL'OPERAZIONE

### 1.1 Illustrazione dell'Operazione

A seguito di interlocuzioni fra la Società e la capogruppo Argo Finanziaria S.p.A. (“**Argo**”) è emersa l'opportunità per ASTM di assumere una partecipazione di controllo in Itinera S.p.A. (“**Itinera**”), società in cui ASTM già detiene, in via diretta e indiretta (per il tramite di Società Autostrada Torino-Alessandria-Piacenza S.p.A., di seguito “**SATAP**”, a sua volta controllata da SIAS – Società Iniziative Autostradali e Servizi S.p.A., di seguito “**SIAS**”), una quota pari, rispettivamente, al 17,02% e al 29,64% del relativo capitale sociale e dunque, complessivamente, una partecipazione rappresentativa del 46,66% del capitale sociale di Itinera.

Alla data della presente Relazione il capitale sociale di Itinera risulta così ripartito:

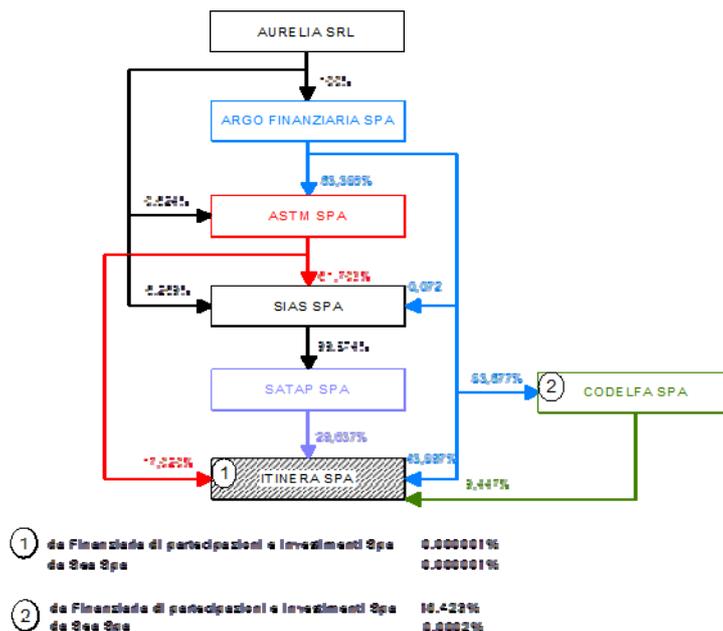
<b>Socio</b>	<b>N. azioni</b>	<b>% capitale</b>
ASTM S.p.A.	13.888.000	17,020442%
Finanziaria di Costruzioni S.p.A. (*)	35.817.907	43,896646%
Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A.	1	0,000001%
Partecipazioni Costruzioni S.p.A. (**)	7.708.000	9,446541%
SATAP S.p.A.	24.182.091	29,636368%
SEA Segnaletica Stradale S.p.A.	1	0,000001%
	<u>81.596.000</u>	<u>100,000000%</u>

(\*) società controllata da Aurelia International S.r.l.

(\*\*) società controllata da Finanziaria di Costruzioni S.p.A.

Nell'ambito di un più ampio progetto di riorganizzazione del gruppo in corso di completamento, le partecipazioni detenute in Itinera da Finanziaria di Costruzioni S.p.A. e da Partecipazioni Costruzioni S.p.A. verranno assunte, entro la fine del mese di aprile 2016, da Argo e dalla sua controllata Codelfa S.p.A. (“Codelfa” e congiuntamente a Argo, le “Conferenti”), le quali verranno pertanto a detenere in via diretta una partecipazione pari, rispettivamente, al 43,9% ed al 9,45% del capitale sociale di Itinera (il “Conferimento” o le “Partecipazioni Oggetto di Conferimento”).

Pertanto, ad esito dei predetti trasferimenti, l'assetto partecipativo in Itinera assumerà la seguente configurazione:



Al fine di consentire ad ASTM di assumere una partecipazione di controllo in Itinera, in modo da realizzare gli obiettivi industriali di seguito illustrati, Argo e Codelfa si sono rese disponibili a conferire in natura le partecipazioni che verranno a detenere nel capitale sociale di Itinera. A questo proposito, il Consiglio di Amministrazione di ASTM riunitosi in data 14 marzo 2016, previo parere favorevole del comitato per le operazioni con parti correlate (su cui si veda *infra*), ha deliberato di sottoporre all'Assemblea dei Soci la proposta di Aumento di Capitale riservato alle Conferenti e funzionale al conferimento integrale in favore di ASTM, da parte di Argo e Codelfa, delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento.

L'operazione di Aumento di Capitale si qualifica come “operazione con parti correlate di maggiore rilevanza” ai sensi del Regolamento Consob n. 17221/2010, come successivamente modificato, e della procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate adottata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM in data 26 novembre 2010, come successivamente modificata (la “Procedura OPC”). La predetta Procedura OPC è stata debitamente espletata e si è conclusa con il rilascio del parere favorevole al perfezionamento dell'operazione di Aumento di Capitale da parte del comitato controllo e rischi di ASTM composto dagli amministratori indipendenti Prof. Flavio Dezzani (Presidente), Ing. Giuseppe Garofano e Ing. Barbara Poggiali (il “Comitato OPC”), anche tenuto conto del parere favorevole dell'*advisor* indipendente Prof. Sandro Frova nominato dal Comitato OPC medesimo.

Maggiori dettagli sui termini e le condizioni dell'Aumento di Capitale sono forniti nel prosieguo della presente Relazione.

## 1.2 Motivazioni industriali e riflessi sui programmi gestionali della Società

L'Aumento di Capitale descritto nella presente Relazione ha una significativa valenza industriale per la Società e il suo gruppo.

In primo luogo, l'Operazione persegue l'obiettivo di rafforzare il disegno strategico di ASTM incentrato sullo sviluppo del business concessioni "green field" già avviato nel 2013 mediante l'acquisizione (nel contesto della più ampia iniziativa riguardante, tra l'altro, l'acquisto delle partecipazioni in Tangenziali Esterne di Milano S.p.A. e Tangenziale Esterna S.p.A.) della partecipazione attualmente detenuta in Itinera.

In quest'ottica, l'assunzione, da parte di ASTM, di una posizione di controllo esclusivo su un importante *player* del mercato delle costruzioni quale è Itinera consentirebbe alla Società di poter beneficiare, in maniera autonoma e indipendente, delle sinergie che il binomio concessioni autostradali/costruzioni può offrire, sempre di più, nel settore di riferimento.

In secondo luogo, tenuto anche conto del recente accordo di investimento stipulato con CR Almeida S.A., l'Operazione potrebbe consentire alla Società di usufruire ulteriormente di tutte le opportunità che potranno maturare in Brasile e, più in generale, in Sud America nel settore delle concessioni, il cui sviluppo è prevalentemente connesso alla realizzazione *ex novo* di infrastrutture, nonché nell'ambito delle costruzioni, dei porti e della logistica anche in considerazione del "diritto di preferenza" a sviluppare nuove eventuali partnership con la medesima CR Almeida S.A. previsto in favore di ASTM dagli specifici accordi di co-investimento formalizzati con SIAS.

Infine, l'Operazione potrebbe consentire di estrarre ulteriori sinergie e opportunità di *business* anche in considerazione della strategia industriale avviata di recente da Itinera, focalizzata sulla progressiva crescita nei mercati internazionali con l'obiettivo di realizzare una consistente quota del proprio fatturato all'estero.

## 2. ASPETTI SOCIETARI DELL'OPERAZIONE

L'Operazione consiste in un aumento a pagamento del capitale sociale per un ammontare massimo di Euro 128.023.704,00 (di cui Euro 5.499.300,00 a titolo di capitale sociale ed Euro 122.524.404,00 a titolo di sovrapprezzo), con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, del cod. civ., da liberarsi in natura tramite il conferimento da parte di Argo e Codelfa delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento a fronte dell'emissione, da parte di ASTM, di massime n. 10.998.600 azioni ordinarie, prive di valore nominale e aventi godimento regolare (1° gennaio 2016). Le azioni di nuova emissione saranno emesse in regime di dematerializzazione e saranno quotate presso il Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A..

Per effetto della sottoscrizione dell'Aumento di Capitale, ASTM diverrà pertanto titolare, direttamente ed indirettamente, dell'intero capitale sociale e conseguentemente azionista di controllo esclusivo di Itinera, fatta eccezione per n. 1 azione di cui resterà titolare SEA – Segnaletica Stradale S.p.A..

Il valore delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento – e, dunque, la misura dell'Aumento di Capitale – è determinato nel rispetto della procedura di cui agli artt. 2343-*ter* e 2343-*quater* cod. civ. A tal fine, il Consiglio di Amministrazione di ASTM e i Conferenti hanno congiuntamente nominato il Prof. Enrico Cotta Ramusino, ordinario di Economia e Gestione delle Imprese presso la Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Pavia, quale esperto indipendente di comprovata professionalità, ai sensi dell'art. 2343-*ter*, comma 2, lett. b), cod. civ. (l'“Esperto”). La valutazione delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento effettuata dall'Esperto verrà messa a disposizione degli azionisti nei termini e nelle forme previste dalla normativa vigente.

La disciplina prevista dagli artt. 2343-*ter*, 2343-*quater* e 2440, comma 5, cod. civ., prevede altresì che gli

amministratori di ASTM, entro il termine di trenta giorni dall'esecuzione del conferimento (i) effettuino le verifiche di cui all'art. 2343-*quater*, comma 1, secondo periodo, cod. civ. e (ii) rilascino una dichiarazione contenente le informazioni di cui all'art. 2343-*quater*, comma 3, cod. civ., che dovrà essere depositata presso il registro delle imprese competente in allegato all'attestazione che l'aumento di capitale è stato eseguito così come previsto dall'art. 2444 cod. civ.. Ai sensi dell'art. 2343-*quater*, comma 4, cod. civ., fino a quando la predetta dichiarazione non sia iscritta nel registro delle imprese, le azioni di nuova emissione sono inalienabili e non possono essere assegnate ai sottoscrittori dell'aumento di capitale.

Dal momento che l'Aumento di Capitale costituisce un'operazione con parti correlate di maggiore rilevanza, su di essa si è espresso favorevolmente il Comitato OPC supportato dall'*advisor* indipendente Prof. Sandro Frova, nominato dal Comitato OPC medesimo. Si segnala inoltre che il Consiglio di Amministrazione, ai fini dell'assunzione delle proprie determinazioni, si è avvalso del supporto dell'*advisor* finanziario Nomura International Plc ("**Nomura**").

Ai fini della realizzazione dell'Operazione, ASTM e le Conferenti hanno negoziato un accordo di investimento (l'"**Accordo di Investimento**") volto a disciplinare, *inter alia*: (i) la tempistica e i passaggi in cui si articola l'Operazione e (ii) i valori delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento e dell'Aumento di Capitale.

Inoltre, dal momento che lo Statuto sociale di Itinera incorpora una clausola di prelazione in caso di trasferimento delle azioni, le Conferenti e ASTM hanno negoziato con gli altri soci di Itinera (e in particolare con SATAP e la sua controllante SIAS) un accordo ancillare (l'"**Accordo Ancillare**") (la cui stipula costituisce condizione sospensiva dell'Operazione) con cui questi ultimi hanno rinunciato all'esercizio del diritto di prelazione a fronte del riconoscimento di diritti di *governance* in Itinera parametrati alla detenzione di una partecipazione di minoranza significativa. In particolare, l'Accordo Ancillare prevede che lo statuto di Itinera sia modificato, con efficacia subordinata all'esecuzione dell'Operazione, per attribuire a SATAP (in qualità di socio di minoranza significativa di Itinera) una rappresentanza nel consiglio di amministrazione proporzionata alla misura della sua partecipazione sociale e un diritto di co-vendita - *tag along* - (bilanciato da un diritto di trascinamento - *drag along* - a favore di ASTM), a fronte della previsione di talune semplificazioni alla clausola statutaria sulla prelazione, tali da consentire i trasferimenti azionari senza che la prelazione trovi applicazione qualora consti il consenso unanime dei soci.

Tenuto conto degli adempimenti previsti dalla normativa applicabile alle operazioni di aumento di capitale, è attualmente previsto che l'Aumento di Capitale sia eseguito entro la chiusura del primo semestre dell'esercizio sociale 2016.

### **3. RAGIONI DEL CONFERIMENTO, VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI OGGETTO DI CONFERIMENTO E DETERMINAZIONE AUMENTO DI CAPITALE ASTM**

#### **3.1 Ragioni del Conferimento**

In aggiunta alle motivazioni di natura industriale e strategica sopra illustrate, l'Operazione presenta il beneficio economico-finanziario di rafforzare patrimonialmente la Società senza che questa debba ricorrere ad alcuna forma di esborso o indebitamento.

#### **3.2 Valutazioni di congruità dei termini di conferimento delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento**

Il valore di conferimento in ASTM delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento è stato convenuto sulla base di una valutazione di Itinera (*i.e equity value* del 100% del capitale) pari a Euro 240 milioni, a cui corrisponde una valorizzazione di Euro 128.023.704,00 ("**Valore di Conferimento Convenzionale**") per le n. 43.525.907 azioni Itinera oggetto di conferimento.

Pertanto, in relazione al Conferimento, l'Aumento di Capitale in natura di cui alla presente relazione

illustrativa avrà un valore complessivo massimo pari ad Euro 128.023.704,00 (di cui Euro 5.499.300,00 a titolo di capitale sociale ed Euro 122.524.404,00 a titolo di sovrapprezzo), con emissione di massime n. 10.998.600 nuove azioni ASTM.

Il Consiglio di Amministrazione di ASTM, nel determinare il Valore di Conferimento Convenzionale, ha adottato le opportune procedure volte a tutelare l'integrità del capitale sociale della Società e l'interesse degli azionisti a fronte dell'esclusione del loro diritto di opzione identificando, pertanto, criteri di determinazione del valore economico del capitale di Itinera e di ASTM generalmente applicati in operazioni di analoga natura e compatibili con gli elementi caratteristici delle singole società oggetto di valutazione.

I valori presi in esame sono stati assunti in ipotesi di continuità gestionale ed alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili, senza tenere conto del verificarsi di accadimenti straordinari. In particolare le analisi valutative sono state basate sulle informazioni e condizioni di mercato e regolamentari conosciute alla data di effettuazione delle stesse. Tali valori non riflettono le possibili sinergie strategiche, operative e finanziarie attese dall'Operazione.

E' opportuno inoltre evidenziare che le valutazioni connesse alla determinazione dei termini del Conferimento sono finalizzate alla stima di valori "relativi" del capitale economico delle società interessate dall'Operazione e, pertanto, tali valori non potranno essere assunti a riferimento in contesti diversi dall'Operazione stessa.

Come già segnalato, nell'ambito di tali analisi e valutazioni, il Consiglio di Amministrazione di ASTM si è anche avvalso dell'assistenza da parte di Nomura che ha predisposto un proprio documento di analisi ed emesso, in data 14 marzo 2016, una propria *fairness opinion* in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, del corrispettivo dell'Operazione, inteso come numero delle nuove azioni ASTM.

### **3.2.1 Valore attribuito alle Partecipazioni Oggetto di Conferimento**

Ai fini della determinazione del valore economico di Itinera è stato utilizzato, quale metodo principale, il metodo finanziario nella versione *discounted cash flow* ("DCF") e, quali metodi di controllo quelli dei Multipli di Borsa e dei Multipli di Transazioni Comparabili.

Per completezza, si evidenzia che non essendo ancora stata ufficialmente completata l'acquisizione del controllo congiunto di Ecorodovias / VEM in Brasile (seppur non si evidenzino rischi alla sua regolare conclusione), e visto l'apporto significativo di ASTM al successo della stessa, la valutazione di Itinera è stata effettuata escludendo tutte le potenziali commesse derivanti dal Brasile.

#### Stima del valore economico di Itinera – Discounted Cash Flow

Secondo il metodo DCF il valore economico di un'azienda è rappresentato dalla somma algebrica dei seguenti elementi, al netto della posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione:

1. valore operativo, pari al valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa dell'azienda scomposto in due parti stimate autonomamente:
  - valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa dell'azienda in un arco di tempo definito (periodo di proiezione esplicita);
  - valore attuale delle attività operative dell'azienda al termine del periodo di proiezione esplicita (*terminal value*);
2. valore delle attività accessorie non strumentali alla data di riferimento o *surplus assets*.

In ragione di quanto precede il valore del capitale economico di un'azienda viene, quindi, determinato sulla base della seguente formula:

$$W = \left[ \sum_{t=1}^n F_{(t)} (1 + WACC)^{-t} + F_{(TV)} (1 + WACC)^{-n} \right] + SA - L$$

dove:

- W: valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione;
- F(t): flussi finanziari unlevered per ciascuno degli n anni considerati nel periodo di proiezione esplicita;
- F(tv): valore residuo dell'attività operativa del complesso aziendale al termine del periodo di proiezione esplicita;
- WACC: costo medio ponderato del capitale investito;
- SA : fair value dei *surplus assets*;
- L: consistenza della posizione finanziaria netta alla data di riferimento.

La scelta del DCF come metodologia principale è motivata dalla fase di espansione internazionale in corso all'interno di Itinera, che si rispecchia in significativi investimenti e crescita economica lungo il piano economico quinquennale fornito dal *management* di Itinera. La valutazione DCF, infatti, permette di catturare meglio la crescita della società rispetto alla valutazione tramite multipli, che prende a riferimento società comparabili a regime che non hanno una crescita prevista paragonabile a quella di Itinera ed i cui multipli pertanto non riflettono tale peculiarità.

Si riportano di seguito le principali assunzioni utilizzate al fine di determinare il valore economico di Itinera:

- la valutazione è stata effettuata sulla base del *business plan* (ricavi, EBITDA, EBIT, investimenti e capitale circolante) predisposto dal *management* Itinera per il periodo 2016-2020;
- al fine di attualizzare i flussi *unlevered* prospettici della società è stato adottato un costo medio ponderato del capitale investito (WACC) pari al 9,50%, calcolato sulla base degli attuali parametri di mercato e del profilo di rischio relativi al settore delle costruzioni, nonché della struttura finanziaria di lungo periodo della società. Il WACC ipotizzato incorpora uno specifico *risk premium* per la remunerazione dei rischi derivanti dall'implementazione del piano quinquennale (che prevede una significativa crescita del portafoglio estero e della marginalità) e della minore dimensione di Itinera rispetto alle aziende comparabili sulla base delle quali è stato preparato il costo dell'*equity* incluso nel WACC;
- il tasso di crescita per la stima del *terminal value* è stato assunto in misura pari al 2%;
- il flusso di cassa terminale è stato determinato applicando un margine EBITDA *Margin* sostenibile di lungo periodo alla media a regime dei ricavi attesi risultanti dal *business plan* Itinera e ipotizzando ammortamenti pari agli investimenti normalizzati e variazioni di capitale circolante in linea con l'ultimo anno di *business plan*;
- l'*enterprise value* è stato rettificato per tenere conto:
  - della posizione finanziaria netta di Itinera (posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2015 integrata per tenere conto dei flussi relativi al primo trimestre 2016), della stima di recupero dei *claims* attivi verso i committenti non iscritti a bilancio;
  - del valore delle partecipazioni detenute, valutate al valore di libro e, ove applicabile, agli ultimi valori di mercato;
  - del valore dei fondi pensione del personale (TFR).

Tali valutazioni hanno portato ad individuare un valore di Itinera (100%) compreso tra 236 e 297 milioni

di euro.

#### Stima del valore economico di Itinera – Multipli di mercato

Il principio fondamentale della metodologia basata su multipli di mercato consiste nel definire il valore dell'azienda come risultato di una stima effettuata considerando dati del mercato per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

In particolare si è fatto riferimento ai multipli di imprese di costruzioni quotate (media EV/EBITDA 2016 degli ultimi 3 mesi di Salini Impregilo S.p.A. e Astaldi S.p.A.) ed ai medesimi multipli rettificati per tenere conto degli anticipi da committenti nella posizione finanziaria (tali anticipi sono particolarmente rilevanti nel caso di Salini Impregilo S.p.A. ed Astaldi S.p.A., mentre sono marginali per Itinera).

Per tenere conto della dimensione di Itinera e delle possibili incertezze in ordine alla realizzazione del *business plan* sono state effettuate anche simulazioni applicando uno sconto ai suddetti “multipli semplici” e “multipli rettificati”.

L'*enterprise value* ottenuto con tali metriche è stato depurato degli aggiustamenti utilizzati con il metodo DCF, ad esclusione dei *claims* attivi che sono attività fuori bilancio e pertanto non possono essere incluse in una valutazione di mercato che si basa esclusivamente su informazioni pubbliche.

Tali valutazioni hanno portato ad individuare un valore di Itinera (100%) compreso tra 190 e 213 milioni di euro applicando i “multipli semplici” e compreso tra 241 e 273 milioni di euro applicando i “multipli rettificati”.

#### Stima del valore economico di Itinera – Multipli transazioni comparabili

Il criterio dei multipli presuppone che il valore di una società si possa determinare facendo riferimento a transazioni che abbiano avuto per oggetto aziende comparabili e comporta la determinazione di indicatori (calcolati come rapporto tra i valori negoziati e le grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie delle società oggetto di compravendita) da applicare alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

Sulla base delle transazioni analizzate, è stato individuato un multiplo (6.5x – 7.5x dell'EBITDA dell'ultimo anno) che applicato al medesimo indicatore di Itinera (41 milioni di euro per il 2015) ha comportato l'individuazione di un valore di Itinera (100%) compreso tra 329 e 370 milioni di euro.

Gli aggiustamenti effettuati all'*enterprise value* per ottenere tali valori sono i medesimi applicati con il metodo dei multipli di mercato.

### **3.2.2 Criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ordinarie ASTM e sua congruità**

Ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni ASTM, è stato utilizzato quale metodo principale, il *Dividend Discount Model* (DDM) e, quale metodo di controllo, il *Net Asset Value* (“NAV”) rettificato per tenere conto della natura di *holding* finanziaria di ASTM (*holding discount*).

I valori così ottenuti sono stati inoltre confrontati con i valori medi delle quotazioni ponderati per i volumi scambiati, rilevati per il titolo ASTM a 1, 3, 6, 12, 24 e 36 mesi.

#### Stima del valore economico di ASTM / *Dividend Discount Model*

Il metodo dei dividendi scontati (“DDM”) determina il valore di un'azienda in funzione del flusso di dividendi, al netto del flusso di apporti di capitale richiesti agli azionisti, che si stima l'azienda sia in grado di generare in chiave prospettica.

I flussi di cassa per gli azionisti sono attualizzati al costo del capitale proprio ( $K_e$ ).

Come noto, ASTM è una *holding* il cui principale *asset* è attualmente rappresentato dal 63,42% del capitale sociale di SIAS, a sua volta *holding* di partecipazioni quotata al MTA gestito da Borsa Italiana S.p.A..

La scelta di utilizzare il DDM come metodo di valutazione principale è quindi motivata dalla natura di *holding company* di ASTM, in quanto tale metodologia è in grado di riflettere il ritardo temporale nella percezione dei dividendi da parte delle partecipate e l'effettiva *structural subordination* a cui la Società è soggetta.

Con riferimento a quanto precede, si riportano di seguito i parametri utilizzati ai fini della determinazione del valore economico di ASTM:

- i flussi di cassa per gli azionisti sono stati determinati sulla base dei dati economico-finanziari prospettici predisposti dal *management* della Società. Tali dati prospettici non includono i potenziali flussi relativi all'operazione Ecorodovias in quanto non è stata ancora completata formalmente l'acquisizione del controllo congiunto di Ecorodovias / VEM in Brasile (seppur non si evidenzino rischi alla sua regolare conclusione);
- è stato ipotizzato un *dividend payout* ratio (percentuale del risultato netto distribuito agli azionisti) del 60%, percentuale che approssima la media dei dividendi distribuiti dalla Società negli ultimi sette anni;
- il *terminal value* è stato calcolato come valore di liquidazione della società al termine del periodo di attività dell'ultima concessione autostradale, in linea con la prassi valutativa per gli operatori in regime di concessione (ipotesi prudenziale di non rinnovo concessioni);
- il costo del capitale proprio ( $K_e$ ) è stato stimato pari al 7% sulla base del *Capital Asset Pricing Model* applicato su un fattore Beta di ASTM ottenuto da una media delle osservazioni settimanali negli ultimi 10 anni.

L'applicazione del DDM in base ai criteri e parametri sopra illustrati ha condotto ad individuare un valore unitario per azione ASTM compreso tra Euro 10,53 ed Euro 12,79.

Si sottolinea che tale valutazione è riferita alle azioni di nuova emissione con godimento regolare (1° gennaio 2016) e che, pertanto, esclude l'incasso di Euro 0,25 per azione derivanti della proposta di destinazione dell'utile d'esercizio in favore delle azioni ASTM attualmente in circolazione (proposta che verrà sottoposta all'esame dell'Assemblea dei Soci il prossimo 28 aprile).

#### Stima del valore economico di ASTM: *Adjusted Net Asset Value* ("NAV")/ Quotazioni

Tenuto conto, come sopra già evidenziato, della struttura di holding di ASTM (il cui principale asset è rappresentato dalla partecipazione in SIAS), si è ritenuto che una valida metodologia di controllo fosse rappresentata dall'applicazione del metodo NAV, che determina il valore del capitale economico della Società come somma del fair value delle attività al netto delle passività finanziarie.

Il NAV di ASTM è stato calcolato sulla base delle seguenti principali ipotesi:

- partecipazione SIAS e altre partecipazioni in società quotate in portafoglio valutate sulla base della quotazione puntuale giornaliera;
- prestito obbligazionario SIAS denominato "SIAS 2,625% 2005 – 2017 convertibile in azioni ordinarie" valutato al valore di libro aggiornato trimestralmente nei resoconti finanziari di ASTM;
- partecipazioni di controllo in Sina S.p.A. ed in Sineco S.p.A. valutate tramite multiplo su EBITDA degli ultimi 12 mesi (calcolabile con cadenza trimestrale dai resoconti finanziari di ASTM) e

tenendo conto della partecipazione in SIAS detenuta da Sina S.p.A.;

- altre partecipazioni non quotate valutate all'ultimo valore di carico disponibile;
- rettifica del NAV per gli "*holding costs*" attraverso una *perpetuity* sui costi medi della *holding company* negli ultimi tre anni al netto di eventuali costi straordinari e dell'effetto fiscale;
- aggiustamento della posizione finanziaria netta (fornita con cadenza trimestrale nei resoconti finanziari di ASTM) per l'acquisto di azioni proprie e per l'eventuale distribuzione di dividendi da parte di ASTM e/o l'incasso di dividendi dalle partecipate.

Ai fini della valutazione di controllo, è stato considerato il range dei NAV per azione ASTM (ottenuti tenendo conto delle azioni proprie in portafoglio) registrati nel mese antecedente il 14 marzo 2016. Su tali osservazioni di NAV sono stato applicati due aggiustamenti, nel seguente ordine:

- (i) la detrazione di Euro 0,25 per azione per tenere conto della proposta di destinazione dell'utile d'esercizio in favore delle azioni ASTM attualmente in circolazione che verrà sottoposta all'esame dell'Assemblea dei Soci il prossimo 28 aprile;
- (ii) l'applicazione di un *holding discount*, stimato nell'intorno del 30%, in linea con la media degli sconti sul NAV di un paniere di *holding companies* quotate al MTA con caratteristiche simili ad ASTM, in modo da riflettere lo sconto che il mercato generalmente applica su strutture di controllo attraverso *holding companies*. Tale sconto risulta inferiore all'*holding discount* registrato dal titolo ASTM, che ha spaziato principalmente nell'intorno del 40-50% nel periodo 2011-2016 (media intorno al 45%).

Tale *range* di NAV aggiustato ha condotto ad individuare un valore unitario per azione ASTM compreso tra Euro 11,48 ed Euro 12,45.

In ragione di quanto precede, il valore di ognuna delle esistenti azioni ASTM oscilla in un range compreso tra Euro 10,53 ed Euro 12,79 per azione utilizzando i risultati derivanti dal metodo di valutazione principale e tra Euro 11,48 e Euro 12,45 per azione utilizzando i risultati derivanti dal metodo di controllo.

Nell'ambito delle negoziazioni tra ASTM e le Conferenti utili alla conclusione dell'Accordo di Investimento, le Conferenti hanno accettato che le nuove azioni ASTM da emettere a fronte del Conferimento fossero valutate Euro 11,64 ciascuna ("**Valore di Emissione**").

Tale Valore di Emissione:

- (i) si colloca all'interno di tutti i *range* di valutazione sopra esposti;
- (ii) incorpora un premio del 16,3% rispetto al prezzo di chiusura delle azioni ASTM registrato alla data dell'11 marzo 2016 (Euro 10,01);
- (iii) come di seguito evidenziato, è superiore ai valori di mercato medi ponderati per i volumi scambiati per il titolo ASTM a 1, 3, 6, 12, 24 e 36 mesi registrati alla data dell'11 marzo 2016 ("**Medie delle Quotazioni**").

In relazione a tale confronto, si evidenzia che le Medie delle Quotazioni includono il dividendo di Euro 0,25 per azione relativo alla proposta di destinazione dell'utile d'esercizio in favore delle azioni ASTM attualmente in circolazione (proposta che verrà sottoposta all'esame dell'Assemblea dei Soci il prossimo 28 aprile).

Posto che i valori per azione ASTM ottenuti attraverso le metodologie DDM e NAV aggiustato, e conseguentemente il Valore di Emissione selezionato, non sono correttamente comparabili con le medie sopra riportate in quanto ottenuti in ottica "*ex-dividend*" (le nuove azioni emesse non godranno infatti dell'incasso del suddetto dividendo), al fine di rendere comparabili le Medie delle

Quotazioni con il Valore di Emissione selezionato (Euro 11,64), quest'ultimo valore va considerato in versione "cum-dividend", ovvero includendo l'impatto del dividendo atteso di Euro 0,25.

Si riporta di seguito il confronto tra le Medie delle Quotazioni con il Valore di Emissione "cum-dividend", pari ad Euro 11,89:

<b>Prezzi medi alla data 11 marzo 2016</b>	<b>Prezzo medio ponderato per volumi</b>	<b>Premio Prezzo di Emissione cum-dividend (Euro 11,89) su prezzo medio</b>
Media 1 mese	Euro 9,95	19,5%
Media 3 mesi	Euro 10,26	15,9%
Media 6 mesi	Euro 10,94	8,6%
Media 12 mesi	Euro 11,76	1,1%
Media 24 mesi	Euro 11,55	3,0%
Media 36 mesi	Euro 11,01	8,0%

Considerato tutto quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione di ASTM ha quindi ritenuto che il Valore di Emissione delle nuove azioni ASTM - Euro 11,64 per ogni azione di nuova emissione avente godimento 1° gennaio 2016 - fosse congruo, con piena tutela dei diritti patrimoniali dei soci esclusi dal diritto di opzione e ciò anche ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del cod. civ.

Per completezza, si evidenzia che il Consiglio di Amministrazione, pur rilevando che il valore di patrimonio netto contabile per azione ASTM – calcolato sulla base del progetto di bilancio separato al 31 dicembre 2015 e facendo riferimento al numero delle azioni in cui risulta suddiviso l'attuale capitale sociale (n. 88.000.000) al netto delle n. 4.921.950 azioni proprie detenute direttamente in portafoglio alla medesima data del 31 dicembre 2015 – è pari ad Euro 20,74, ha ritenuto congruo il Valore di Emissione in quanto, applicando a tale valore l'*holding discount* medio del titolo ASTM rilevato per il periodo 2011-2016 (circa 45%), si ottengono valori ricompresi all'interno dell'intervallo derivante dall'applicazione del metodo di valutazione principale e ritenendo, comunque, che tale effetto, in quanto connaturale alla sopra descritta *structural subordination* a cui la Società è soggetta, debba essere considerato ai fini dell'individuazione di un equo valore di mercato ed economico di ASTM che, di fatto, tenga conto dei valori in base a cui il titolo è normalmente negoziato.

Da ultimo, si evidenzia che la congruità del Valore di Emissione è stata altresì accertata, in via teorica, anche in ragione del possibile maggior effetto diluitivo degli azionisti terzi nel caso in cui le Partecipazioni Oggetto di Conferimento fossero state acquisite per contanti con contestuale aumento del capitale sociale ASTM da offrire in opzione a tutti i soci e da liberare in denaro, e conseguente emissione di nuove azioni ASTM sulla base di prezzi di emissione determinati applicando gli usuali sconti sul prezzo teorico dopo lo stacco del diritto di opzione.

### **3.3 Indicazione del numero, della data di godimento e del prezzo di emissione delle nuove azioni oggetto dell'aumento di capitale**

A seguito del Conferimento e del connesso Aumento di Capitale in natura, la Società emetterà fino ad un massimo di n. 10.998.600 nuove azioni ordinarie, con godimento regolare (1° gennaio 2016) aventi i medesimi diritti delle azioni ordinarie ASTM già in circolazione alla data di emissione (fatta eccezione per il diritto a percepire il dividendo di Euro 0,25 di cui alla proposta di destinazione dell'utile d'esercizio che verrà sottoposta all'esame dell'Assemblea dei Soci il prossimo 28 aprile), che saranno oggetto di richiesta di ammissione a quotazione nel Mercato Telematico Azionario. Le nuove azioni ASTM saranno oggetto di richiesta da parte della Società di ammissione a quotazione nel Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. entro 45 giorni dalla relativa emissione.

Il prezzo di emissione delle nuove azioni ASTM è pari ad Euro 11,64, di cui Euro 11,14 a titolo di sovrapprezzo.

Le nuove azioni ASTM (i) verranno emesse alla data in cui le Partecipazioni Oggetto di Conferimento saranno girate in favore di ASTM e (ii) verranno assegnate alle Conferenti ad esito delle verifiche ex art. 2343-quater cod. civ.

#### **4. COMPAGINE AZIONARIA DELLA SOCIETÀ A SEGUITO DELL'AUMENTO DI CAPITALE**

La seguente tabella mostra, sulla base delle informazioni disponibili, la variazione delle percentuali partecipative conseguenti all'Aumento di Capitale per gli azionisti che detengono partecipazioni ASTM rilevanti ai sensi dell'art. 120 del D. Lgs. 58/1998 ("TUF").

<b>Socio</b>	<b>% Ante Aumento di Capitale</b>	<b>% Post Aumento di Capitale</b>
Aurelia S.r.l. *	54,01 **	59,12 **
Assicurazioni Generali S.p.A.	3,36	2,98
ASTM ***	5,94	5,28

\* società che detiene l'intero capitale sociale di Argo

\*\* comprensivo delle azioni ASTM detenute direttamente e di quelle detenute tramite Argo e Codelfa

\*\*\* azioni proprie

Ai sensi dell'art. 93 del TUF e dell'art. 2359 cod. civ., ad esito dell'Aumento di Capitale, Argo incrementerà la posizione di controllo di diritto esclusivo nel capitale sociale di ASTM.

Sulla base delle informazioni disponibili, alla data odierna non risultano in essere patti parasociali ai sensi dell'art. 122 del TUF sulle azioni di ASTM.

#### **5. RIFLESSI TRIBUTARI DELL'OPERAZIONE SULLA SOCIETÀ**

Il Conferimento non produrrà l'emersione di redditi imponibili ai fini delle imposte sui redditi in capo ad ASTM. Sotto il profilo tributario detta Operazione potrà assumere rilevanza solo ai fini delle imposte dirette per le Conferenti.

In capo a queste ultime, infatti, sulla base delle norme tributarie in vigore alla data del conferimento, potranno verificarsi i presupposti per la tassazione di eventuali plusvalenze emergenti dalla differenza tra il valore di realizzo delle azioni di nuova emissione ricevute e l'ultimo valore fiscalmente riconosciuto delle azioni conferite.

Si ricorda che ai sensi dell'articolo 175, comma primo, del Testo Unico delle Imposte sui Redditi ("TUIR"), per i conferimenti di partecipazioni di controllo o di collegamento ai sensi dell'articolo 2359 del cod. civ., si considera valore di realizzo quello attribuito alle partecipazioni, ricevute per effetto del conferimento, nelle scritture contabili del soggetto conferente, ovvero, se superiore, quello attribuito alle partecipazioni conferite nelle scritture contabili del soggetto conferitario.

Inoltre, l'articolo 177, secondo comma, del TUIR, dispone che le azioni o quote ricevute a seguito di conferimenti mediante i quali la società conferitaria acquisisce il controllo di una società ai sensi dell'articolo 2359, comma 1, n. 1), del cod. civ. ovvero incrementa, in virtù di un obbligo legale o di un vincolo statutario, la percentuale di controllo, sono valutate, ai fini della determinazione del reddito del conferente, in base alla corrispondente quota delle voci di patrimonio netto formato dalla società conferitaria per effetto del conferimento.

La fattispecie dell'art. 177, secondo comma del TUIR<sup>1</sup> si distingue da quella regolamentata dall'art. 175, primo comma, in quanto quest'ultima si riferisce alle sole ipotesi in cui il conferimento abbia ad oggetto partecipazioni già di controllo o di collegamento.

Nel caso in questione, considerato che le Partecipazioni Oggetto di Conferimento – trasferite contestualmente nell'ambito dell'Operazione in oggetto – consentiranno ad ASTM di acquisire il controllo di Itinera, si rende applicabile la disciplina recata dall'art. 177, secondo comma, del TUIR, ai sensi del quale le azioni ricevute per effetto del conferimento sono valutate, ai fini della determinazione del reddito del conferente, in base alla corrispondente quota delle voci di patrimonio netto formato dalla società conferitaria per effetto del conferimento.

Tale valore acquisirà rilevanza tributaria quale costo fiscalmente riconosciuto.

Sotto il profilo IVA, il conferimento rappresenta un'operazione esente da IVA ex art. 10, n. 4), D.P.R. 26 ottobre 1972 n. 633 per i soggetti che effettuano il conferimento nell'ambito di attività d'impresa.

L'atto di conferimento sarà assoggettato ad imposta di registro in misura fissa.

## 6. MODIFICHE STATUTARIE

Alla data di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Torino della delibera assembleare di approvazione dell'Aumento di Capitale avrà luogo la modifica dell'articolo 5 dello statuto sociale di seguito indicata.

Testo Vigente	Testo proposto
<b>Articolo 5 (Misura del capitale)</b>	<b>Articolo 5 (Misura del capitale)</b>
Il capitale sociale è di Euro 44.000.000,00 (quarantaquattromilioni) suddiviso in 88.000.000,00 (ottantottomilioni) azioni prive di valore nominale.	Comma invariato.  Con delibera in data 28 aprile 2016 l'assemblea straordinaria ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento e con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., per un importo complessivo massimo pari a Euro 5.499.300,00, oltre ad un sovrapprezzo di Euro 122.524.404,00 da eseguirsi, mediante emissione di massime n. 10.998.600 azioni ordinarie prive di valore nominale, con godimento regolare, ad un prezzo di emissione unitario di Euro 11,64 (di cui Euro 11,14 a titolo di sovrapprezzo) da liberarsi mediante conferimento

<sup>1</sup> Applicabile anche alle riorganizzazioni effettuate all'interno di gruppi societari, come confermato dalla Circolare dell'Agenzia delle Entrate n.33/E del 17 giugno 2010.

	in natura delle partecipazioni azionarie detenute da Argo Finanziaria S.p.A. e da Codelfa S.p.A in Itinera S.p.A. pari, rispettivamente, al 43,90% ed al 9,45% del relativo capitale sociale.
--	---

Le modifiche dello statuto sociale sopra illustrate non danno luogo ad alcun diritto di recesso in capo ai soci di ASTM che non avranno concorso alle deliberazioni oggetto della presente Relazione.

\* \* \*

Alla luce di quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione intende sottoporre alla Vostra approvazione la seguente proposta di delibera.

### **Proposta**

“L’Assemblea Straordinaria degli azionisti di ASTM S.p.A.

- *esaminata la Relazione del Consiglio di Amministrazione e la proposta ivi formulata;*
- *preso atto: (i) del parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni ASTM di nuova emissione espresso, ai sensi dell’art. 2441, comma 6, cod. civ. e dell’art. 158 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, dalla società di revisione Deloitte & Touche S.p.A.; (ii) della relazione predisposta dall’esperto indipendente Prof. Enrico Cotta Ramusino ai sensi degli artt. 2440, comma 2, e 2343-ter, comma 2, lett. b), cod. civ.; e (iii) dell’attestazione del Collegio Sindacale che il capitale sociale di Euro 44.000.000,00 (quarantaquattromilioni virgola zero zero) è interamente sottoscritto, versato ed esistente;*
- *preso atto del parere favorevole sull’Operazione espresso dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di ASTM S.p.A.;*

### **delibera**

- 1) *di approvare la proposta di aumento di capitale, a pagamento e con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell’art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., per un importo complessivo massimo pari a Euro 5.499.300,00, oltre ad un sovrapprezzo di Euro 122.524.404,00, da eseguirsi, mediante emissione di massime n. 10.998.600 azioni ordinarie prive di valore nominale, con godimento regolare, ad un prezzo di emissione unitario di Euro 11,64 (di cui Euro 11,14 a titolo di sovrapprezzo), da liberarsi mediante conferimento in natura delle partecipazioni azionarie detenute da Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A in Itinera S.p.A. pari, rispettivamente, al 43,90% ed al 9,45% del relativo capitale sociale;*
- 2) *di fissare al 31 dicembre 2016 il termine ultimo per dare esecuzione all’aumento di capitale;*
- 3) *di modificare l’art. 5 dello statuto sociale inserendovi un nuovo capoverso nel testo qui di seguito indicato: “ Il capitale sociale è di Euro 44.000.000,00 (quarantaquattromilioni) suddiviso in 88.000.000 (ottantottomilioni) azioni prive di valore nominale. Con delibera in data 28 aprile 2016 l’assemblea straordinaria ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento e con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell’art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., per un importo complessivo massimo pari a Euro 5.499.300,00, oltre ad un sovrapprezzo di Euro 122.524.404,00 da eseguirsi, mediante emissione di massime n. 10.998.600 azioni ordinarie prive di valore nominale, con godimento regolare, ad un prezzo di emissione unitario di Euro 11,64 (di cui Euro 11,14 a titolo di sovrapprezzo) da liberarsi mediante conferimento in natura delle partecipazioni azionarie detenute da Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A in Itinera S.p.A. pari, rispettivamente, al 43,90% ed al 9,45% del relativo capitale sociale.”*
- 4) *di conferire al Consiglio di Amministrazione con facoltà di subdelega e di nomina di procuratori speciali, ogni più ampio potere per dare attuazione alle deliberazioni di cui sopra per il buon fine dell’operazione, ivi inclusi, a titolo meramente indicativo e non esaustivo, il potere per:*

- (i) *compiere e stipulare tutti gli atti necessari in ordine all'esecuzione dell'aumento di capitale come anzi deliberato con espressa autorizzazione, tra l'altro, a titolo indicativo e non tassativo, di definire il conferimento nella sua esatta consistenza, ed in genere, compiere qualsiasi atto, anche rettificativo, precisativo od integrativo necessario od opportuno e procedere alle relative contabilizzazioni;*
- (ii) *procedere agli adempimenti previsti dall'art. 2343-quater cod. civ.;*
- (iii) *assegnare, osservate le norme di legge, le azioni spettanti quali corrispettivi dei conferimenti delle partecipazioni, determinandone il godimento;*
- (iv) *predisporre e presentare ogni documento richiesto ai fini dell'esecuzione dell'aumento di capitale deliberato, anche ai sensi dell'art. 2444 cod. civ., modificando l'articolo 5 dello statuto sociale relativamente all'espressione numerica del capitale sociale ed al numero delle azioni e depositare, quindi, presso il competente Registro delle Imprese lo statuto sociale aggiornato, nonché adempiere alle formalità necessarie per procedere all'ammissione a quotazione sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. delle azioni di nuova emissione, ivi incluso il potere di provvedere alla predisposizione e alla presentazione alle competenti Autorità di ogni domanda, istanza, documento o prospetto allo scopo necessario o opportuno;*
- (v) *apportare alle deliberazioni adottate ogni modifica e/o integrazione che si rendesse necessaria e/o opportuna, anche a seguito di richiesta di ogni autorità competente ovvero in sede di iscrizione, e in genere, per compiere tutto quanto occorra per la completa esecuzione delle deliberazioni stesse, con ogni e qualsiasi potere a tal fine necessario e opportuno, nessuno escluso ed eccettuato.*

\* \* \*

Tortona, 14 marzo 2016

Per il Consiglio di Amministrazione

Il Presidente

(Prof. Gian Maria Gros-Pietro)

Professor Enrico Cotta Ramusino

Relazione di stima del valore del capitale economico di Itinera Spa ai  
sensi dell'articolo 2343 ter del codice civile

Pavia - 4 aprile 2016

A handwritten signature in black ink, consisting of a vertical line with a horizontal stroke at the top and a small loop at the bottom.

## Indice

### 1. L'incarico, l'operazione societaria e le sue finalità

- 1.2 Le fasi dell'operazione
- 1.3 La documentazione esaminata
- 1.4 Contenuto e limiti dell'incarico

### 2. Itinera

- 2.1 La dinamica economica e patrimoniale 2010 - 2015
- 2.2 Backlog e nuove acquisizioni 2010 - 2015
- 2.3 Le prospettive e la ricomposizione geografica del mix della produzione

### 3. La valutazione di Itinera operata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM con il supporto dell'advisor Nomura e la fairness opinion emessa da Nomura

### 4. Il parere espresso dal Comitato Controllo e Rischi con funzioni di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate con il supporto dell'advisor designato dallo stesso Comitato

### 5. La valutazione operata dallo scrivente

- 5.1 La metodologia valutativa utilizzata ai fini della valutazione di Itinera
- 5.2 La data di riferimento della valutazione
- 5.3 I dati prospettici assunti a riferimento per la valutazione
- 5.4 Il costo medio ponderato del capitale assunto ai fini della valutazione
- 5.5 Lo sviluppo della valutazione con la metodologia reddituale
- 5.6 Sintesi della valutazione operata con la metodologia reddituale
- 5.7 Osservazioni circa il passaggio dall'Enterprise Value al valore del capitale economico di Itinera (Equity Value) e l'informazione patrimoniale
- 5.8 La valutazione a fini di controllo operata con la metodologia dei multipli di mercato

### 6. Conclusioni

### 1. L'incarico, l'operazione societaria e le sue finalità

Il sottoscritto, Professor Enrico Cotta Ramusino, Ordinario di Economia e Gestione delle Imprese presso il Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali dell'Università di Pavia, è stato incaricato dai Consigli di Amministrazione della Società ASTM Spa (d'ora in avanti ASTM), conferitaria, e delle Società Argo Finanziaria Spa (d'ora in avanti Argo) e Codelfa Spa (d'ora in avanti Codelfa), società conferenti, di effettuare, ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b) del codice civile, la valutazione della società Itinera Spa (d'ora in avanti Itinera o Società) le partecipazioni nella quale saranno oggetto di conferimento da parte delle stesse Argo e Codelfa in ASTM.

L'operazione si realizzerà con un aumento di capitale sociale a pagamento da parte di ASTM per un importo complessivo massimo, comprensivo di sovrapprezzo, di euro 128.023.704,00, riservato e con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma quarto, primo periodo, del codice civile, da eseguirsi mediante emissione di massime numero 10.998.600 nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale e con godimento regolare, da liberarsi mediante il conferimento da parte di Argo e Codelfa delle partecipazioni da esse detenute in Itinera.

Il conferimento delle partecipazioni in ASTM verrà operato da:

- Argo, per il 43,90% del capitale di Itinera;
- Codelfa, per il 9,45% del capitale di Itinera.

La misura dell'aumento di capitale di ASTM proposta dal Consiglio di Amministrazione di ASTM all'Assemblea degli azionisti (euro 128.023.704,00) per il 53,3% del capitale sociale di Itinera, corrisponde ad un Equity Value complessivo della società Itinera di 240 milioni di euro.

\*\*\*\*\*

Alla data della presente Relazione, il capitale sociale di Itinera risulta così suddiviso:

Socio	N. azioni	% capitale
ASTM S.p.A.	13.888.000	17,020442%
Finanziaria di Costruzioni S.p.A.	35.817.907	43,896646%
Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A.	1	0,000001%
Partecipazioni Costruzioni S.p.A.	7.708.000	9,446541%
SATAP S.p.A.	24.182.091	29,636368%
SEA Segnaletica Stradale S.p.A.	1	0,000001%
Totale	81.596.000	100,000000%

Nell'ambito di un più ampio progetto di riorganizzazione del gruppo in corso di completamento, le partecipazioni detenute in Itinera da Finanziaria di Costruzioni S.p.A. e da Partecipazioni Costruzioni S.p.A. verranno assunte, entro la fine del mese di aprile 2016, da Argo e dalla sua controllata Codelfa, che verranno pertanto a detenere, in via diretta, una partecipazione pari, rispettivamente, al 43,90% ed al 9,45% del capitale sociale di Itinera; tali partecipazioni saranno successivamente oggetto di conferimento in ASTM.

ASTM è una holding di partecipazioni il cui principale asset è rappresentato da SIAS Spa, a propria volta holding di partecipazioni in numerose società concessionarie del settore autostradale italiano. ASTM è una società quotata alla Borsa Italiana ed è sottoposta alla attività di direzione e coordinamento di Argo.

Codelfa è una società immobiliare sottoposta alla attività di direzione e coordinamento della stessa Argo.

Argo, a propria volta, controlla il 53,4% di ASTM; ASTM detiene già, direttamente, il 17,02% di Itinera (ed indirettamente, per il tramite delle partecipate SIAS Spa e SATAP Spa, il 29,64%, per un totale complessivo del 46,66%). Ad esito dei conferimenti delle partecipazioni in Itinera oggi detenute da Argo e Codelfa, la stessa ASTM sarà titolare di una partecipazione diretta in Itinera pari al 70,36% (ed indirettamente di una partecipazione pari alla totalità del capitale, ad eccezione di due azioni delle quali risulteranno detentrici SEA - Segnaletica Stradale SpA, e Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti SpA, società controllate da Argo).

L'operazione societaria nell'ambito della quale si colloca il presente incarico di valutazione conferito allo scrivente si inquadra in più ampio piano di riorganizzazione societaria del "Gruppo Aurelia/Argo.

Attraverso l'operazione societaria in corso di realizzazione, ASTM mira a rafforzare la propria presenza nel business delle concessioni "green field"<sup>1</sup>, in relazione alle quali si prospettano vantaggi e sinergie in conseguenza dell'integrazione tra concessionario e costruttore.

In questo senso, l'acquisizione del diretto controllo di un operatore delle costruzioni, tra i maggiori del mercato italiano, rafforzerebbe significativamente la capacità di ASTM di proporsi quale concessionario / costruttore nelle gare per l'aggiudicazione di nuovi e rilevanti lavori in Italia e all'estero. Un primo passo in questa direzione è già stato compiuto da ASTM nel 2013, con l'acquisto della partecipazione del 17,02% attualmente detenuta in Itinera.

Una prima declinazione della rilevanza dell'integrazione tra l'attività di concessionario e quella di costruttore può essere rinvenuta nelle

---

<sup>1</sup> Quelle in relazione alle quali le infrastrutture, successivamente oggetto di concessione, debbono ancora essere costruite.

opportunità di sviluppo che ASTM ragionevolmente avrà in Brasile e, più in generale, in Sudamerica, per effetto dell'accordo di recente stipula con CR Almeida S.A., attraverso il quale ASTM mira a sfruttare le opportunità di sviluppo che si vanno aprendo in quei mercati nel comparto delle concessioni. Tali concessioni, peraltro, sono relative, in larga misura, ad infrastrutture ancora da costruire. Analoghe opportunità si prospettano dunque, in quei mercati, in forza degli accordi in oggetto, nel settore delle costruzioni, dei porti e della logistica.

Questa prospettiva di ASTM è coerente con gli sviluppi delle attività prospettati dalla stessa Itinera che, in sede di definizione della propria strategia di sviluppo, ha esplicitamente indicato nell'internazionalizzazione delle attività il driver principale del proprio piano industriale 2016 – 2020. Le ragioni sono, e si tornerà sul punto nel seguito, che le prospettive rinvenibili nei mercati esteri, perseguite attraverso un continuo rafforzamento della presenza sui quei mercati, appaiono coerenti con obiettivi di crescita che paiono più difficilmente realizzabili nel mercato italiano.

## **1.2 Le fasi dell'operazione**

In data 24 febbraio 2016 il consiglio di amministrazione ha incaricato la società Nomura International Plc (d'ora in avanti Nomura) di operare quale advisor dell'operazione societaria. Nomura ha prodotto un documento a supporto delle valutazioni operate e delle determinazioni assunte dal Consiglio di Amministrazione di ASTM che è stato presentato al consiglio stesso in data 14 marzo 2016, ed una *fairness opinion* sulle condizioni economico finanziarie dell'operazione di aumento di capitale da liberarsi con il conferimento al quale la presente Relazione si riferisce.

Sempre in data 24 febbraio 2016, gli amministratori indipendenti di ASTM hanno incaricato un proprio advisor al fine di supportarli nella valutazione

dell'operazione e nell'espressione del proprio parere. Sulla base della relazione dell'advisor, il Professor Sandro Frova, il Comitato Parti Correlate di ASTM ha predisposto il proprio parere, sottoposto al consiglio di amministrazione di ASTM in data 14 marzo 2016.

In data 10 marzo 2016 il Consiglio di Amministrazione di ASTM ha approvato il progetto di bilancio per l'esercizio 2015, da sottoporre all'Assemblea dei soci per approvazione.

In data 14 marzo 2016, il consiglio di amministrazione di ASTM ha deliberato di sottoporre all'Assemblea dei Soci l'aumento di capitale di ASTM riservato ad Argo e Codelfa e il rapporto di concambio tra le azioni di Itinera, oggetto di conferimento, e quelle di ASTM oggetto di emissione e ha approvato altresì la relazione illustrativa del Consiglio da sottoporre all'Assemblea Straordinaria degli Azionisti convocata per l'approvazione dell'operazione.

Il Consiglio di Amministrazione di ASTM, nella medesima seduta del 14 marzo, ha nominato lo scrivente quale esperto indipendente incaricato di redigere la presente relazione ex art. 2343 codice civile (medesime nomine sono state effettuate dalle società Codelfa e Argo in pari data).

Il 21 marzo 2016 è stato pubblicato da ASTM il *documento informativo redatto ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento approvato dalla Consob con Delibera 17221 del 12 marzo 2010, e successive modificazioni, relativo all'aumento di capitale sociale di ASTM S.p.A. con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., da liberarsi tramite il conferimento da parte di Argo Finanziaria S.p.A. unipersonale e della sua controllata Codelfa S.p.A. della partecipazione di controllo in Itinera S.p.A.*

Il consiglio di amministrazione di Itinera ha approvato il progetto di bilancio per l'esercizio 2015 in data 7 marzo 2016. In data 24 marzo 2016, il revisore di Itinera, Deloitte & Touche Spa (d'ora innanzi Deloitte), ha

emesso la propria relazione sul bilancio 2015 di Itinera, assolvendo al proprio mandato di revisore legale.

### **1.3 La documentazione esaminata**

Ai fini dello svolgimento del presente incarico, lo scrivente ha esaminato la seguente documentazione:

- relazione predisposta per il consiglio di amministrazione di ASTM da parte dell'advisor Nomura, presentata al CDA di ASTM del 14 marzo 2016;
- *fairness opinion* emessa da Nomura sulla congruità, dal punto di vista finanziario, del corrispettivo dell'operazione, inteso come numero delle nuove azioni di ASTM da emettere a fronte del conferimento delle partecipazioni in Itinera da parte di Argo e Codelfa;
- relazione degli amministratori di ASTM sulla proposta di aumento di capitale, a pagamento, con esclusione del diritto di opzione, redatta ai sensi dell'articolo 2441, sesto comma, del codice civile e dell'articolo 72 del regolamento adottato con deliberazione Consob 14 maggio 1999 n. 11971 e successive modifiche;
- Parere del Comitato Controllo e Rischi con funzioni di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di ASTM;
- *Parere in merito all'equo rapporto di concambio fra azioni Itinera SpA ed ASTM SpA* rilasciato dal consulente del Comitato Parti Correlate di ASTM, Professor Sandro Frova;
- Documento Informativo Redatto ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento approvato dalla Consob con Delibera 17221 del 12 marzo 2010, e successive modificazioni, relativo all'aumento di capitale sociale di ASTM S.p.A. con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., da

liberarsi tramite il conferimento da parte di Argo Finanziaria S.p.A. unipersonale e della sua controllata Codelfa S.p.A. della partecipazione di controllo in Itinera S.p.A. diffuso in data 21 marzo 2016;

- bilanci 2013 - 2015 di Itinera;
- business plan di Itinera 2014 - 2018;
- business plan di Itinera 2016 - 2020;
- analisi del dettaglio delle commesse in essere;
- documentazione prodotta dal management su richiesta dello scrivente, relativamente ai seguenti aspetti:
  - analisi del backlog e dello sviluppo dei lavori di esecuzione delle commesse in essere;
  - analisi della marginalità delle commesse;
  - trend storico delle nuove acquisizioni e loro composizione;
  - dettaglio della partecipazione a gare per anno;
  - analisi dei claims attivi.

#### **1.4 Contenuto e limiti dell'incarico**

L'incarico conferito allo scrivente non ha previsto alcuna attività di revisione contabile; il lavoro svolto dal sottoscritto si è basato su dati e informazioni fornite dalla Società, ovvero dai suoi Advisors.

La valutazione della Società si fonda su un business plan (d'ora in avanti il *business plan* o il *Piano*) redatto dal management della Società e sottoposto al consiglio di Amministrazione di Itinera in data 7 marzo 2016. Secondo l'attestazione dell'Amministratore Delegato della Società, tale Piano rappresenta, allo stato, la miglior stima delle prospettive economiche e finanziarie della Società relativamente allo sviluppo prefigurato per i prossimi anni.

La Società è soggetta alla revisione legale dei conti da parte della Società di Revisione Deloitte & Touche SpA (d'ora in avanti Deloitte). Lo scrivente ha pertanto fatto affidamento su questa circostanza ai fini dell'utilizzo dell'informazione patrimoniale.

Lo scrivente ha operato sia su dati e informazioni pubblici sia sui documenti prodotti dagli advisors indipendenti e qualificati che hanno collaborato nel processo di definizione e realizzazione dell'operazione. Tutti questi documenti sono citati al paragrafo precedente e conservati dallo scrivente.

Oggetto della presente Relazione è la determinazione del valore economico o valore del capitale economico di Itinera, termine con il quale si intende il valore di riferimento di un'impresa in condizioni di autonomia operativa, che può essere negoziato fra compratore e venditore prescindendo dalle caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione, dalle forze contrattuali che le stesse esprimono, nonché dalle sinergie eventualmente realizzabili in ipotesi di integrazione. Questa nozione di valore potrebbe differire, anche in modo significativo, sia dal valore soggettivo sia dal prezzo, laddove il primo rappresenta una dimensione di valore calcolata nella prospettiva dell'utilità derivante dall'acquisizione per una specifica parte, mentre il secondo riflette, oltre che considerazioni legate a fattori soggettivi per le parti in causa, fenomeni di carattere contingente legati allo stato della domanda e dell'offerta della specifica attività oggetto di negoziazione.

La valutazione contenuta nella presente Relazione è stata operata sulla base delle ipotesi e con le limitazioni che si riscontrano in analoghe situazioni. La valutazione del capitale economico di un'impresa non si sviluppa come mera applicazione meccanicistica di criteri e algoritmi di

calcolo ma è il risultato di un processo complesso di analisi e di stima in cui sono inevitabilmente riflessi anche elementi di natura soggettiva.

La presente valutazione è stata operata in ipotesi di continuità aziendale e assumendo condizioni *normali* di funzionamento dell'impresa (astruendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione), con riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive di sviluppo conosciute alla data della presente Relazione di Stima.

La valutazione è stata operata sulla base degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili al momento della stesura della presente Relazione e pertanto non tiene conto di eventi esterni futuri straordinari o inattesi; la valutazione è stata sviluppata sulla base delle proiezioni di risultato espresse nel Piano predisposto dal management della Società al quale rimane la responsabilità sulla qualità, correttezza e completezza dei dati e delle informazioni in esso contenuti. Le proiezioni sono state dallo scrivente analizzate e valutate solo in termini di ragionevolezza complessiva e sottoposte a verifica attraverso analisi finalizzate a cogliere la sensibilità dei risultati della valutazione al variare delle ipotesi sulle quali la stessa è fondata.

Le proiezioni economico finanziarie contenute nei documenti di pianificazione strategica predisposti dalle imprese, essendo basate su ipotesi di eventi futuri ed azioni da realizzare, sono caratterizzate da strutturali elementi di alea e da fattori di soggettività ed incertezza. In particolare sono soggette al rischio che gli eventi prefigurati e le azioni previste possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misura e in tempi diversi da quelli prospettati dal Management, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo attuale. Eventuali scostamenti rispetto alle ipotesi e ai risultati attesi dal Management, potrebbero pertanto modificare gli esiti della Valutazione.

Le attività svolte dallo scrivente ai fini della predisposizione della presente Relazione di stima hanno come obiettivo esclusivamente la determinazione del valore economico di Itinera e, per conseguenza, delle partecipazioni oggetto di conferimento in ASTM, senza alcun coinvolgimento dello scrivente nella gestione e nelle attività delle società coinvolte e nelle modalità di implementazione dell'operazione societaria nella quale il conferimento si inquadra.

La presente Relazione e i risultati in essa contenuti non potranno essere utilizzati per finalità diverse da quelle previste dall'art. 2343 ter del Codice Civile, ai sensi del quale la stessa Relazione è redatta. Allo scrivente non potranno pertanto essere addebitate responsabilità per danni, anche nei confronti di terzi, che derivassero dall'utilizzo della presente Relazione di Stima per finalità diverse da quelle di cui sopra.

Nello svolgimento dell'incarico affidatogli, lo scrivente ha:

- preso visione di tutta la documentazione illustrativa dell'operazione del quale il conferimento in oggetto è parte integrante;
- avuto incontri con il management della Società, in particolare con l'Amministratore Delegato Ingegnere Malvagna e con il Direttore Finanziario dottor Pernigotti, allo scopo di analizzare le informazioni e i dati rilevanti per lo svolgimento dell'incarico;
- richiesto e ottenuto dal management di Itinera le informazioni aggiuntive sopra menzionate;
- avuto incontri con la società di revisione Deloitte, incaricata della revisione contabile della Società, al fine di poter disporre delle evidenze raccolte dalla stessa Deloitte in sede di revisione del bilancio 2015 di Itinera, ai fini delle autonome determinazioni e conclusioni dello scrivente.

## **2. Itinera**

Come anticipato in apertura, Itinera opera sia come costruttore che come promotore di nuove iniziative in concessione ed in project finance in relazione a: infrastrutture stradali e ferroviarie, opere in sotterraneo; lavori marittimi e dighe; edilizia civile; manutenzioni autostradali; prefabbricati. Nella classifica delle maggiori imprese nazionali di costruzioni per l'anno 2014, ultimo disponibile, redatta dal Sole 24 Ore, essa occupa il sesto posto, con un fatturato di 986 milioni di euro.

### 2.1 La dinamica economica e patrimoniale 2010 - 2015

Ai fini della presente Relazione, lo scrivente ha ritenuto di assumere dalla società informazioni sul trend storico recente delle attività e dei conseguenti risultati economico finanziari realizzati<sup>2</sup>.

La tabella 1, di seguito riportata, espone i conti economici riclassificati di Itinera sull'orizzonte temporale 2010-2015.

I ricavi, attestati su un valore medio di circa 330 milioni di euro nel periodo 2010 - 2012, crescono ad oltre 500 milioni di euro nel 2013, anche per effetto del conferimento in Itinera del ramo costruzioni di Codelfa. Nel 2014 si riscontra il picco della produzione (987 milioni di euro) e nel 2015 una riduzione a 718 milioni di euro.

La società esprime, nel periodo, un EBITDA oscillante tra 13 e 63 milioni di euro e un EBIT compreso tra 6 e 44 milioni di euro.

I risultati di esercizio sono costantemente positivi e oscillano tra un minimo di 6 ed un massimo di 31 milioni di euro. Nei due anni nei quali si registrano i risultati netti di maggiore importo, risulta rilevante l'incidenza delle poste di natura straordinaria.

---

<sup>2</sup> I dati esposti nelle tabelle di questo paragrafo sono stati prodotti dal management su richiesta dello scrivente e sono basati sui dati di bilancio. Nel paragrafo dedicato alla valutazione verranno operate riclassificazioni e rettifiche ai dati stessi, finalizzate alla determinazione del risultato finale della valutazione. Tali rettifiche, pur modificando taluni dei dati esposti nelle tabelle esposte nel presente paragrafo, non alterano la natura delle considerazioni esposte nel testo.



Tabella 1. Itinera: Conti economici riclassificati - 2010 - 2015

(valori in euro/000)	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Ricavi	718.552	986.815	527.719	327.596	335.289	341.167
Costi operativi	(677.580)	(923.672)	(504.939)	(312.902)	(321.868)	(321.390)
<b>EBITDA</b>	<b>40.972</b>	<b>63.143</b>	<b>22.780</b>	<b>14.694</b>	<b>13.421</b>	<b>19.777</b>
EBITDA (%)	5,70%	6,40%	4,32%	4,49%	4,00%	5,80%
Ammortamenti ed accantonamenti	(19.783)	(18.764)	(13.245)	(7.461)	(7.415)	(9.523)
<b>EBIT</b>	<b>21.189</b>	<b>44.379</b>	<b>9.535</b>	<b>7.233</b>	<b>6.006</b>	<b>10.254</b>
EBIT (%)	2,95%	4,50%	1,81%	2,21%	1,79%	3,01%
Risultato gestione finanziaria e partecipazioni	(5.426)	(3.478)	(581)	1.166	(115)	1.297
Saldo gestione straordinaria	113	6.401	20.257	1.866	4.292	193
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>15.876</b>	<b>47.302</b>	<b>29.211</b>	<b>10.265</b>	<b>10.183</b>	<b>11.744</b>
Risultato ante imposte (%)	2,21%	4,79%	5,54%	3,13%	3,04%	3,44%
Imposte	(7.506)	(16.127)	(3.460)	(4.233)	(2.962)	(3.901)
<b>Utile d'esercizio</b>	<b>8.370</b>	<b>31.175</b>	<b>25.751</b>	<b>6.032</b>	<b>7.221</b>	<b>7.843</b>
UTILE (%)	1,16%	3,16%	4,88%	1,84%	2,15%	2,30%

Fonte. Dati forniti dal management

I dati relativi alla struttura patrimoniale - capitale investito netto e fonti di finanziamento dello stesso - sono riportati nella tabella 2.

Il capitale investito netto, evolve in modo parzialmente correlato all'andamento dei ricavi. Si attesta a 287 milioni di euro nel 2013, per discendere a 265 milioni di euro nel 2014, pur in presenza di un aumento molto significativo del fatturato. Il valore scende ulteriormente, a 239 milioni di euro, nel 2015, in presenza di una riduzione del valore della produzione realizzata. La riduzione tra il 2014 e il 2015 è attribuibile alla più efficiente gestione del capitale circolante netto, il calo del quale (oltre 30 milioni di euro) più che compensa l'incremento delle immobilizzazioni nette.

Tra le fonti di finanziamento del capitale investito netto si riscontra una prevalenza del patrimonio netto, soprattutto negli ultimi due anni. Il *DEBT/EQUITY ratio* diminuisce sensibilmente tra il 2013 e il 2015, attestandosi su un valore pari a 0,16. Il patrimonio netto contabile a fine 2015 si attesta a 207 milioni di euro e copre per l'86% il capitale investito netto di fine esercizio.

Tabella 2. Itinera: Capitale Investito Netto e Fonti di Finanziamento - 2010 - 2015

(valori in euro/000)	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010
Immobilizzazioni nette	151.371	143.822	154.183	104.418	80.344	76.568
Capitale circolante	99.597	130.770	150.273	61.510	53.787	43.881
Fondo per rischi ed oneri, Tfr	(11.682)	(9.794)	(17.540)	(8.717)	(7.242)	(7.724)
<b>Totale Capitale investito netto</b>	<b>239.286</b>	<b>264.798</b>	<b>286.916</b>	<b>157.211</b>	<b>126.889</b>	<b>112.725</b>
Patrimonio netto	207.006	198.692	167.517	93.269	88.449	82.416
Posizione finanziaria netta	32.280	66.106	119.399	63.942	38.440	30.309
<b>Totale Capitale proprio e mezzi di terzi</b>	<b>239.286</b>	<b>264.798</b>	<b>286.916</b>	<b>157.211</b>	<b>126.889</b>	<b>112.725</b>
Debt/equity	0,16	0,33	0,71	0,69	0,43	0,37

(valori in euro/000)	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010
Disponibilità bancarie	13.292	11.528	13.326	4.088	8.835	15.778
Cassa e fondi spese	138	117	81	56	61	56
Crediti finanziari	15.195	10.688	14.297			
Debiti verso banche a breve termine	(39.327)	(83.801)	(139.603)	(68.086)	(47.336)	(46.143)
<b>Indebitamento finanziario corrente</b>	<b>-10.702</b>	<b>-61.468</b>	<b>-111.899</b>	<b>-63.942</b>	<b>-38.440</b>	<b>-30.309</b>
Debiti verso banche a m/l termine	-21.578	-4.638	-7.500			
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>-32.280</b>	<b>-66.106</b>	<b>-119.399</b>	<b>-63.942</b>	<b>-38.440</b>	<b>-30.309</b>

Fonte. Dati forniti dal management

## 2.2 Backlog e nuove acquisizioni 2010 - 2015

La gestione caratteristica della Società si articola su un ciclo che prevede la partecipazione a gare per l'acquisizione di lavori, l'inizio degli stessi entro un certo intervallo temporale dall'aggiudicazione, l'esecuzione dei lavori su un orizzonte temporale di medio lungo termine (talvolta molto lungo).

Ad ogni istante temporale, pertanto, risulta in essere un portafoglio lavori derivante dalle acquisizioni già realizzate relative ad opere solo parzialmente eseguite (*backlog*).

La circostanza è rilevante in quanto, in una prospettiva previsionale, che è quella assunta in sede di valutazione, i ricavi prospettici risultano riferibili a due componenti essenziali: l'esecuzione progressiva dei lavori già acquisiti da un lato e i nuovi lavori che si ritiene ragionevole acquisire.

La tabella che segue espone i dati relativi al *backlog* e alle nuove acquisizioni sull'orizzonte temporale 2010 - 2015.

Tabella 3. Itinera: Backlog e nuove acquisizioni - 2010 - 2015 (milioni di euro)

	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
saldo iniziale	2.800	3.034	3.019	4.007	4.328	2.628
produzione eseguita	- 309	- 311	- 292	- 454	- 913	- 664
rettifiche					- 1.159	-
acquisizioni/adequamenti	544	296	1.280	775	372	1.855
Saldo finale	<b>3.034</b>	<b>3.019</b>	<b>4.007</b>	<b>4.328</b>	<b>2.628</b>	<b>3.819</b>

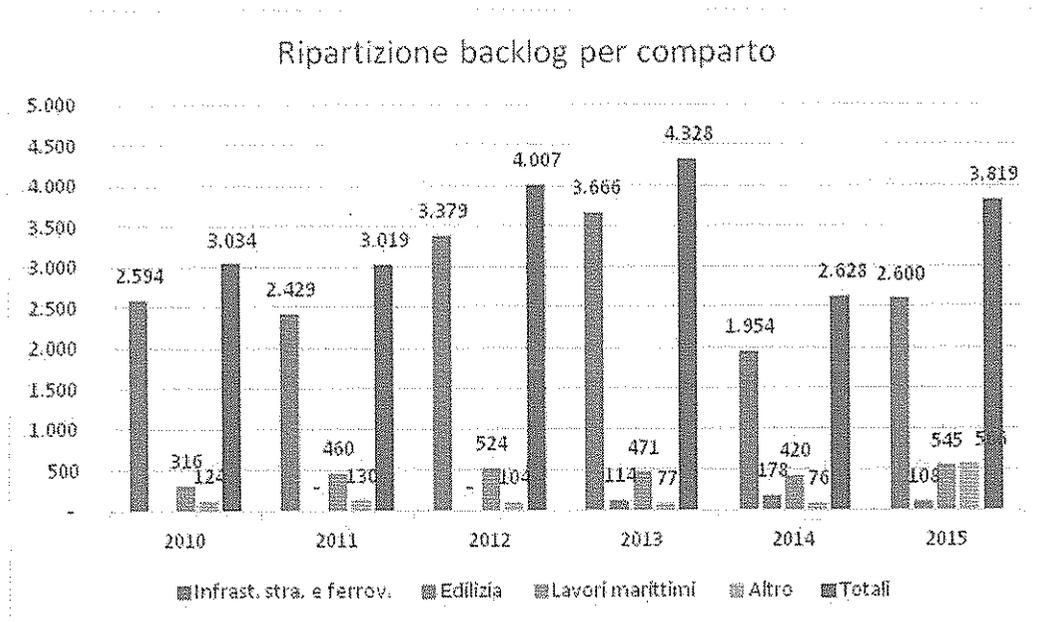
Fonte. Dati forniti dal management

Come si vede dai dati esposti, il backlog a fine 2015 risulta pari a 3,8 miliardi di euro, inferiore di circa il 10% a quello mediamente in essere a fine 2012 e 2013, superiore di circa il 45% a quello in essere a fine 2014.

Le nuove acquisizioni (comprehensive degli adeguamenti del portafoglio lavori in essere) risultano fortemente variabili nel periodo esaminato. Il punto di massimo si riscontra nel 2015, con un valore complessivamente acquisito pari a 1,85 miliardi di euro.

Il mix delle attività svolte esprime una netta prevalenza delle realizzazioni di infrastrutture stradali e ferroviarie, seguite dai lavori marittimi. Nel 2015 ha assunto rilievo anche la componente degli *altri lavori* (essenzialmente riferibili a lavori di manutenzione, da eseguirsi su orizzonti temporali in taluni casi molto estesi), in relazione ai quali si riscontra un portafoglio ordini pari a 566 milioni di euro.

Grafico 1. Itinera: Ripartizione del backlog per comparto di attività.



Fonte. Dati forniti dal management

### 2.3 Le prospettive e la ricomposizione geografica del mix della produzione

La società ha in programma una profonda revisione del mix delle proprie attività, con un progressivo incremento della componente internazionale dei lavori; nel bilancio per il 2015 si dà conto di una quota di lavori internazionali ancora limitata, pari al 9% del portafoglio lavori al 31 dicembre 2015<sup>3</sup>. Il riposizionamento sui mercati internazionali è finalizzato a cogliere opportunità di crescita che potranno ragionevolmente manifestarsi in contesti maggiormente dinamici e caratterizzati da volumi di investimento infrastrutturali più elevati rispetto a quanto riscontrabile nel mercato italiano. L'espansione all'estero delle attività di Itinera si è già materializzata con l'acquisizione di commesse che, a fine 2015, risultavano pari a circa 350 milioni di euro. La società prevede di sviluppare in modo intenso il percorso di internazionalizzazione lungo l'orizzonte del business plan (2016 - 2020), al punto che, negli anni finali coperti dal piano, si stima

<sup>3</sup> Bilancio Itinera per il 2015, pag. 29.

di realizzare sui mercati esteri percentuali prossime o superiori al 50% del fatturato.

Il dato in oggetto è chiaramente espresso nel business plan 2016 - 2020, riprodotto di seguito<sup>4</sup>.

Tabella 4. Itinera: Conto economico previsionale - 2016 - 2020

€ - Conto Economico	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Ricavi Italia	389.598.882	297.510.042	373.815.744	361.295.421	376.272.500
Ricavi Estero	23.500.000	217.501.860	432.001.860	581.471.277	480.501.860
<b>Margine operativo</b>	<b>50.210.923</b>	<b>48.744.503</b>	<b>101.658.032</b>	<b>124.441.770</b>	<b>115.393.436</b>
Spese generali e di struttura	(23.440.000)	(23.520.800)	(24.011.216)	(24.511.440)	(25.021.669)
<b>EBITDA</b>	<b>26.770.923</b>	<b>25.223.703</b>	<b>77.646.816</b>	<b>99.930.330</b>	<b>90.371.767</b>
Ammortamenti/svalutazioni	(9.808.260)	(12.545.331)	(20.984.764)	(27.659.515)	(34.308.550)
<b>EBIT</b>	<b>16.962.663</b>	<b>12.678.372</b>	<b>56.662.052</b>	<b>72.270.815</b>	<b>56.063.217</b>
Area finanziaria	(899.000)	(1.358.000)	(1.181.000)	(1.643.000)	(1.646.000)
<b>Risultato ante-imposte</b>	<b>16.063.663</b>	<b>11.320.372</b>	<b>55.481.052</b>	<b>70.627.815</b>	<b>54.417.217</b>
Imposte	(5.461.645)	(3.464.034)	(16.977.202)	(21.612.111)	(16.651.668)
<b>Risultato finale</b>	<b>10.602.018</b>	<b>7.856.338</b>	<b>38.503.850</b>	<b>49.015.704</b>	<b>37.765.549</b>

Fonte. Dati forniti dal management

Il conto economico previsionale contenuto nel Piano prefigura ricavi complessivi pari a 856,8 milioni di euro nel 2020, il 56% dei quali generato dalle attività sui mercati esteri.

L'espansione sui mercati esteri determinerà fabbisogni di investimento aggiuntivi rispetto a quelli oggi in essere. Il Piano prefigura uno sviluppo del capitale investito netto fino a 351,3 milioni di euro a fine 2020, per effetto degli investimenti che si renderanno necessari al fine di sostenere la strategia che la Società intende realizzare. Il capitale investito incrementale, nelle prospettazioni del Piano redatto dalla Società, verrà finanziato in misura nettamente prevalente con incrementi di patrimonio netto, frutto della ritenzione degli utili netti generati nel periodo, con una posizione finanziaria netta (PFN) in diminuzione lungo l'orizzonte del Piano.

<sup>4</sup> L'orientamento a sviluppare la componente internazionale delle attività della Società risulta già espresso nel Business Plan 2014 - 2018, aggiornato da quello attuale, al quale si farà esclusivo riferimento ai fini della valutazione.

Tabella 5. Itinera: Capitale investito e fonti di finanziamento - 2016 - 2020

€ - Stato Patrimoniale	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Immobilizzazioni nette	234.802.604	208.302.792	171.959.029	210.355.513	232.380.963
Capitale circolante	75.971.586	52.743.237	99.096.749	139.543.838	130.359.053
Fondi	-8.779.128	-6.455.128	-5.063.128	-4.763.128	-4.463.128
Altre passività	-1.646.942	-52.947.314	-41.050.186	-14.000.000	-7.000.000
<b>Capitale investito netto</b>	<b>300.348.120</b>	<b>201.643.587</b>	<b>224.942.464</b>	<b>331.136.223</b>	<b>351.276.888</b>
Capitale sociale e riserve (netto dividendi)	207.006.108	215.488.126	221.773.464	252.576.315	291.789.018
Risultato di periodo	10.602.018	7.856.338	38.503.850	49.015.704	37.765.549
<b>Patrimonio netto</b>	<b>217.608.126</b>	<b>223.344.464</b>	<b>260.277.314</b>	<b>301.592.019</b>	<b>329.554.567</b>
Posizione finanziaria netta	82.739.994	-21.700.878	-35.334.852	29.544.205	21.722.321
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>82.739.994</b>	<b>-21.700.878</b>	<b>-35.334.852</b>	<b>29.544.205</b>	<b>21.722.321</b>
<b>Fonti di finanziamento</b>	<b>300.348.120</b>	<b>201.643.586</b>	<b>224.942.462</b>	<b>331.136.224</b>	<b>351.276.888</b>

Fonte. Dati forniti dal management

La dinamica dei ricavi contenuti nel business plan 2016 - 2020 è il frutto di due differenti componenti, l'esecuzione delle commesse già acquisite al 31 dicembre 2015 e le nuove commesse che la Società ritiene di poter acquisire negli anni coperti dal Piano.

La tabella che segue fornisce il dettaglio delle due componenti.

Tabella 6. Itinera: Ripartizione del fatturato tra backlog e nuove aggiudicazioni - 2016 - 2020

PORTAFOGLIO AL 31.12.2015 E NUOVE AGGIUDICAZIONI							
	2016	2017	2018	2019	2020	OLTRE	TOTALI
COMMESSE IN ESECUZIONE	389.598.882	166.190.346	78.496.048	52.975.725	10.272.500	179.940.000	877.473.501
COMMESSA 1	-	-	-	-	-	881.000.000	881.000.000
COMMESSA 2	-	-	50.000.000	50.000.000	100.000.000	259.873.913	459.873.913
COMMESSA 3	-	5.000.000	10.000.000	10.000.000	-	-	35.000.000
COMMESSA 4	-	-	-	-	-	42.484.000	42.484.000
COMMESSA 5	5.500.000	16.000.000	16.000.000	469.417	-	-	37.969.417
COMMESSA 6	-	-	50.000.000	50.000.000	100.000.000	212.000.000	412.000.000
COMMESSA 7	-	5.000.000	10.000.000	10.000.000	15.000.000	12.000.000	52.000.000
COMMESSA 8	-	7.319.696	7.319.696	7.319.696	-	-	21.959.088
COMMESSA 9	-	18.000.000	4.500.000	-	-	-	22.500.000
COMMESSA 10	-	20.000.000	50.000.000	50.000.000	4.000.000	367.000.000	491.000.000
COMMESSA 11	-	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000	210.000.000	250.000.000
COMMESSA 12	6.000.000	30.893.030	30.893.030	30.893.030	24.893.030	-	123.572.120
COMMESSA 13	6.000.000	30.608.830	30.608.830	30.608.830	24.608.830	-	122.435.320
<i>Portafoglio al 31.12.2015 (a)</i>	<i>407.098.882</i>	<i>309.011.902</i>	<i>347.817.604</i>	<i>302.266.698</i>	<i>288.774.360</i>	<i>2.164.297.913</i>	<i>3.819.267.359</i>
COMMESSE ITALIA ANALITICAMENTE INDIVIDUATE	0	33.000.000	33.000.000	12.000.000	12.000.000	-	90.000.000
<i>Aggiudicazioni 2016 (b)</i>	<i>-</i>	<i>33.000.000</i>	<i>33.000.000</i>	<i>12.000.000</i>	<i>12.000.000</i>	<i>-</i>	<i>90.000.000</i>
BRASILE	-	55.000.000	170.000.000	200.000.000	200.000.000	-	625.000.000
<i>Totale Brasile (c)</i>	<i>-</i>	<i>55.000.000</i>	<i>170.000.000</i>	<i>200.000.000</i>	<i>200.000.000</i>	<i>-</i>	<i>625.000.000</i>
COMMESSE ESTERO ANALITICAMENTE INDIVIDUATE	-	50.000.000	100.000.000	130.000.000	-	-	280.000.000
NUOVE AGGIUDICAZIONI ITALIA	-	33.000.000	70.500.000	109.000.000	125.000.000	262.500.000	600.000.000
NUOVE AGGIUDICAZIONI ESTERO	6.000.000	30.000.000	84.500.000	189.500.000	231.000.000	340.000.000	886.000.000
<i>Nuove aggiudicazioni (d)</i>	<i>6.000.000</i>	<i>118.000.000</i>	<i>255.000.000</i>	<i>428.500.000</i>	<i>356.000.000</i>	<i>602.500.000</i>	<i>1.766.000.000</i>
<b>TOTALE FATTURATO BUSINESS PLAN (a + b + c + d)</b>	<b>413.098.882</b>	<b>517.011.902</b>	<b>802.817.604</b>	<b>942.766.698</b>	<b>856.774.360</b>	<b>2.766.797.913</b>	<b>6.300.267.359</b>

Fonte. Dati forniti dal management

Come si vede dai dati esposti nella precedente tabella e riassunti nella successiva, le tendenze prospettiche dei ricavi sono così sintetizzabili:

- nel 2016 la componente derivante da commesse già acquisite risulta pari al 98,5%, non essendo prevista che una molto limitata componente di fatturato attribuibile a nuove acquisizioni (6 milioni di euro, pari all'1,5% del fatturato previsto per il 2016, che rappresenta il punto di minimo della serie storica recente del fatturato della società);
- a partire dal 2017 il peso delle nuove acquisizioni è previsto in crescita, al 40% nel 2017, al 57% nel 2018 e ad oltre il 65% nei due anni terminali del Piano.

Tabella 7. Itinera: Ripartizione percentuale del fatturato tra backlog e nuove aggiudicazioni - 2016 - 2020

€/000	2016	2017	2018	2019	2020
Esecuzione Commesse già Acquisite al 31 dicembre 2015	407.099	309.012	347.818	302.267	288.774
%	98,5%	60,0%	43,2%	32,1%	33,7%
Nuove Acquisizioni	6.000	206.000	458.000	640.500	568.000
%	1,5%	40,0%	56,8%	67,9%	66,3%
<b>Totale Fatturato da Business Plan Società</b>	<b>413.099</b>	<b>515.012</b>	<b>805.818</b>	<b>942.767</b>	<b>856.774</b>
Nuove Acquisizioni (Dettaglio)					
Commesse Italia Analiticamente Individuate	-	33.000	33.000	12.000	12.000
%	0,0%	6,4%	4,1%	1,3%	1,4%
Brasile	-	55.000	170.000	200.000	200.000
%	0,0%	10,7%	21,1%	21,2%	23,3%
Commesse Estero Analiticamente Individuate	-	50.000	100.000	130.000	-
%	0,0%	9,7%	12,4%	13,8%	0,0%
Nuove Aggiudicazioni Italia	-	33.000	70.500	109.000	125.000
%	0,0%	6,4%	8,7%	11,6%	14,6%
Nuove Aggiudicazioni Estero	6.000	35.000	84.500	189.500	231.000
%	1,5%	6,8%	10,5%	20,1%	27,0%

Fonte. Dati forniti dal management

Le previsioni di ricavo contenute nel Piano sono, come si è visto, riferibili a due componenti essenziali:

- l'esecuzione di lavori già acquisiti (backlog) e parte del portafoglio in essere al 31 dicembre 2015 sulla base delle aggiudicazioni già effettuate;

- le previsioni relative alle nuove acquisizioni che la Società ritiene di poter ottenere attraverso l'ordinaria attività di partecipazione alle gare e/o allo sviluppo delle attività commerciali prodromiche all'acquisizione di nuovi lavori.

Mentre la prima componente dei ricavi prospettici è legata alla pianificazione esecutiva dei lavori già acquisiti sulla base di una scansione temporale determinata dalle strutture societarie competenti, la seconda componente, i lavori conseguenti alle nuove acquisizioni, è stata inserita nel *business plan* sulla base di stime in merito alla capacità acquisitiva che la Società ritiene di poter esprimere lungo l'orizzonte del Piano. Questa seconda componente è supportata dal trend storico delle acquisizioni effettivamente realizzate.

Tali stime, quelle riferibili alla seconda componente dei ricavi previsionali, a propria volta, possono essere suddivise tra due distinte tipologie: la prima riguarda iniziative specifiche, analiticamente individuate, di lavori che la Società ritiene di poter acquisire ad esito di iniziative già in corso, in attesa di finalizzazione. La seconda tipologia riguarda invece una più generica capacità acquisitiva di nuovi lavori, frutto della ordinaria attività realizzata dalla Società, che il management ha espresso facendo riferimento alla esperienza storica recente in tema di nuove acquisizioni.

Il ciclo operativo caratteristico della Società, come in parte già anticipato, prevede un processo articolato in fasi, che si possono così riassumere: i) l'analisi delle opportunità di acquisizione di nuovi lavori, tramite lo studio dei bandi di gara e la loro valutazione analitica; ii) la partecipazione alle gare, eventualmente insieme a partners; iii) in caso di aggiudicazione, l'inizio dei lavori trascorso un certo lasso temporale dall'aggiudicazione stessa; iv) l'esecuzione dei lavori su orizzonti temporali differenziati, talvolta anche piuttosto lunghi.



Il lavoro di analisi dei bandi di gara rappresenta la prima fase del ciclo operativo aziendale. A valle di esso si pongono le partecipazioni alle gare. Negli anni recenti, in base alle informazioni acquisite dallo scrivente, la Società ha partecipato a bandi di gara per 3,2 miliardi di euro in Italia pubblicati nel 2013, per 1,2 miliardi di euro in Italia e per 1,1 miliardi di euro all'estero nel 2014; per 2 miliardi di euro in Italia e per 10,5 miliardi di euro all'estero nel 2015.

Le aggiudicazioni sono risultate pari a 332 milioni di euro su gare del 2013<sup>5</sup>, 454 milioni di euro in Italia e 180 milioni di euro all'estero su gare del 2014<sup>6</sup>; 47 milioni di euro in Italia e 632 milioni di euro all'estero su gare del 2015<sup>7</sup>.

Tutto ciò premesso, le previsioni di ricavo riferibili all'Italia contenute nel Piano sull'orizzonte 2016 - 2020, contemplano le seguenti ipotesi:

- l'aggiudicazione, prevista nel corso del presente anno, dei lavori inerenti la costruzione di un outlet, in esecuzione a partire dal 2017. Si tratta di lavori che il management stima di acquisire in virtù di un accordo di collaborazione di natura industriale stipulato a suo tempo (giugno 2013) da Codelfa in conseguenza della partecipazione acquisita dalla stessa Codelfa in una società immobiliare, incorporata nel 2015 in una società quotata. La partecipazione e l'accordo di collaborazione industriale sono stati conferiti in Itinera nell'ambito dell'operazione di conferimento del ramo d'azienda '*costruzioni e prefabbricazione*' di Codelfa, a far data dal 1 novembre 2013. L'accordo industriale in oggetto ha già prodotto l'acquisizione di nuovi lavori da parte di Itinera<sup>8</sup>; i lavori programmati

---

<sup>5</sup> Il dato relativo alle aggiudicazioni non rappresenta la dimensione dei lavori aggiudicati ad Itinera in quanto alcune gare sono state svolte in partnership con altre imprese e gli importi indicati sono quelli posti a base di gara.

<sup>6</sup> In relazione a questo anno risultano, al momento in cui si scrive, ancora gare estere da aggiudicare per un importo complessivo di 13,5 milioni di euro.

<sup>7</sup> Relativamente a questo anno risultano ancora gare da aggiudicare per 141 milioni di euro in Italia e per 1,52 miliardi di euro all'estero.

<sup>8</sup> Si tratta dei lavori di lavori in corso di esecuzione, che hanno ad oggetto altri outlet/centri commerciali.

nell'ambito di questa nuova iniziativa, in corso di finalizzazione, dovrebbero generare, secondo le stime del management, lavori per un ammontare complessivo di circa 200-250 milioni di euro (la quota di pertinenza di Itinera, nell'ambito dell'ATI che eseguirà i lavori, è stata stimata dal management in 100-125 milioni di euro), da realizzarsi per fasi nell'arco di 3-4 anni (2017-2020). Nel Piano sono inseriti ricavi, relativamente a questa iniziativa, sull'orizzonte temporale 2017 - 2020, pari a 90 milioni di euro;

- nuovi lavori che la società ritiene ragionevole ipotizzare di acquisire sulla base della normale attività di partecipazione a gare.

Le ipotesi sottostanti la generazione di fatturato riveniente da questa seconda componente - le nuove acquisizioni sul mercato italiano non analiticamente identificate - sono le seguenti:

- l'aggiudicazione di nuovi lavori per un importo compreso tra 100 milioni di euro (2016) e 200 milioni di euro (2019), con valori intermedi nel 2017 e nel 2018 (150 milioni di euro);

- l'inizio dei lavori nell'anno successivo all'aggiudicazione;

- una durata dei lavori compresa tra i tre e i quattro anni.

In questo modo vengono supportati i dati di fatturato 2017 - 2020 e si determina un residuo di portafoglio lavori da eseguire oltre l'orizzonte del Piano pari a 262,5 milioni di euro.

Con riferimento ai ricavi contenuti nel Piano e riferibili alle attività che la Società ritiene di poter sviluppare sul mercato estero, si riscontra quanto segue.

Analogamente a quanto esposto con riferimento allo sviluppo delle attività sul mercato italiano, anche i risultati (i ricavi) della strategia di internazionalizzazione della Società possono essere suddivisi in distinte categorie. Nella prima, ancora per il momento limitata, ricadono le esecuzioni dei lavori compresi nel portafoglio lavori a fine 2015. Nella

seconda categoria sono invece inclusi i lavori generati dalle nuove commesse che la Società ritiene ragionevolmente di acquisire lungo l'orizzonte del Piano; questi ultimi (i nuovi lavori e i conseguenti ricavi), a propria volta, possono essere distinti in due differenti tipologie: i ricavi rivenienti dalla finalizzazione delle iniziative in corso e pianificate da un lato e i ricavi rivenienti da una più generica attività di sviluppo commerciale rivolta ai mercati esteri sia presidiati attualmente che di nuovo inserimento.

Nella sezione dedicata esplicitamente alla propria strategia di internazionalizzazione le Società ha esposto (pagg. 42 e seguenti della Relazione sulla Gestione per il 2015), le principali linee guida che sostengono il progetto di espansione delle attività sull'estero. Esso prevede l'apertura di filiali estere, in parte già realizzata e in parte in corso di realizzazione; l'acquisizione di partecipazioni in società estere già posizionate nei mercati di riferimento; le offerte già presentate a gare in paesi esteri, la predisposizione di offerte in risposta a bandi di gara in diversi paesi esteri.

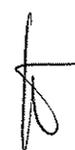
All'interno delle attività menzionate, la prima componente dei ricavi prospettici riferibile alle attività sull'estero, quella derivante da iniziative analiticamente identificate, già in corso e in attesa di finalizzazione, riguarda due progetti di significativo rilievo.

Il primo è relativo agli accordi di partnership commerciale, siglati unitamente ad un'altra importante società italiana, con due tra le principali imprese di costruzione iraniane, per la progettazione e costruzione di infrastrutture ferroviarie e stradali. Verranno allo scopo create *joint ventures* nelle quali Itinera avrà il ruolo di leader. Alcune delle iniziative prefigurate dagli accordi sono in fase più avanzata della procedura istruttoria, trattandosi di progetti già avviati negli anni passati dalle autorità iraniane ed avendo, in un caso, il partner iraniano già

ricevuto lettera di incarico per la realizzazione di un primo lotto di lavori per un importo stimato di circa 670 milioni di euro. L'importo delle altre realizzazioni previste dal primo accordo di partnership non è ancora stato quantificato.

Complessivamente, il Piano include lavori riferibili alle iniziative in corso di realizzazione in Iran in grado di generare ricavi per 280 milioni di euro complessivi sull'orizzonte 2017 - 2019.

Il secondo riguarda l'espansione sul mercato brasiliano. Come recita la Relazione sulla Gestione per il 2015: *"Il Paese è destinato ad assumere un ruolo importante nelle strategie di sviluppo e crescita della Società per effetto degli accordi di investimento siglati sul finire del 2015, ed oggi in corso di perfezionamento, dalle società ASTM S.p.A. e SIAS S.p.A. del Gruppo Aurelia, le quali in data 18/12/2015 hanno concluso un'operazione industriale avente per oggetto l'acquisizione, attraverso un aumento di capitale, del co-controllo, assieme a CR Almeida, di una holding di diritto brasiliano di nuova costituzione nella quale verranno conferiti, inter alia, il 64% del capitale sociale di Ecorodovias, terzo operatore autostradale del Brasile, e il 55% circa del capitale di VEM ABC, società attiva nel settore della mobilità urbana. Detta operazione, oltre a rendere SIAS il quarto operatore autostradale al mondo con circa 3.320 km. di rete in concessione (1.462 in Italia e 1.858 in Brasile), rappresenta un passo importante sia nel processo di crescita e diversificazione geografica, sia nell'implementazione della strategia di Gruppo finalizzata allo sviluppo congiunto dei business delle concessioni e delle costruzioni. L'accordo raggiunto infatti costituisce una solida base per il Gruppo per partecipare al programma promosso dal Governo brasiliano di sviluppo infrastrutturale, in particolare nel settore delle strade ed autostrade a pedaggio, che prevede un valore stimato di investimenti di circa 65 miliardi di reais. L'accordo rappresenta altresì la base per partecipare congiuntamente all'acquisizione di nuove iniziative*



*nei settori delle concessioni, costruzioni, logistica e porti nel continente Sudamericano, in quanto include anche reciproci impegni finalizzati a valutare una partnership strategica nel business delle costruzioni".*

I lavori previsti in Brasile sono stimati produrre, sull'orizzonte del Piano, ricavi complessivamente pari a 625 milioni di euro.

Oltre a questi due progetti, oggetto di identificazione analitica, il fatturato riveniente dalle attività estere contenuto nel Piano include i nuovi lavori che la Società reputa di potere acquisire attraverso l'attività di sviluppo in corso e di futura realizzazione.

Le ipotesi sulle quali si basa la stima di questa seconda componente dei ricavi esteri sono le seguenti:

- l'aggiudicazione di nuovi lavori per un importo compreso tra un minimo di 100 milioni di euro (2016) e un massimo di 220 milioni di euro (2018), con valori intermedi nel 2017 (150 milioni di euro) e nel 2019 (210 milioni di euro);
- l'inizio dei lavori nell'anno successivo all'aggiudicazione;
- una durata dei lavori compresa tra i due e i quattro anni.

In questo modo vengono supportati i dati di fatturato 2017 - 2020 e si determina un residuo di portafoglio lavori da eseguire oltre l'orizzonte del Piano pari a 340 milioni di euro.

Nel backlog esaminato dallo scrivente, sulla base del quale è stato redatto il business plan della Società, risultano al momento in cui si scrive, due ulteriori informazioni.

La prima riguarda la chiusura della gara per l'assegnazione dei lavori relativi ad un lotto di un'infrastruttura autostradale in Ungheria, nella quale Itinera è risultata prima; l'importo dei lavori di competenza di Itinera è pari a 108 milioni di euro ma non è stato inserito nel Piano in quanto non è ancora pervenuta la comunicazione ufficiale. In caso di esito favorevole

del processo di aggiudicazione, sarebbero verificate le ipotesi inerenti le acquisizioni sull'estero per l'anno in corso. La seconda riguarda l'aggiudicazione al raggruppamento di imprese di cui fa parte Itinera, della gara relativa alla costruzione di una terza diga in Kenya (oltre alle due inserite nel Piano), per la quale è in corso di negoziazione la definizione del programma di finanziamento, inclusivo della relativa garanzia assicurativa. La quota di spettanza di Itinera è pari a 103 milioni di euro. In caso di esito favorevole dell'istruttoria in corso, si determinerebbe la verifica delle ipotesi di acquisizioni sull'estero per il periodo 2016 - 2017 in misura pari all'84%<sup>9</sup>.

Il portafoglio lavori al 31 dicembre 2015 ammonta, come si è detto, a 3,8 miliardi di euro<sup>10</sup>. Si tratta di opere di cui Itinera risulta titolare in seguito a contratti firmati ovvero<sup>11</sup> in attesa di formalizzazione. La suddivisione per area geografica vede il 91% di questi lavori collocarsi in Italia e il 9% all'estero.

Il portafoglio lavori verrà eseguito per 1,655 miliardi di euro lungo l'orizzonte del Piano, mentre per i residui 2,164 miliardi di euro si prevede l'esecuzione negli anni successivi al 2020. Dalle analisi effettuate con il supporto del management, lo scrivente ha verificato che ulteriori lavori per un importo pari a 775 milioni di euro sono previsti in esecuzione entro il 2025, mentre il residuo è previsto, sulla base delle informazioni attualmente disponibili, produrre fatturato successivamente a tale anno<sup>12</sup>.

---

<sup>9</sup> Nel Piano si prevedono acquisizioni sull'estero nel periodo 2016 - 2017 pari a 250 milioni di euro. Sommando le quote di spettanza di Itinera con riferimento ai due lavori menzionati nel testo si arriva ad un totale di 211 milioni di euro, pari all'84,4% delle previsioni totali di nuove acquisizioni per il biennio 2016 - 2017.

<sup>10</sup> Si tratta di: infrastrutture stradali e ferroviarie, dighe e opere idrauliche per euro 2.600 milioni di euro; opere edili per euro 108 milioni di euro; lavori marittimi per euro 545 milioni di euro; manutenzioni autostradali ed altri per 566 milioni di euro.

<sup>11</sup> Relativamente ad iniziative autostradali affidate con la formula della finanza di progetto e con procedure di gara ad evidenza pubblica secondo il diritto dell'Unione europea alle quali Itinera partecipa direttamente in qualità di azionista delle società concessionarie.

<sup>12</sup> In relazione ad una delle commesse italiane, si stima che lavori per un complessivo importo di 143 milioni di euro verranno eseguite negli anni 2026 e 2027.

### 3. La valutazione di Itinera operata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM con il supporto dell'advisor Nomura e la fairness opinion emessa da Nomura

Il valore di conferimento in ASTM delle partecipazioni oggetto di conferimento è stato definito sulla base di una valutazione complessiva di Itinera pari a 240 milioni di euro, alla quale corrisponde una valorizzazione di Euro 128.023.704,00 per le n. 43.525.907 azioni di Itinera oggetto di conferimento.

Il Consiglio di Amministrazione di ASTM, nel determinare il suddetto valore, ha chiaramente affermato di aver adottato le opportune procedure volte a tutelare l'integrità del capitale sociale della Società e l'interesse degli azionisti a fronte dell'esclusione del loro diritto di opzione, identificando criteri di determinazione del valore economico del capitale di Itinera generalmente applicati in operazioni di analoga natura.

A tale fine, ASTM si è avvalsa del supporto tecnico dell'advisor Nomura, che ha predisposto un proprio documento di analisi ed emesso, in data 14 marzo 2016, una propria *fairness opinion*, a sintesi del lavoro svolto.

Ai fini della determinazione del valore economico di Itinera, è stato utilizzato, quale metodo principale, il metodo finanziario (*discounted cash flow - DCF*) e, quali metodi di controllo, quelli dei Multipli di Borsa e dei Multipli impliciti in transazioni aventi ad oggetto imprese comparabili.

La metodologia del DCF è esplicitata dalla seguente formula di calcolo:

$$W = \left[ \sum_{t=1}^n F_{(t)} * (1 + WACC)^{-t} + \frac{F_{(tv)}}{(WACC - g)} * (1 + WACC)^{-n} \right] + SA - L$$

dove:

- W: valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione;
- F(t): flussi finanziari *unlevered* per ciascuno degli n anni considerati nel periodo di proiezione esplicita;

- $F(tv)$ : flusso finanziario *unlevered* successivo al periodo di proiezione esplicita;
- WACC: costo medio ponderato del capitale investito;
- $g$ : tasso di crescita di  $F(tv)$ ;
- SA : fair value dei surplus assets;
- L: consistenza della posizione finanziaria netta alla data di riferimento.

La valutazione operata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM con il supporto di Nomura, si articola nei punti essenziali di seguito ricapitolati.

- i. La valutazione è stata operata escludendo dal computo le attività che la Società prevede di realizzare, nei prossimi anni, in Brasile. Partendo dal business plan predisposto dalla società, è stato elaborato un prospetto economico finanziario che esclude i ricavi, i margini e i flussi di cassa rivenienti dalle attività che la società ritiene di potere sviluppare, nei prossimi anni nel paese sudamericano. Due sono le motivazioni di questa scelta di merito. La prima è che i contratti non sono ancora stati approvati dalle competenti Autorità brasiliane e dunque, al momento, non possono essere considerati effettivamente operativi. La seconda è che le attività che Itinera potrà ragionevolmente sviluppare in Brasile nei prossimi anni sono il frutto di un accordo stipulato da ASTM e, pertanto, si è ritenuto corretto non tenere conto di questa componente di valore ai fini della valutazione di Itinera (ai fini della determinazione di un concambio con azioni della stessa ASTM). Lo scrivente ritiene appropriata questa scelta valutativa.
- ii. la metodologia del DCF è stata declinata nella prospettiva 'asset side', identificando e attualizzando il flusso di cassa operativo (flusso di cassa *unlevered*) ad un saggio espressivo del costo medio ponderato del capitale (WACC) per Itinera.



- iii. Il costo medio ponderato del capitale di Itinera è stato determinato sulla base dei parametri attualmente riscontrabili sul mercato, del profilo di rischio della società e del settore di appartenenza, della struttura finanziaria di lungo periodo della Società. Nella determinazione del WACC è stato computato uno specifico premio per il rischio inteso a remunerare i rischi connessi alla esecuzione del Piano da un lato e a tenere conto della minore dimensione di Itinera rispetto agli altri maggiori *players* del mercato. Il risultato finale è una misura del WACC pari al 9,5%.
- iv. Il flusso di cassa terminale è stato determinato assumendo un *EBITDA Margin* sostenibile di lungo periodo e applicando tale marginalità alla media a regime dei ricavi attesi espressi dal business plan di Itinera. Sono stati inoltre assunti nuovi investimenti pari agli ammortamenti e variazioni di capitale circolante netto in linea con l'anno terminale di previsione esplicita.
- v. Questo valore è stato oggetto di attualizzazione, in perpetuo, ad un saggio espressivo della differenza tra WACC e saggio di crescita terminale (*g*). Questo secondo parametro della valutazione è stato assunto pari al 2%, anche in ragione di una progressiva internazionalizzazione delle attività di Itinera e della sua operatività sempre più significativa in aree con prospettive di crescita più elevate rispetto al mercato italiano.
- vi. Il risultato della valutazione va interpretato come valore di mercato delle attività operative di Itinera (*Enterprise Value*). Ai fini di pervenire al valore del suo capitale economico (*Equity Value*) sono state operate le seguenti rettifiche:
  - è stato sottratto il valore della posizione finanziaria netta di Itinera (è stata assunta la posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2015, integrata per tenere conto della stima dei flussi di pertinenza del primo trimestre 2016);

- è stato sommato il valore dei claims attivi verso i committenti, non iscritti a bilancio;
  - è stato sommato il valore delle partecipazioni detenute, valutate al valore di libro e, ove applicabile, agli ultimi valori di mercato;
  - è stato sottratto il valore dei fondi pensione del personale (TFR);
- vii. Operando una verifica di sensitività rispetto alle variabili utilizzate nella valutazione (EBITDA Margin, WACC e tasso di crescita terminale) il risultato finale della valutazione stessa ha portato ad individuare un valore complessivo di Itinera compreso tra 236 e 297 milioni di euro.

Oltre al DCF, il Consiglio di Amministrazione di ASTM, con il supporto dell'advisor Nomura, ha operato, a fini di controllo, la valutazione con la metodologia dei multipli di mercato e dei multipli impliciti in transazioni aventi ad oggetto imprese comparabili.

La metodologia dei multipli di mercato è stata sviluppata assumendo quali imprese comparabili le italiane Astaldi e Salini Impregilo e utilizzando il multiplo EV/EBITDA (media degli ultimi tre mesi del multiplo EV/EBITDA 2016) nelle due versioni *unadjusted* e *adjusted*. Il secondo differisce dal primo per il fatto che al numeratore, nella misura dell'Enterprise Value, vengono ricompresi tra i debiti gli anticipi da clienti, non considerati nel primo caso. I valori dei multipli riscontrabili dal mercato sono anche stati oggetto di rettifica in diminuzione, al fine di tenere conto della più ridotta dimensione di Itinera rispetto ai due principali players del mercato italiano. Con l'utilizzo del multiplo *unadjusted*, è stato ottenuto un range di valori, per il 100% dell'Equity di Itinera, compreso tra 190 e 213 milioni; utilizzando il multiplo *adjusted*, si ottiene invece un range di valori che va da 241 a 273 milioni. Gli intervalli di valori sono stati determinati applicando il multiplo medio intero da un lato e il multiplo medio abbattuto di uno sconto, dall'altro.



Utilizzando, da ultimo, la metodologia dei multipli desumibili da transazioni aventi ad oggetto imprese comparabili, i risultati della valutazione risultano ricompresi in un range di valori che va da 329 a 370 milioni di euro (per il 100% dell'equity di Itinera).

#### **4. Il parere espresso dal Comitato Controllo e Rischi con funzioni di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate con il supporto dell'advisor designato dallo stesso Comitato**

L'aumento di capitale di ASTM, riservato ad Argo e Codelfa, da liberarsi mediante conferimento delle menzionate partecipazioni in Itinera costituisce, nella prospettiva della medesima ASTM un'operazione con parti correlate di maggiore rilevanza. Per questa ragione il perfezionamento dell'operazione ha previsto l'espressione di un parere, da parte del Comitato Controllo e Rischi con funzioni di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, ai sensi e per gli effetti di quanto prescritto dall'art. 2391-bis cod. civ., dal Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010 e, da ultimo, dalla procedura sulle operazioni con parti correlate adottata dalla Società.

Le linee guida del prospettato Aumento di Capitale sono state rappresentate al Comitato in data 24 febbraio 2016. Nel corso di tale riunione, il Comitato ha nominato un proprio *advisor* indipendente e di comprovata professionalità, individuato nel Prof. Sandro Frova, Ordinario di Finanza Aziendale presso l'Università Bocconi, incaricato di assistere il Comitato per effettuare le valutazioni funzionali all'espressione del parere sull'Operazione. Ad esito delle proprie analisi, l'Advisor ha riferito al Comitato le proprie valutazioni, esprimendosi favorevolmente in ordine all'adeguatezza dei termini economici e finanziari del suddetto Aumento di Capitale.

Il Comitato ha anche beneficiato del confronto con Nomura, consulente del Consiglio di Amministrazione di ASTM, che ha supportato il Comitato nelle proprie valutazioni.

Ad esito del proprio esame, sintetizzato nel proprio Parere rilasciato a favore del Consiglio di Amministrazione di ASTM, il Comitato ha riscontrato l'interesse di ASTM ad effettuare l'operazione (l'aumento di capitale liberato con il conferimento delle partecipazioni in Itinera da parte di Argo e Codelfa) e la convenienza e correttezza sostanziale e procedimentale dell'operazione.

L'advisor del Comitato Parti Correlate ha svolto la propria analisi partendo dalle ipotesi e dalla metodologia utilizzate nella valutazione operata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM con il supporto di Nomura. Rispetto a tale impostazione, l'advisor, con il supporto di PWC Advisory, ha operato un reperforming della metodologia DCF applicando due correzioni ispirate a criteri di prudenza. Da un lato è stato assunto un WACC del 9,6% e, dall'altro, è stato ipotizzato un *EBITDA margin* terminale lievemente inferiore a quello utilizzato nella valutazione operata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM con il supporto di Nomura.

Il risultato finale della valutazione è un valore dell'equity di Itinera pari a 240,2 milioni. Questo risultato consente di ritenere corretto adottare un valore di Itinera di 240 milioni al fine di valutare le partecipazioni oggetto di conferimento a liberazione dell'aumento di capitale di ASTM.

#### **5. La valutazione operata dallo scrivente**

Compito dello scrivente è quello di operare la valutazione di Itinera, ai sensi dell'articolo 2343 ter del codice civile. Nello svolgimento dell'incarico lo scrivente si è valso del supporto di PWC Advisory, allo scopo incaricata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM.

### 5.1 La metodologia valutativa utilizzata ai fini della valutazione di Itinera

La scelta della metodologia di valutazione è stata operata dallo scrivente ad esito dell'analisi effettuata sulla dinamica economica e finanziaria della Società, così come essa emerge dal congiunto esame dei dati storici e prospettici. Come emerge dalle evidenze numeriche raccolte dallo scrivente, si riscontra, nel caso di specie, una variabilità dei risultati economico finanziari che risulta strettamente dipendente dal ciclo operativo che caratterizza la Società, in particolare dal suo portafoglio lavori, in forza del quale si riscontra, in generale, un *lag* temporale tra investimenti e ritorni economico finanziari sugli stessi. Tale circostanza tende a manifestarsi in modo particolare sui risultati finanziari della gestione, in funzione delle differenti fasi del ciclo nel quale il portafoglio lavori si colloca. Alla vigilia di una prospettata fase di incremento delle attività operative, infatti, i risultati finanziari tendono ad essere ridotti dall'anticipata effettuazione degli investimenti rispetto al momento in cui gli stessi inizieranno a generare i risultati finanziari attesi.

In aggiunta a ciò, va rilevato come, nel caso di specie, i cicli di lavorazione tipici della gestione caratteristica, tendano a protrarsi anche per periodi di tempo molto lunghi. Questa circostanza fa sì che i benefici finanziari maggiori rivenienti dagli investimenti effettuati nei primi anni del Piano tendano a manifestarsi, in significativa porzione, oltre l'orizzonte del Piano stesso. Peraltro, come si riscontra nella migliore prassi professionale, la stesura di piani economico finanziari tende ad assumere quale riferimento orizzonti temporali limitati (cinque anni nel caso in oggetto). La ragione è che esiste un evidente *trade off* tra ampiezza del periodo temporale di riferimento per la stesura di detti piani e programmi da un lato e attendibilità della previsione dall'altro. Più esteso risulta essere l'orizzonte temporale della previsione e più difficile risulta, in genere, stimare ex ante

le future dinamiche della gestione; se questa circostanza appare una ragionevole motivazione per circoscrivere ad un intervallo limitato l'orizzonte previsionale, non si può mancare di rilevare come ciò determini, come naturale conseguenza, che molto del valore stimato risulti riferibile, per imprese caratterizzate da cicli di lavorazione che si realizzano nel medio lungo termine, all'orizzonte temporale che va oltre quello di previsione esplicita contenuto nel Piano.

Per le ragioni sinteticamente espresse, e confermando la ragionevolezza dell'approccio valutativo seguito dagli altri professionisti e dagli organi sociali che hanno espresso le proprie valutazioni e determinazioni sul valore della Società, lo scrivente ha ritenuto di utilizzare, ai fini valutativi, la metodologia reddituale, declinata nella versione *asset side*, basata sull'attualizzazione del reddito operativo netto di imposte (NOPAT) al costo medio ponderato del capitale (WACC).

Questa scelta metodologica appare allo scrivente ragionevole per tre ordini di motivazioni. La prima è che le metodologie reddituali (*asset side*, come nel caso di specie, ovvero *equity side*) sono unanimemente riconosciute come fondate su solide basi teoriche, in quanto esprimono il valore dell'impresa come sintesi dei benefici economici futuri che essa è in grado di produrre. Nel caso in esame, questo approccio metodologico consente di assumere a riferimento della valutazione un indicatore di risultato economico che risulta meno variabile rispetto a quello di natura finanziaria. La seconda è che un approccio valutativo reddituale può offrire una prospettiva integrativa rispetto alle metodologie valutative utilizzate dal Consiglio di Amministrazione della Società e dal Comitato Parti Correlate, ciascuno con il supporto dei propri advisors. La terza è che, nel caso di specie, la struttura finanziaria della Società - ove le fonti di finanziamento del capitale investito sono in larghissima quota ascrivibili al patrimonio netto - non pone problemi di verifica nel breve, degli equilibri

finanziari prospettici, circostanza che avrebbe potuto certamente essere meglio verificata con l'applicazione del metodo finanziario (DCF). Nella declinazione della valutazione lo scrivente si ispirerà, per quanto concerne la scelta delle assunzioni e la determinazione dei parametri, ai criteri di prudenza che paiono doverosi in casi come questo, ove la stima del valore del capitale economico della Società è funzionale alla realizzazione di un'operazione di conferimento.

### 5.2 La data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della valutazione è il 31 dicembre 2015. La ragione di questa scelta è che alla menzionata data si dispone di un progetto di bilancio che risulta approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società e che è stato oggetto di revisione contabile da parte del Revisore incaricato. Il Revisore ha emesso la propria relazione in data 24 marzo 2016, senza rilievi. Questa circostanza, considerato che l'incarico conferito allo scrivente non contemplava nessuna attività di revisione sui dati contabili utilizzati ai fini della valutazione, consente di fare affidamento su un dato contabile verificato e attendibile.

### 5.3 I dati prospettici assunti a riferimento per la valutazione

Lo scrivente ha assunto, quale punto di partenza, i dati contenuti nel business plan prodotto dalla Società, senza considerare il contributo che, allo sviluppo del Piano, verrà dato dai progetti da realizzarsi in Brasile.

Questa assunzione si fonda sulle stesse condivisibili ragioni espresse dal Consiglio di Amministrazione di ASTM, dal Comitato Parti Correlate di ASTM e dall'advisor di quest'ultimo. Da un lato l'accordo stipulato da ASTM è ancora in attesa della necessaria autorizzazione da parte delle autorità brasiliane. Dall'altro, l'accordo stesso è stato negoziato e finalizzato da ASTM. In forza di questa seconda considerazione, la componente di valore

che Itinera potrà ragionevolmente generare ad esito delle future attività da realizzarsi in Brasile, che, in linea di principio, avrebbe potuto essere computato ai fini della determinazione del capitale economico della stessa Itinera, non deve ad avviso dello scrivente essere considerato, nel caso di specie, essendo la valutazione di Itinera operata ai fini di definire un equo concambio con le azioni ASTM da emettere in sede di aumento di capitale (da liberarsi, appunto, con il conferimento di partecipazioni in Itinera). Se, in sintesi, il valore generato da Itinera in conseguenza delle attività da svilupparsi in Brasile può essere considerato come il frutto di attività svolte da ASTM, tale valore non deve essere ragionevolmente conteggiato ai fini di un concambio con azioni ASTM.

Per tutte quanto esposto, si è ritenuto di assumere a base della valutazione il Piano 'ex Brasile', con il risultato di conferire un carattere maggiormente prudentiale alla stima.

Per effetto di questa scelta, il nuovo Piano della società, per il periodo 2016 - 2020, è rappresentato nella tabella 8 sotto riportata, che evidenzia ricavi e margini reddituali fino alla linea del NOPAT, grandezza base della valutazione.

Il Piano utilizzato ai fini della valutazione, ottenuto rettificando quello redatto dal management della Società al fine di escludere ricavi e margini rivenienti dalle attività che si ritiene ragionevolmente di sviluppare sul mercato brasiliano, ipotizza:

- una crescita dei ricavi da 413 a 657 milioni di euro. Come evidenziato in precedenza, a commento del Piano, i ricavi si compongono di una quota riferibile al portafoglio in essere a fine 2015 e di una quota riferibile alle nuove aggiudicazioni. Queste ultime, a propria volta, sono suddivisibili in acquisizioni rivenienti da progetti già analiticamente identificati e in fase di perfezionamento da un lato, e da nuove acquisizioni che si ritiene di



ottenere come risultato dell'ordinaria attività di partecipazione alle gare, ovvero di sviluppo di relazioni commerciali;

- un NOPAT compreso tra un minimo di 2,6 e un massimo di 24,4 milioni di euro, con un valore medio di 13,8 milioni di euro sull'orizzonte di previsione esplicita;

- un *EBITDA Margin* variabile da un minimo del 3,3% nel 2017 ad un massimo del 7,5% nel 2019, con un valore medio del 6% lungo l'orizzonte di previsione esplicita.

Tabella 8. Itinera: Flussi reddituali unlevered sull'orizzonte del Piano; escluso il Brasile

<i>Income Model - Asset Side</i>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<i>Italy</i>	389,6	297,5	373,8	361,3	376,3
<i>Abroad</i>	23,5	162,3	262,0	381,5	280,5
Revenues	413,1	460,0	635,8	742,8	656,8
<i>Y-o-Y growth</i>		11,4%	38,2%	16,8%	-11,6%
<b>EBITDA</b>	<b>26,8</b>	<b>15,3</b>	<b>40,4</b>	<b>55,6</b>	<b>41,6</b>
<i>Y-o-Y growth</i>		-43,0%	164,6%	37,6%	-25,8%
<i>Ebitda Margin</i>	6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,3%
Provisions	(2,0)	(1,4)	(3,2)	(3,7)	(3,3)
<i>% on revenues</i>	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(10,1)	(13,0)	(16,6)	(19,2)
<i>% on revenues</i>	-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%
<b>EBIT</b>	<b>17,0</b>	<b>3,8</b>	<b>24,2</b>	<b>35,2</b>	<b>19,2</b>
<i>ROS Margin</i>	4,8%	0,8%	3,8%	4,7%	2,9%
Taxes	(5,2)	(1,2)	(7,4)	(10,8)	(5,9)
<i>% Ebit</i>	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
<b>NOPAT</b>	<b>11,8</b>	<b>2,6</b>	<b>16,8</b>	<b>24,4</b>	<b>13,3</b>

Fonte. Dati forniti dal management

#### 5.4 Il costo medio ponderato del capitale assunto ai fini della valutazione

Ai fini della stima del costo medio ponderato del capitale da impiegarsi ai fini dell'attualizzazione dei NOPAT prospettici, lo scrivente ha assunto i seguenti parametri di riferimento (riassunti nella successiva tabella 9):

- un tasso di rendimento privo di rischio (Rf) pari alla media a dodici mesi dei rendimenti dei titoli governativi italiani a 10 anni (1,7%);

- un equity risk premium pari al 5,5%, valore largamente utilizzato nella prassi professionale;
- uno small size premium pari al 3,74%<sup>13</sup>
- un beta levered pari a 0,89<sup>14</sup>;
- un costo del capitale azionario, pari al 10%, determinato sulla base dei parametri sopra elencati;
- un costo del debito al lordo di imposta pari al 4%, ottenuto applicando al reference rate<sup>15</sup> uno spread pari al 3,1% desunto dai dati di mercato riferiti ad un panel di imprese comparabili;
- un costo del debito netto di imposta determinato applicando il coefficiente di imposta IRES pari al 24%;
- rapporti di struttura finanziaria  $[D/(D+E)]$  ed  $[E/(D+E)]$  pari, rispettivamente, al 7,5% e al 92,5%, riferibili al menzionato panel di imprese comparabili

Il risultato è un WACC del 9,4%, prudenzialmente arrotondato al 9,5%.

---

<sup>13</sup> Duff & Phelps (2015), Valuation Handbook, Guide to Cost of Capital, Cap. 12, pag.20.

<sup>14</sup> Tale valore è stato ottenuto nel seguente modo: i) sono stati calcolati i beta levered di un panel europeo di imprese comparabili; ii) sono stati calcolati, per ciascuna di esse, i corrispondenti beta *unlevered* e calcolato il beta *unlevered* medio del panel; iii) partendo dal beta *unlevered* medio così ottenuto è stato calcolato il beta levered di cui sopra (0,89), assumendo i dati di struttura finanziaria medi del panel di imprese sopra menzionato. Nella tabella 9, i premi per il rischio sono già il risultato del prodotto con il coefficiente beta.

<sup>15</sup> Media a un anno tasso swap, euribor a sei mesi / tasso fisso a 10 anni.



Tabella 9. Itinera: calcolo del WACC

WACC calculation	
<b>Risk-free rate</b>	1,7%
Equity market risk premium	5,5%
Beta Unlevered	0,82
D/E	0,08
Beta Levered	0,89
<b>Market Risk Premium</b>	4,9%
<b>Small Size Premium</b>	3,3%
<b>Kc</b>	<b>10,0%</b>
<b>Reference rate</b>	<b>0,9%</b>
Estimated spread	3,1%
<b>Gross cost of debt</b>	<b>4,0%</b>
Corporate tax rate	24,0%
<b>Tax shield</b>	<b>-1,0%</b>
<b>Kd after-tax</b>	<b>3,1%</b>
D/(D+E)	7,5%
E/(D+E)	92,5%
<b>WACC</b>	<b>9,4%</b>
<b>WACC utilizzato</b>	<b>9,5%</b>

Fonte. Elaborazioni dello scrivente su dati di mercato

### 5.5 Lo sviluppo della valutazione con la metodologia reddituale

La metodologia di valutazione reddituale asset side è operata utilizzando il tradizionale *modello a due stadi*, che somma due componenti di valore:

- il valore attuale dei redditi operativi netti di imposta che si ritiene l'impresa sarà in grado di produrre sull'orizzonte temporale oggetto di previsione esplicita (il periodo 2016 - 2020, nel caso in esame);
- il valore attuale dei redditi operativi netti di imposta che l'impresa è ritenuta ragionevolmente in grado di produrre, su un orizzonte temporale infinito, a partire dall'anno successivo all'ultimo anno di previsione esplicita.

Il concetto appena espresso è sintetizzato nella formula di calcolo di seguito riportata:

$$W = \left[ \sum_{t=1}^n R_{(t)} * (1 + WACC)^{-t} + \frac{R_{(tv)}}{(WACC - g)} * (1 + WACC)^{-n} \right] + SA - L$$

dove:

- W: valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione;
- $R(t)$ : flussi reddituali *unlevered* (NOPAT) per ciascuno degli n anni considerati nel periodo di proiezione esplicita;
- $R(tv)$ : flusso reddituale *unlevered* successivo al periodo di previsione esplicita (NOPAT terminale);
- WACC: costo medio ponderato del capitale investito;
- g: tasso di crescita di  $R(tv)$ ;
- SA : fair value dei surplus assets;
- L: consistenza della posizione finanziaria netta alla data di riferimento.

L'espressione entro la parentesi quadra è da intendersi come valore di mercato del capitale operativo dell'impresa (Enterprise Value - EV); per determinare il valore del capitale economico (*Equity Value - E*), occorre sommare algebricamente i valori dei surplus asset e della posizione finanziaria netta (PFN).

Per il primo intervallo temporale, quello di previsione esplicita, si dispone dei dati riportati nel Piano. Per il secondo, al contrario, occorre assumere ipotesi che possano condurre ad una ragionevole configurazione del NOPAT terminale.

Al fine di sviluppare la valutazione, lo scrivente ha ritenuto di operare seguendo due alternativi approcci di sviluppo della metodologia reddituale.

In base al primo approccio, la valutazione è stata operata come segue:

- sono stati assunti, con riferimento all'orizzonte temporale 2016 - 2020, i NOPAT espressi nel Piano;
- il NOPAT terminale è stato determinato calcolando, secondo modalità alternative di seguito illustrate, medie dei NOPAT riscontrabili negli anni di previsione esplicita.

La considerazione di NOPAT medi, alternativamente calcolati consente, ad avviso dello scrivente, di meglio rappresentare la capacità di reddito di natura fondamentale della Società, per le ragioni dianzi espresse in merito allo specifico ciclo operativo che la caratterizza. La produzione di fatturato



e la generazione di margini reddituali evolvono, nel tempo, in ragione dell'esecuzione dei lavori riferibili al portafoglio lavori in essere e delle acquisizioni di nuove commesse. Ad ogni istante temporale, pertanto, il portafoglio lavori risulta composto, per stratificazione, di commesse diverse, con orizzonti temporali di esecuzione differenti e con marginalità altrettanto diverse. Questa configurazione del ciclo operativo tende a generare, per definizione, una variabilità di fatturato e redditi operativi. Questa circostanza è ben espressa, osservando il Piano, dai risultati stimati per i primi due anni, il 2016 e il 2017, soprattutto il secondo, nei quale si riscontra una riduzione (molto marcata nel 2017) del NOPAT atteso, per effetto della differente dinamica di commesse completate, in esecuzione e di nuova acquisizione. I dati osservabili per il 2016 e per il 2017 esprimono valori di NOPAT inferiori a quelli mediamente realizzati dalla Società nel corso degli ultimi anni. Per tutte queste ragioni, assumendo a riferimento risultati medi, differenzialmente determinati, si ottiene il risultato di fondare la valutazione su quella che può essere mediamente considerata una *normale* capacità di reddito. Nel caso di specie, il concetto di *normale* capacità di reddito viene determinato secondo un criterio particolarmente prudenziale, nella misura in cui viene considerata la redditività dell'anno 2017.

In base al secondo approccio, la valutazione è stata operata partendo dal Piano predisposto dalla Società e apportando allo stesso, secondo una prospettiva prudenziale, alcune rettifiche in relazione ai principali driver che determinano il valore della Società. In particolare, sono state formulate assunzioni differenti rispetto a quelle incluse nel Piano, con riferimento ai ricavi e ai margini reddituali (*EBITDA Margin*). Queste rettifiche hanno l'effetto di modificare la dimensione dei NOPAT generabili

sull'orizzonte di previsione esplicita e sul NOPAT terminale, determinando alternative configurazioni di valore dell'impresa.

Non si tratta di due valutazioni alternative sotto il profilo metodologico, in quanto la grandezza che guida il valore è sempre il reddito (operativo, netto di imposte - NOPAT). La differenza tra le due declinazioni della metodologia reddituale è piuttosto rinvenibile nelle modalità attraverso le quali viene operata una verifica della correlazione tra valore dell'impresa da un lato e ipotesi contenute nel Piano redatto dalla Società dall'altro.

#### a) NOPAT 2016 - 2020 da Piano e calcolo del NOPAT terminale

Assunta questa base dati, lo scrivente ha inteso operare la valutazione procedendo, in primo luogo, nel modo seguente.

Come si vede dai dati riportati nella precedente tabella 8, il NOPAT previsto nel Piano varia da un valore minimo di 2,6 milioni di euro nel 2017 ad un massimo di 24,4 milioni di euro nel 2019. Considerato il ciclo operativo dell'impresa, menzionato in precedenza, lo scrivente ha ritenuto che, allo scopo di determinare il NOPAT terminale, fosse opportuno tenere conto dell'evoluzione della redditività operativa conseguente l'evoluzione prospettica del ciclo delle commesse espressa nel Piano.

Per questa ragione sono stati assunti:

- per gli anni 2016 - 2020 i NOPAT espressi nel Piano della Società;
- ai fini del calcolo del Terminal Value (TV) un NOPAT terminale calcolato come:
  - la media dei NOPAT 2016 - 2020, pari a 13,8 milioni di euro;
  - la media dei NOPAT 2017 - 2020 pari a 14,3 milioni di euro;
  - la media dei NOPAT 2018 - 2020 pari a 18,2 milioni di euro;
  - la media dei NOPAT 2019 - 2020 pari a 18,9 milioni di euro.



Osservando i dati storici, lo scrivente riscontra come, sull'orizzonte 2013 - 2015<sup>16</sup>, l'EBIT medio sia risultato pari a 25 milioni di euro e il NOPAT medio, calcolato applicando l'aliquota fiscale media prevista nel Piano (pari al 30,6%), sia risultato pari a 17,4 milioni di euro, superiore a quanto espresso nel Piano con riferimento agli anni 2016 - 2017, lievemente inferiore rispetto alla media dei valori 2018 - 2020 e 2019 - 2020 (del 5% e del 9%, rispettivamente).

Va osservato che la decisione di utilizzare un NOPAT terminale medio come sopra esposto ha l'effetto di tenere conto, ai fini del calcolo del TV, anche delle performances reddituali espresse negli anni meno favorevoli. Questa circostanza attribuisce alla valutazione un carattere prudenziale. L'obiettivo strategico della Società, uno sviluppo prospettico delle attività che vedrà, al termine del Piano, un fatturato concentrato per oltre il 50% sui mercati esteri<sup>17</sup>, caratterizzati da una marginalità maggiore, è più ambizioso e mira a conseguire risultati reddituali superiori.

I risultati di sintesi di questo procedimento sono esposti nella tabella 10, di seguito riportata e includono già la somma algebrica di Surplus assets e PFN<sup>18</sup>; si tratta dunque di valori del capitale economico di Itinera.

Tabella 10. Itinera. Valori del capitale economico ottenuti determinando il NOPAT terminale come media dei NOPAT prodotti sull'orizzonte di previsione esplicita.

€/mln	Long Term Nopat	Equity Value
<b>Avg. 2020-2019</b>	18,87	281,9
<b>Avg. 2020-2018</b>	18,18	276,1
<b>Avg. 2020-2017</b>	14,29	243,1
<b>Avg. 2020-2016</b>	13,78	238,8

<sup>16</sup> Non appaiono allo scrivente significativi i dati di EBIT espressi ante 2013 in quanto, nell'anno citato, in forza del conferimento in Itinera del ramo costruzioni di Codelfa, la Società ha assunto una configurazione maggiormente comparabile a quella attuale. Vale poi rilevare come gli anni 2010 e 2011 risultino meno significativi, ai fini valutativi, in quanto maggiormente lontani dalla data di riferimento della valutazione.

<sup>17</sup> Escludendo le attività in Brasile, la percentuale di fatturato estero, negli anni 2018 - 2020, si attesta su valor compresi tra il 40 e il 50%.

<sup>18</sup> Su questi passaggi si tornerà nel paragrafo 5.7.

Come si vede, i risultati variano da un minimo di 238,8 milioni di euro ad un massimo di 281,9 milioni di euro. L'ampio spettro di variazione tra il risultato minimo e massimo della valutazione sottende in realtà due differenti scenari valutativi. Itinera ha esplicitato con chiarezza che l'obiettivo strategico dei prossimi anni è quello dello sviluppo sui mercati esteri, per tutte le ragioni già espresse in precedenza. L'attività sull'estero è prevista avviarsi nel 2017 ma produrrà i propri risultati più significativi, in termini di fatturato e margini, a partire dal 2018 ed inciderà in misura maggiore negli anni finali del Piano e, dunque, nella determinazione del Terminal Value.

Per queste ragioni, la determinazione di un NOPAT terminale come media che includa gli anni 2016 e 2017 tende a dare maggiore rilevanza alle attuali condizioni di funzionamento della Società, ancora focalizzata sul mercato italiano (e a una performance media significativamente inferiore a quella storica recente).

L'effetto di questa scelta è di determinare un flusso di reddito terminale che:

- tiene conto solo in modo parziale dei benefici attesi dalla strategia di internazionalizzazione che la Società intende realizzare;
- tiene conto, con riferimento agli anni 2016 e 2017, di valori di NOPAT mediamente inferiori a quelli riscontrati sull'orizzonte 2013 - 2015.

E' questo il primo scenario valutativo, che produce i primi due risultati riportati nel prospetto che segue.

Al contrario, la determinazione di un NOPAT terminale come media dei NOPAT espressi negli anni finali del Piano (dal 2018) tende a valorizzare la Società sulla base dei risultati che essa ha dichiarato di voler raggiungere, attraverso il riposizionamento sui mercati esteri. E' questo il secondo scenario valutativo, che produce gli ultimi due risultati riportati nel prospetto che segue.



In base al primo scenario valutativo, che appare caratterizzato da ipotesi molto prudentiali, il valore medio risulta pari a 241 milioni di euro.

In base al secondo scenario valutativo, che valorizza le condizioni operative alle quali la Società ha dichiarato di volere tendere, con le iniziative contenute nel proprio *business plan*, il valore medio si attesta a 279 milioni di euro.

NOPAT Terminale	Equity value di Itinera (100%) (Wacc 9,5%)	Scenario valutativo	Valore medio
Media 2016 / 2020	238,8	Valutazione della Società in una prospettiva che valorizza le attuali condizioni di funzionamento	240,95
Media 2017 / 2020	243,1		
Media 2018 / 2020	276,1		
Media 2019 / 2020	281,9	Valutazione della Società in una prospettiva che valorizza le future prospettive di funzionamento espresse nel Piano	279,00

B) Determinazione dei NOPAT 2016 - 2020 e del NOPAT terminale in funzione di differenti ipotesi circa lo sviluppo dei ricavi e la marginalità operativa.

Questo alternativo approccio sviluppa la valutazione introducendo alcune ipotesi, differenziali rispetto a quelle contenute nel Piano ex Brasile redatto dalla Società, in merito alla generazione di ricavi e alla produzione di margini reddituali. Essa mira a determinare differenti configurazioni del valore del capitale economico di Itinera sulla base di alcune assunzioni in merito ai principali driver rappresentativi delle condizioni di funzionamento che la Società ritiene di poter esprimere in conseguenza della prospettata attività sui mercati esteri, elemento caratterizzante la strategia competitiva oggi assunta a riferimento.

In particolare, sono stati effettuati i seguenti passaggi:

- sono state operate rettifiche dei ricavi che la Società ritiene di generare, lungo l'orizzonte del Piano, riducendone, in percentuali diverse, l'ammontare. La componente oggetto di rettifica è quella che si riferisce ai ricavi rivenienti dalle generiche attività di sviluppo commerciale (*new intake*) che la Società ha pianificato di realizzare, come effettivamente, di

regola, realizza anche ora. Non sono stati invece rettificati i ricavi che sono attesi derivare dal backlog di fine 2015 e neppure quelli riferiti a specifiche iniziative che risultano già in avanzato stato di istruttoria/negoziazione. La riduzione di questa componente è stata operata in una misura percentuale compresa tra lo zero e il 20%;

- sono stati assunti diversi livelli di *EBITDA Margin*, a partire da quelli espressi dal Piano. In particolare, sono state inizialmente assunte cinque configurazioni di margine: quello del 2018, quello del 2019, quello del 2020, la media 2018 - 2020 e il valore minimo 2018 - 2020.

Il risultato della valutazione operata incrociando le ipotesi di cui sopra è un intervallo di valori compresi tra 230,6 e 305,7 milioni di euro

A partire da questi valori, sono stati determinati, in base ad un criterio di prudenza, i NOPAT terminali assumendo due sole e differenti configurazioni di *EBITDA Margin*: il valore medio 2018 - 2020 da un lato e il valore minimo del periodo 2018 - 2020 dall'altro (inferiore a quello previsto per il 2016). Le rettifiche alle nuove acquisizioni sono state mantenute a livelli compresi tra zero e il 20%.

I risultati delle dieci stime operate sulla base di queste due ipotesi sono riportate nella tabella 11.

Come si vede, i valori dell'*Equity Value* di Itinera, in questa seconda prospettazione, variano da un minimo di 230,6 ad un massimo di 275,5 milioni di euro. Il valore centrale (medio) di queste stime (dieci valori), è pari a 254,8 milioni di euro.



Tabella 11. Itinera. Valori del capitale economico ottenuti rettificando i valori del NOPAT espressi nell'orizzonte di previsione esplicita e il NOPAT terminale sulla base di differenti ipotesi circa le nuove acquisizioni (new intake) e l'EBITDA Margin terminale.

		<b>Long Term EBITDA Margin %</b>	
<b>€/mln</b>		<b>avg. 2018-2020</b>	<b>min 2018-2020</b>
	-	275,5	260,2
	<b>5,0%</b>	269,9	252,9
<b>New Intake</b>	<b>10,0%</b>	264,2	245,5
<b>Reduction</b>	<b>15,0%</b>	258,6	238,1
	<b>20,0%</b>	252,9	230,6

Il valore ottenuto come media dei valori riportati nella tabella 11 può essere inteso come il valore centrale di una distribuzione di valori del capitale economico ottenuti applicando diverse ipotesi circa i due principali drivers che guidano la generazione di redditività futura.

In base al primo approccio valutativo, il NOPAT terminale veniva determinato come media dei NOPAT espressi lungo l'orizzonte di valutazione esplicita. Il risultato era la polarizzazione dei risultati della valutazione su due valori significativamente diversi, a seconda che si assumessero i NOPAT più 'vicini', espressivi di condizioni di funzionamento attuali dell'impresa (e di due anni generatori di performances particolarmente ridotte, anche sulla base del track record storico recente), ovvero NOPAT riferibili agli anni 2018 - 2020, espressivi, al contrario, delle future condizioni di funzionamento previste nel Piano (il riposizionamento sui mercati esteri). Questi ultimi NOPAT erano quelli espressi nel Piano, senza alcun intervento di rettifica da parte dello scrivente.

Sulla base di questo secondo approccio, sono state effettuate analisi che consentono di stimare il valore dell'impresa assumendo che il riposizionamento strategico venga effettivamente realizzato. I risultati esprimono configurazioni di valore che, in questo nuovo scenario, tengono però conto della circostanza che gli sviluppi conseguenti l'implementazione della nuova strategia aziendale possano produrre risultati inferiori alle attese, circostanza che attribuisce alla stima un carattere prudentiale, in termini di sviluppo del nuovo fatturato e di

marginari reddituali ottenuti sullo stesso. Le rettifiche operate, infatti, si manifestano sul fatturato riveniente dalle nuove acquisizioni non analiticamente identificate e sulla marginalità terminale, determinata come valore medio o minimo realizzabile nelle nuove condizioni operative aziendali. Gli anni 2016 e 2017 vengono impattati in misura del tutto trascurabile dall'assunzione di queste nuove ipotesi e solo per quanto riguarda l'acquisizione di nuovi lavori (e di nuovo fatturato). Le ipotesi prudenziali sul fatturato si esplicitano in misura più significativa sul valore del fatturato terminale che, incrociato con i diversi margini operativi assunti nella tabella, generano il nuovo margine terminale.

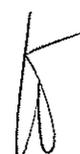
In sintesi, questo secondo approccio valorizza, secondo condizioni maggiormente conservative rispetto al Piano redatto dalla Società, la nuova configurazione operativa che Itinera andrà ad assumere per effetto della implementazione della nuova strategia, dichiarata e in corso di realizzazione.

#### 5.6 Sintesi della valutazione operata con la metodologia reddituale

Al fine di ricondurre a sintesi i risultati ottenuti attraverso lo sviluppo della metodologia reddituale, secondo i due approcci sviluppati nel paragrafo precedente, lo scrivente ritiene ragionevole assumere come misura del capitale economico di Itinera il valore ottenuto mediando due differenti risultati:

- il valore maggiormente prudenziale ottenuto sviluppando il primo approccio, pari a 241 milioni di euro;
- il valore centrale della distribuzione di valori ottenuta sviluppando la seconda declinazione della metodologia reddituale, pari a 254 milioni di euro.

Il risultato finale è un valore del capitale economico di Itinera pari a 247,5 milioni di euro, arrotondabile a 247 milioni di euro.



### 5.7 Osservazioni circa il passaggio dall'Enterprise Value al valore del capitale economico di Itinera (Equity Value) e l'informazione patrimoniale

La determinazione dell'*Equity Value* di Itinera è stata fin qui operata, in tutti i precedenti passaggi, a partire dall'Enterprise Value riveniente dal calcolo e sommando / sottraendo a tale quantità, sulla base della formula in precedenza riportata, il valore dei surplus assets e della posizione finanziaria netta.

Nel caso di specie, si è operato come segue:

- è stato sommato il valore delle partecipazioni detenute dalla Società, pari a 92,5 milioni di euro. Questo dato risulta dal bilancio di Itinera al 31 dicembre 2015, oggetto di revisione da parte di Deloitte. Esso è stato assunto dallo scrivente in quanto nessun rilievo è stato riscontrato dal revisore sulla posta contabile in oggetto;
- sono stati sottratti i debiti bancari e verso società di leasing, complessivamente pari a 63,4 milioni di euro;
- sono stati sottratti i debiti verso dipendenti per indennità di fine rapporto (4,7 milioni di euro);
- sono stati sommati i claims attivi, non contabilizzati in bilancio ma rilevanti ai fini valutativi<sup>19</sup>. Si tratta di attività latenti, rivenienti dalla circostanza che la Società ha iscritto, nei registri di contabilità lavori, valori

---

<sup>19</sup> Lo scrivente ha ritenuto, uniformandosi in tal senso alle valutazioni e alle determinazioni espresse dal Consiglio di Amministrazione di ASTM e del Comitato Controllo e Rischi con funzioni di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, supportati dai rispettivi advisors, di assumere, a fini valutativi, solo la rettifica in oggetto. L'esame del bilancio 2015 di Itinera consente di riscontrare, peraltro, due ulteriori informazioni. La prima riguarda la valorizzazione al costo delle rimanenze di opere in corso di esecuzione di durata infrannuale (Cfr. Bilancio 2015, pag. 108 e 109). L'applicazione di questo criterio, peraltro suggerito dall'OIC 23, ha comportato un effetto negativo sul patrimonio netto di 3,528 milioni di euro al lordo del carico fiscale (2,420 milioni di euro al netto del carico fiscale). La seconda riguarda un immobile ad uso civile, non strumentale, concesso in locazione a terzi, valorizzato in bilancio per un importo pari a 4,9 milioni di euro (valore confermato da una perizia di stima redatta nell'ottobre del 2013 da un esperto indipendente). Non concorrendo alla formazione dei redditi operativi assunti a base della valutazione, il bene in oggetto potrebbe essere legittimamente considerato un surplus asset e il suo valore portato a rettifica in aumento del valore del capitale economico della Società. In base ad un principio di prudenza, si è assunto di non considerare il valore di tale asset a fini valutativi.

che rappresentano richieste (claims), ai differenti committenti, di ammontari analiticamente definiti. Si tratta di una componente ricorrente ed ordinaria nella gestione di un'impresa di costruzioni. Le richieste formulate ai committenti si riferiscono o a lavori aggiuntivi (ovvero differenti) realizzati per l'esecuzione delle opere oggetto di commessa, ovvero a richieste di risarcimento per danni patiti in virtù di eventi la responsabilità dei quali non è attribuibile ad Itinera. A fronte di queste pretese di Itinera, sono possibili diverse soluzioni, dalla composizione bonaria, all'arbitrato, al ricorso al giudizio civile. Sulla base delle informazioni raccolte dallo scrivente, l'ammontare complessivo delle richieste attivate dalla Società al 31 dicembre 2015 ammonta a 164 milioni di euro. Storicamente, le percentuali di recupero riscontrate dalla Società sono pari al 24,9% delle richieste stesse. La stima di 17 milioni di euro rappresenta una rettifica patrimoniale positiva determinata assumendo una percentuale di recupero nettamente inferiore a quella storica da un lato e del carico fiscale che graverà su di esse dall'altro. Analoghe stime sono state assunte dal Consiglio di Amministrazione di ASTM, con il supporto di Nomura, e dal Comitato Parti Correlati, con il supporto del proprio advisor;

- viene sommato l'importo complessivo della liquidità disponibile a fine esercizio (13,3 milioni di euro);

- viene sommato l'importo complessivo dei crediti finanziari in essere alla fine dell'esercizio 2015 (16,2 milioni di euro).

#### 5.8 La valutazione a fini di controllo operata con la metodologia dei multipli di mercato

Lo scrivente, a fini di controllo, ha verificato i valori emergenti da una valutazione del capitale economico di Itinera operata con la metodologia dei multipli di mercato. La metodologia è stata applicata come segue:



- è stato assunto, quale multiplo in base al quale operare la valutazione, l'EV/EBITDA, diffusamente utilizzato nel caso di imprese non finanziarie;
- è stato assunto un panel di imprese comparabili a livello europeo, le stesse utilizzate per il calcolo del beta, presso le quali operare il calcolo del multiplo;
- il multiplo è stato assunto nella forma unadjusted, vale a dire che non sono stati rettificati i numeratori del multiplo al fine di tenere conto degli anticipi da clienti, informazione non disponibile per tutte le imprese comprese nel panel considerato. Questa scelta metodologica ha carattere prudenziale, non essendo il fenomeno degli anticipi da clienti, nel caso di Itinera, parimente rilevante rispetto a quanto riscontrabile nel caso delle imprese per le quali si dispone dell'informazione in oggetto;
- è stata assunta una configurazione del multiplo EV/EBITDA avente al numeratore una misura di Enterprise Value definita come somma tra valore contabile del debito e valore di mercato dell'equity come risultante dalle quotazioni puntuali del giorno 24 marzo 2016 e al denominatore l'EBITDA atteso, per ciascuna società considerata, per gli anni 2016 - 2018;
- sono stati ottenuti, pertanto, per ciascuna impresa del panel, tre multipli EV/EBITDA, uno per ognuno degli anni ai quali si riferisce la stima della grandezza economica posta al denominatore;
- per ciascun anno è stato assunto il multiplo mediano della distribuzione dei multipli del panel di imprese comparabili;
- dei tre multipli mediani 2016 - 2018 è stata calcolata la media aritmetica;
- il multiplo così calcolato è risultato pari a 6,9x;
- al multiplo così determinato è stato applicato uno sconto compreso tra il 15% e il 20%, in considerazione del fatto che Itinera non è quotata e ha dimensioni minori rispetto alle imprese appartenenti al campione utilizzato;

- si sono così ottenuti due valori del multiplo pari, rispettivamente, a 5,86x e a 5,52x;
- i due multipli rettificati sono stati applicati all'EBITDA medio di Itinera quale risulta sull'orizzonte di previsione esplicita del Piano (2016 - 2020), pari a 35,9 milioni di euro, ottenendo un Enterprise Value pari a 210 milioni di euro nel primo caso e a 198 milioni di euro nel secondo caso;
- sono state algebricamente sommate le poste che consentono il passaggio dall'Enterprise Value al valore del capitale economico, ad eccezione dei claims attivi<sup>20</sup>;
- il totale di queste poste, pari a 54 milioni, conduce ad un valore del capitale economico di Itinera compreso in un intervallo tra 252 e 264 milioni di euro.

## **6. Conclusioni**

Al termine del lavoro effettuato e sulla base delle verifiche operate e delle elaborazioni effettuate attraverso l'approccio metodologico in precedenza descritto, lo scrivente rassegna le proprie conclusioni, articolate come segue.

La valutazione operata con la metodologia reddituale, nella versione asset side, con attualizzazione dei NOPAT ad un saggio espressivo del costo medio ponderato del capitale, determina un risultato, espressivo del valore del capitale economico di Itinera, pari a 247 milioni di euro.

La valutazione operata, a fini di controllo, con la metodologia dei multipli di mercato determina un risultato superiore.

Il valore determinato dallo scrivente, ispirato a criteri di prudenza che paiono particolarmente indicati in casi come quello in oggetto, risulta superiore a quello assunto ai fini del conferimento.

---

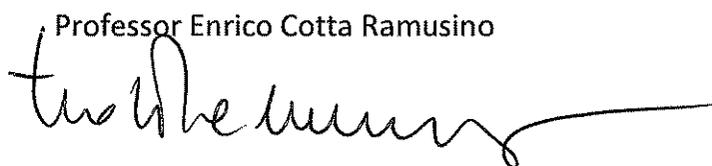
<sup>20</sup> Sulla base dell'ipotesi, prudenziale nel caso di specie, che il valore dei claims attivi sia un'informazione già incorporata nei prezzi di mercato.



Tutto ciò premesso, si attesta – ai sensi e per gli effetti dell’art. 2343-ter, comma 2, lett. b), cod. civ. – che il valore delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento è almeno pari a quello ad esse attribuito ai fini della determinazione dell’Aumento di Capitale, comprensivo di sovrapprezzo, di ASTM.

Pavia, 4 aprile 2016

Professor Enrico Cotta Ramusino



#### Allegati

Allegato 1 - Beta e Credit Spread

Allegato 2 - Stima del capitale economico di Itinera determinato assumendo i NOPAT espressi sull'orizzonte 2016 - 2020 e il NOPAT terminale come media dei NOPAT 2016/2020; 2017/2020; 2018/2020 e 2019/2020.

Allegato 3 - Stima del capitale economico di Itinera determinato rettificando secondo criteri prudenziali le stime di nuove acquisizioni espresse dal management e assumendo differenti ipotesi in merito alla misura dell'Ebitda Margin terminale

Allegato 4 - Base informativa utilizzata per la valutazione del capitale economico di Itinera operata secondo la metodologia dei multipli di mercato

## Allegato 1 (1 di 1)

### BETA calculation

Companies Name	Paese	Valuta	Market Cap	Minorities	NFD (Cash)	Total EV	Gearing D/E	Leverage D/(D+E)	b levered	b unlevered	Credit Rating	Credit Spread
Balfour Beatty plc	United Kingdom	GBP	1.727	47	538	2.312	0,23	18,8%	0,91	0,74	bb	4,3%
Bilfinger SE	Germany	EUR	1.604	(21)	604	2.187	0,05	4,8%	0,88	0,84	bb+	3,3%
Koninklijke BAM Groep NV	Netherlands	EUR	1.093	3	219	1.316	0,03	2,8%	1,52	1,48	bb	4,3%
Carillion plc	United Kingdom	GBP	1.259	22	693	1.974	0,14	12,1%	0,90	0,79	bb+	3,3%
Hochtief AG	Germany	EUR	6.986	933	1.303	9.223	0,12	10,5%	0,97	0,87	bbb-	2,8%
Salini Impregilo S.p.A.	Italy	EUR	1.774	77	390	2.241	0,21	17,4%	0,77	0,64	bb+	3,3%
Skanska AB (publ)	Sweden	SEK	75.220	154	4.831	80.205	0,00	0,2%	1,04	1,03	bbb+	2,0%
Strabag SE	Austria	EUR	2.681	260	52	2.992	0,00	0,0%	0,66	0,66	bbb+	2,0%
<b>Average</b>								<b>8,3%</b>	<b>1,00</b>	<b>0,88</b>		<b>3,1%</b>
<b>Smoothed average*</b>								<b>8,0%</b>	<b>0,99</b>	<b>0,82</b>		<b>3,1%</b>
<b>Median</b>								<b>7,6%</b>	<b>0,97</b>	<b>0,81</b>		<b>3,3%</b>
<b>Max</b>								<b>18,8%</b>	<b>1,52</b>	<b>1,48</b>		<b>4,3%</b>
<b>Min</b>								<b>0,0%</b>	<b>0,66</b>	<b>0,64</b>		<b>2,0%</b>

\*Non considera le rilevazioni minima e massima

## Allegato 2 (1 di 4)

NOPAT Terminale: NOPAT Medio 2020-2019

<i>Income Model - Asset Side €/mhn</i>		2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy		389,6	297,5	373,8	361,3	376,3	
Abroad		23,5	162,5	262,0	381,5	280,5	
Revenues		413,1	460,0	635,8	742,8	656,8	678,5
Y-o-Y growth		11,4%	38,2%	16,8%	-11,6%		
EBITDA		26,8	15,3	40,4	55,6	41,6	46,7
Y-o-Y growth		-43,0%	164,6%	37,6%	-25,1%		
Ebitda Margin		6,5%	3,3%	6,3%	7,6%	6,3%	6,9%
PROVISIONS		(2,0)	(1,4)	(3,2)	(3,7)	(3,3)	(3,1)
% on revenues		-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A		(7,8)	(10,1)	(13,0)	(16,6)	(19,2)	(16,4)
% on revenues		-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	-2,4%
EBIT		17,0	3,8	24,2	35,2	19,2	27,2
ROS Margin		4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,9%	4,0%
Taxes		(5,2)	(1,2)	(7,4)	(10,8)	(5,9)	(8,3)
% Ebit		-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
<b>NOPAT</b>		<b>11,8</b>	<b>2,6</b>	<b>16,8</b>	<b>24,4</b>	<b>13,3</b>	<b>18,9</b>
Discount Factor		0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
<b>Discounted NOPAT</b>		<b>10,8</b>	<b>2,2</b>	<b>12,8</b>	<b>17,0</b>	<b>8,4</b>	
<b>Σ Discounted NOPAT</b>		<b>51,2</b>					
Long Term NOPAT		18,9					
WACC		9,5%					
"g rate"		2,0%					
Undiscounted Terminal Value		251,6					
Discount Factor		0,6					
<b>Discounted Terminal Value</b>		<b>159,8</b>					
<b>EV - Income Model</b>		<b>211,0</b>					
Equity Investments		92,5					
<b>Total EV - Income Model</b>		<b>303,4</b>					
(Bank Loans)		(60,9)					
(Leasing)		(2,5)					
(TRF)		(4,7)					
Claims Q4 2015		17,1					
Cash & Equivalents		13,3					
Financial Receivables		16,2					
<b>Equity Value - Income Model</b>		<b>281,9</b>					

## Allegato 2 (2 di 4)

### NOPAT Terminale: NOPAT Medio 2020-2018

<i>Income Model - Asset Side €/mtn</i>	2016	2017	2018	2019	2020	TV
<i>Italy</i>	389,6	297,5	373,8	361,3	376,3	
<i>Abroad</i>	23,5	162,5	262,0	381,5	280,5	678,5
Revenues	413,1	460,0	635,8	742,8	656,8	
Yo-y growth		11,4%	38,2%	16,8%	-11,6%	
EBITDA	26,8	15,3	40,4	55,6	41,6	45,7
Yo-y growth		-43,0%	164,6%	37,6%	-25,1%	
Ebitda Margin	6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,3%	6,7%
Provisions	(2,0)	(1,4)	(3,2)	(3,7)	(3,3)	(3,1)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(10,1)	(13,0)	(16,6)	(19,2)	(16,4)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	-2,4%
EBIT	17,0	3,8	24,2	35,2	19,2	26,2
ROS Margin	4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,9%	3,9%
Taxes	(5,2)	(1,2)	(7,4)	(10,8)	(5,9)	(8,0)
% Ebit	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
<b>NOPAT</b>	<b>11,8</b>	<b>2,6</b>	<b>16,8</b>	<b>24,4</b>	<b>13,3</b>	<b>18,2</b>
<i>Discount Factor</i>	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
<b>Discounted NOPAT</b>	<b>10,8</b>	<b>2,2</b>	<b>12,8</b>	<b>17,0</b>	<b>8,4</b>	
<b>Σ Discounted NOPAT</b>						<b>51,2</b>
<i>Long Term NOPAT</i>						18,2
WACC						9,5%
"g rate"						2,0%
Undiscounted Terminal Value						242,4
<i>Discount Factor</i>						0,6
<b>Discounted Terminal Value</b>						<b>154,0</b>
<b>EV - Income Model</b>						<b>205,1</b>
Equity Investments						92,5
<b>Total EV - Income Model</b>						<b>297,6</b>
(Bank Loans)						(60,9)
(Leasing)						(2,5)
(TRF)						(4,7)
Claims Q4 2015						17,1
Cash & Equivalents						13,3
Financial Receivables						16,2
<b>Equity Value - Income Model</b>						<b>276,1</b>

## Allegato 2 (3 di 4)

NOPAT Terminale: NOPAT Medio 2020-2017

<i>Income Model - Asset Side €/mln</i>	2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy	389,6	297,5	373,8	361,3	376,3	
Abroad	23,5	162,5	262,0	381,5	286,5	
Revenues	413,1	460,0	635,8	742,8	656,8	678,5
Y-o-Y growth		11,4%	38,2%	16,8%	-11,6%	
EBITDA	26,8	15,3	40,4	55,6	41,6	40,1
Y-o-Y growth		-43,0%	164,6%	37,6%	-85,1%	
Ebitda Margin	6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,3%	5,9%
Provisions	(2,0)	(1,4)	(3,2)	(3,7)	(3,3)	(3,1)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(10,1)	(13,0)	(16,6)	(19,2)	(16,4)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	-2,4%
EBIT	17,0	3,8	24,2	35,2	19,2	20,6
ROS Margin	4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,9%	3,0%
Taxes	(5,2)	(1,2)	(7,4)	(10,8)	(5,9)	(6,3)
% Ebit	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
<b>NOPAT</b>	<b>11,8</b>	<b>2,6</b>	<b>16,8</b>	<b>24,4</b>	<b>13,3</b>	<b>14,3</b>
Discount Factor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
<b>Discounted NOPAT</b>	<b>10,8</b>	<b>2,2</b>	<b>12,8</b>	<b>17,0</b>	<b>8,4</b>	

**Σ Discounted NOPAT 51,2**

Long Term NOPAT	14,3
WACC	9,5%
"g rate"	2,0%
Undiscounted Terminal Value	190,5
Discount Factor	0,6

**Discounted Terminal Value 121,0**

**EV - Income Model 172,2**

Equity Investments 92,5

**Total EV - Income Model 264,6**

(Bank Loans)	(60,9)
(Leasing)	(2,5)
(TRF)	(4,7)
Claims Q4 2015	17,1
Cash & Equivalents	13,3
Financial Receivables	16,2
<b>Equity Value - Income Model</b>	<b>243,1</b>

## Allegato 2 (4 di 4)

NOPAT Terminale: NOPAT Medio 2020-2016

<i>Income Model - Asset Side €/mbn</i>	2016	2017	2018	2019	2020	TV
<i>Italy</i>	389,6	297,5	373,8	361,3	376,3	
<i>Abroad</i>	23,5	162,5	262,0	381,5	280,5	678,5
Revenues	413,1	460,0	635,8	742,8	656,8	
Y-o-Y growth	11,4%	11,4%	38,2%	16,8%	-11,6%	39,4
EBITDA	26,8	15,3	40,4	55,6	41,6	
Y-o-Y growth	-43,0%	164,6%	37,6%	-35,1%		5,8%
Ebitda Margin	6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,3%	(3,1)
Provisions	(2,0)	(1,4)	(3,2)	(3,7)	(3,3)	-0,5%
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	(16,4)
D&A	(7,8)	(10,1)	(13,0)	(16,6)	(19,2)	-3,4%
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	19,9
EBIT	17,0	3,8	24,2	35,2	19,2	2,9%
ROS Margin	4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,9%	(6,1)
Taxes	(5,2)	(1,2)	(7,4)	(10,8)	(5,9)	-30,6%
% Ebit	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	13,8
<b>NOPAT</b>	<b>11,8</b>	<b>2,6</b>	<b>16,8</b>	<b>24,4</b>	<b>13,3</b>	
<i>Discount Factor</i>	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
<b>Discounted NOPAT</b>	<b>10,8</b>	<b>2,2</b>	<b>12,8</b>	<b>17,0</b>	<b>8,4</b>	
<b>Σ Discounted NOPAT</b>	<b>51,2</b>					
Long Term NOPAT	13,8					
WACC	9,5%					
"g rate"	2,0%					
Undiscounted Terminal Value	183,8					
<i>Discount Factor</i>	0,6					
<b>Discounted Terminal Value</b>	<b>116,7</b>					
<b>EV - Income Model</b>	<b>167,9</b>					
Equity Investments	92,5					
<b>Total EV - Income Model</b>	<b>260,4</b>					
(Bank Loans)	(60,9)					
(Leasing)	(2,5)					
(TRF)	(4,7)					
Claims Q4 2015	17,1					
Cash & Equivalents	13,3					
Financial Receivables	16,2					
<b>Equity Value - Income Model</b>	<b>238,8</b>					

### Allegato 3 (1 di 10)

#### Rettifiche New Intake 0% & Ebitda Margin Medio

Income Model - Asset Side €/mbn		2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy		389,6	297,5	373,8	361,3	376,3	
Abroad		23,5	162,5	262,0	381,5	280,5	
Revenues		413,1	460,0	635,8	742,8	656,8	678,5
Y-o-Y growth			11,4%	38,2%	16,2%	-11,6%	
EBITDA		26,8	15,3	40,4	55,6	41,6	45,6
Y-o-Y growth			-43,0%	164,6%	37,6%	-25,1%	
Ebitda Margin		6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,3%	6,7%
Provisions		(2,0)	(1,4)	(3,2)	(3,7)	(3,3)	(3,1)
% on revenues		-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A		(7,8)	(10,1)	(13,0)	(16,6)	(19,2)	(16,4)
% on revenues		-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	-2,4%
EBIT		17,0	3,8	24,2	35,2	19,2	26,1
ROS Margin		4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,9%	3,8%
Taxes		(5,2)	(1,2)	(7,4)	(10,8)	(5,9)	(8,0)
% Ebit		-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT		11,8	2,6	16,8	24,4	13,3	18,1
Discount Factor		0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
Discounted NOPAT		10,8	2,2	12,8	17,0	8,4	
Σ Discounted NOPAT		51,2					
Long Term NOPAT		18,1					
WACC		9,5%					
"g rate"		2,0%					
Undiscounted Terminal Value		241,5					
Discount Factor		0,6					
Discounted Terminal Value		153,4					
EV - Income Model		204,6					
Equity Investments		92,5					
Total EV - Income Model		297,0					
(Bank Loans)		(60,9)					
(Leasing)		(2,5)					
(TRF)		(4,7)					
Claims Q4 2015		17,1					
Cash & Equivalents		13,3					
Financial Receivables		15,2					
Equity Value - Income Model		275,5					

### Allegato 3 (2 di 10)

Rettifiche New Intake 0% & Ebitda Margin Minimo

Income Model - Asset Side €/mln		2016	2017	2018	2019	2020	IV
Italy		389,6	297,5	373,8	364,3	376,3	
Abroad		33,5	162,5	262,0	384,5	286,5	
Revenues		413,1	460,0	635,8	742,8	656,8	678,5
Y-o-Y growth			11,4%	38,2%	16,8%	-11,6%	
EBITDA		26,8	35,3	40,4	55,6	41,6	43,0
Y-o-Y growth			-43,0%	164,6%	37,6%	-25,1%	
Ebitda Margin		6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,3%	6,3%
Provisions		(2,0)	(1,4)	(3,2)	(3,7)	(3,3)	(3,1)
% on revenues		-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A		(7,8)	(10,1)	(13,0)	(16,6)	(19,2)	(16,4)
% on revenues		-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	-2,4%
EBIT		17,0	3,8	24,2	35,2	19,2	23,5
ROS Margin		4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,9%	3,5%
Taxes		(5,2)	(1,2)	(7,4)	(10,8)	(5,9)	(7,2)
% Ebit		-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT		11,8	2,6	16,8	24,4	13,3	16,3
Discount Factor		0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
Discounted NOPAT		10,8	2,2	12,8	17,0	8,4	
Σ Discounted NOPAT							
Long Term NOPAT							
WACC							
"g rate"							
Undiscounted Terminal Value							
Discount Factor							
Discounted Terminal Value							
EV - Income Model							
Equity Investments							
Total EV - Income Model							

Σ Discounted NOPAT 51,2

Long Term NOPAT 16,3

WACC 9,5%

"g rate" 2,0%

Undiscounted Terminal Value 217,4

Discount Factor 0,6

Discounted Terminal Value 138,1

EV - Income Model 189,3

Equity Investments 92,5

Total EV - Income Model 281,8

(Bank Loans) (60,9)

(Leasing) (2,5)

(TRF) (4,7)

Claims Q4 2015 17,1

Cash & Equivalents 13,3

Financial Receivables 16,2

Equity Value - Income Model 260,2

### Allegato 3 (3 di 10)

#### Rettifiche New Intake 5% & Ebitda Margin Medio

Income Model - Asset Side €/mtn		2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy		399,6	295,9	370,3	355,8	370,0	
Abroad		23,2	160,8	257,8	375,0	269,0	
Revenues		412,8	456,6	628,1	727,8	639,0	665,0
Y-o-Y growth		10,6%	37,5%	15,9%		-12,2%	
EBITDA		26,7	15,0	39,8	54,4	39,9	44,5
Y-o-Y growth		-43,8%	165,0%	36,5%		-26,5%	
Ebitda Margin		6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,3%	6,7%
Provisions		(2,0)	(1,4)	(3,1)	(3,6)	(3,2)	(3,0)
% on revenues		-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A		(7,8)	(10,1)	(12,8)	(16,3)	(18,5)	(16,1)
% on revenues		-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	-2,4%
EBIT		16,9	3,6	23,8	34,4	18,2	25,3
ROS Margin		4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,9%	3,8%
Taxes		(5,2)	(1,1)	(7,3)	(10,5)	(5,6)	(7,8)
% Ebit		-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT		11,8	2,5	16,5	23,9	12,7	17,6
Discount Factor		0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
Discounted NOPAT		10,7	2,1	12,6	16,6	8,0	
Σ Discounted NOPAT		50,1					
Long Term NOPAT		17,6					
WACC		9,5%					
"g rate"		2,0%					
Undiscounted Terminal Value		234,4					
Discount Factor		0,6					
Discounted Terminal Value		148,9					
EV - Income Model		199,0					
Equity Investments		92,5					
Total EV - Income Model		291,4					
(Bank Loans)		(60,9)					
(Leasing)		(2,5)					
(TRF)		(4,7)					
Claims Q4 2015		17,1					
Cash & Equivalents		13,3					
Financial Receivables		16,2					
Equity Value - Income Model		269,9					

## Allegato 3 (4 di 10)

Rettifiche New Intake 5% & Ebitda Margin Minimo

Income Model - Asset Side €/mln		2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy		389,6	295,9	370,3	355,8	370,0	
Abroad		23,2	160,8	257,8	372,0	269,0	
Revenues		412,8	456,6	628,1	727,8	639,0	665,0
Y-o-Y growth		10,6%	37,5%	15,9%	-12,2%		
EBITDA		26,7	15,0	39,8	54,4	39,9	41,6
Y-o-Y growth		-43,8%	6,3%	7,5%	6,3%	6,3%	6,3%
Ebitda Margin		6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,3%	6,3%
Provisions		(2,0)	(1,4)	(3,1)	(3,6)	(3,2)	(3,0)
% on revenues		-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A		(7,8)	(10,1)	(12,8)	(16,3)	(18,5)	(16,1)
% on revenues		-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	-2,4%
EBIT		16,9	3,6	23,8	34,4	18,2	22,4
ROS Margin		4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,9%	3,4%
Taxes		(5,2)	(1,1)	(7,3)	(10,5)	(5,6)	(6,9)
% Ebit		-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT		11,8	2,5	16,5	23,9	12,7	15,6
Discount Factor		0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
Discounted NOPAT		10,7	2,1	12,6	16,6	8,0	
Σ Discounted NOPAT		50,1					
Long Term NOPAT		15,6					
WACC		9,5%					
"g rate"		2,0%					
Undiscounted Terminal Value		207,6					
Discount Factor		0,6					
Discounted Terminal Value		131,9					
EV - Income Model		182,0					
Equity Investments		92,5					
Total EV - Income Model		274,4					
(Bank Loans)		(60,9)					
(Leasing)		(2,5)					
(TRF)		(4,7)					
Claims Q4 2015		17,1					
Cash & Equivalents		13,3					
Financial Receivables		16,2					
Equity Value - Income Model		252,9					

## Allegato 3 (5 di 10)

### Rettifiche New Intake 10% & Ebitda Margin Medio

<i>Income Model - Asset Side €/mln</i>	2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy	399,6	294,2	366,8	350,4	363,8	
Abroad	22,9	459,0	253,6	366,5	257,4	651,5
Revenues	412,5	453,2	620,3	712,9	621,2	
Y-o-Y growth	9,6%	9,6%	36,9%	14,9%	-12,9%	
EBITDA	26,7	14,8	39,2	53,1	38,2	43,3
Y-o-Y growth	-44,7%	165,5%	35,4%	-28,0%		
Ebitda Margin	6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,2%	6,6%
Provisions	(2,0)	(1,4)	(3,1)	(3,6)	(3,1)	(3,0)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(10,0)	(12,7)	(15,9)	(17,8)	(15,8)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	-2,4%
EBIT	16,9	3,4	23,4	33,7	17,3	24,6
ROS Margin	4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,8%	3,8%
Taxes	(5,2)	(1,0)	(7,2)	(10,3)	(5,3)	(7,5)
% Ebit	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT	11,7	2,4	16,3	23,4	12,0	17,0
Discount Factor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
Discounted NOPAT	10,7	2,0	12,4	16,3	7,6	
<b>Σ Discounted NOPAT</b>	<b>49,9</b>					
Long Term NOPAT	17,0					
WACC	9,5%					
"g rate"	2,0%					
Undiscounted Terminal Value	227,2					
Discount Factor	0,6					
<b>Discounted Terminal Value</b>	<b>144,3</b>					
<b>EV - Income Model</b>	<b>193,3</b>					
Equity Investments	92,5					
<b>Total EV - Income Model</b>	<b>285,8</b>					
(Bank Loans)	(60,9)					
(Leasing)	(2,5)					
(TRF)	(4,7)					
Claims Q4 2015	17,1					
Cash & Equivalents	13,3					
Financial Receivables	16,2					
<b>Equity Value - Income Model</b>	<b>264,2</b>					

## Allegato 3 (6 di 10)

Rettifiche New Intake 10% & Ebitda Margin Minimo

<i>Income Model - Asset Side €/mln</i>		2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy		399,6	294,2	366,8	350,4	363,8	
Abroad		22,9	159,0	253,6	362,5	257,4	
Revenues		412,5	453,2	620,3	712,9	621,2	651,5
Y-o-Y growth			9,9%	36,9%	14,9%	-12,9%	
EBITDA		26,7	14,8	39,2	53,1	38,2	40,1
Y-o-Y growth			-44,7%	165,5%	35,4%	-28,0%	
Ebitda Margin		6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,2%	6,2%
Provisions		(2,0)	(1,4)	(3,1)	(3,6)	(3,1)	(3,0)
% on revenues		-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A		(7,8)	(10,0)	(12,7)	(15,9)	(17,8)	(15,8)
% on revenues		-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	-2,4%
EBIT		16,9	3,4	23,4	33,7	17,3	21,4
RCS Margin		4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,8%	3,3%
Taxes		(5,2)	(1,0)	(7,2)	(10,3)	(5,3)	(6,5)
% Ebit		-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT		11,7	2,4	16,3	23,4	12,0	14,8
Discount Factor		0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6
Discounted NOPAT		10,7	2,0	12,4	16,3	7,6	
<b>Σ Discounted NOPAT</b>							<b>49,0</b>
Long Term NOPAT						14,8	
WACC						9,5%	
"g rate"						2,0%	
Undiscounted Terminal Value						197,7	
Discount Factor						0,6	
<b>Discounted Terminal Value</b>						<b>125,6</b>	
<b>EV - Income Model</b>						<b>174,6</b>	
Equity Investments						92,5	
<b>Total EV - Income Model</b>						<b>267,0</b>	
(Bank Loans)						(60,9)	
(Leasing)						(2,5)	
(TRF)						(4,7)	
Claims Q4 2015						17,1	
Cash & Equivalents						13,3	
Financial Receivables						16,2	
<b>Equity Value - Income Model</b>						<b>245,5</b>	

# Allegato 3 (7 di 10)

## Rettifiche New Intake 15% & Ebitda Margin Medio

Income Model - Asset Side €/mbn		2016	2017	2018	2019	2020	TV	
Italy		389,6	292,6	363,2	344,9	357,5		
Abroad		22,6	157,3	249,3	353,0	245,9		
Revenues		412,2	449,8	612,6	698,0	603,4	638,0	
Y-o-Y growth			9,1%	36,2%	13,9%	-13,6%		
EBITDA		26,7	14,5	38,7	51,9	36,5	42,1	
Y-o-Y growth			-46,5%	166,9%	34,3%	-49,6%		
Ebitda Margin		6,5%	3,2%	6,3%	7,4%	6,1%	6,6%	
Provisions		(2,0)	(1,3)	(3,1)	(3,5)	(3,0)	(2,9)	
% on revenues		-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	
D&A		(7,8)	(10,0)	(12,6)	(15,5)	(17,1)	(15,4)	
% on revenues		-1,9%	-2,2%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,4%	
EBIT		16,9	3,2	23,0	32,9	16,4	23,8	
ROS Margin		4,1%	0,7%	3,8%	4,7%	2,7%	3,7%	
Taxes		(5,2)	(1,0)	(7,0)	(10,1)	(5,0)	(7,3)	
% Ebit		-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	
NOPAT		11,7	2,2	16,0	22,8	11,4	16,5	
Discount Factor		0,9	0,8	0,8	0,7	0,6		
Discounted NOPAT		10,7	1,9	12,2	15,9	7,2		
Σ Discounted NOPAT							47,9	
Long Term NOPAT							16,5	
WACC							9,5%	
"g" rate"							2,0%	
Undiscounted Terminal Value							220,0	
Discount Factor							0,6	
Discounted Terminal Value							139,8	
EV - Income Model							187,6	
Equity Investments							92,5	
Total EV - Income Model							280,1	
(Bank Loans)							(60,9)	
(Leasing)							(2,5)	
(TRF)							(4,7)	
Claims Q4 2015							17,1	
Cash & Equivalents							13,3	
Financial Receivables							16,2	
Equity Value - Income Model							258,6	

## Allegato 3 (8 di 10)

Rettifiche New Intake 15% & Ebitda Margin Minimo

<i>Income Model - Asset Side €/mbn</i>	2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy	389,6	292,6	363,2	344,9	397,5	
Abroad	22,6	157,3	249,3	353,0	245,9	
Revenues	412,2	449,8	612,6	698,0	603,4	638,0
Y-o-Y growth		9,1%	36,2%	13,9%	-13,6%	
EBITDA	26,7	14,5	38,7	51,9	36,5	38,6
Y-o-Y growth		-45,5%	165,9%	34,3%	-29,6%	6,1%
Ebitda Margin	6,5%	3,2%	6,3%	7,4%	6,1%	
Provisions	(2,0)	(1,3)	(3,1)	(3,5)	(3,0)	(2,9)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(10,0)	(12,6)	(15,5)	(17,1)	(15,4)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,4%
EBIT	16,9	3,2	23,0	32,9	16,4	20,3
ROS Margin	4,1%	0,7%	3,8%	4,7%	2,7%	3,2%
Taxes	(5,2)	(1,0)	(7,0)	(10,1)	(5,0)	(6,2)
% Ebit	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT	11,7	2,2	16,0	22,8	11,4	14,1
Discount Factor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
Discounted NOPAT	10,7	1,9	12,2	15,9	7,2	
<b>Σ Discounted NOPAT</b>	<b>47,9</b>					

Long Term NOPAT	14,1
WACC	9,5%
"g rate"	2,0%
Undiscounted Terminal Value	187,8
Discount Factor	0,6
<b>Discounted Terminal Value</b>	<b>119,3</b>
<b>EV - Income Model</b>	<b>167,1</b>
Equity Investments	92,5
<b>Total EV - Income Model</b>	<b>259,6</b>

(Bank Loans)	(60,9)
(Leasing)	(2,5)
(TRF)	(4,7)
Claims Q4 2015	17,1
Cash & Equivalents	13,3
Financial Receivables	16,2
<b>Equity Value - Income Model</b>	<b>238,1</b>

## Allegato 3 (9 di 10)

### Rettifiche New Intake 20% & Ebitda Margin Medio

<i>Income Model - Asset Side €/mbn</i>	2016	2017	2018	2019	2020	TV
<i>Italy</i>	389,6	290,9	359,7	339,5	351,3	
<i>Abroad</i>	22,3	155,5	245,1	343,6	234,3	
Revenues	411,9	446,4	604,8	683,1	585,6	624,5
Y-o-Y growth	8,4%	8,4%	35,5%	12,0%	-14,2%	
ERITDA	26,7	14,3	38,1	50,7	34,8	41,0
Y-o-Y growth	-46,4%	166,4%	33,1%	33,1%	-31,3%	
<i>Ebitda Margin</i>	6,5%	3,2%	6,3%	7,4%	6,0%	6,6%
Provisions	(2,0)	(1,3)	(3,0)	(3,4)	(2,9)	(2,9)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(9,9)	(12,4)	(15,2)	(16,4)	(15,1)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,4%
<b>EBIT</b>	<b>16,9</b>	<b>3,0</b>	<b>22,6</b>	<b>32,1</b>	<b>15,5</b>	<b>23,0</b>
<i>ROS Margin</i>	4,1%	0,7%	3,7%	4,7%	2,6%	3,7%
Taxes	(5,2)	(0,9)	(6,9)	(9,8)	(4,7)	(7,0)
% Ebit	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
<b>NOPAT</b>	<b>11,7</b>	<b>2,1</b>	<b>15,7</b>	<b>22,3</b>	<b>10,8</b>	<b>16,0</b>
<i>Discount Factor</i>	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
<b>Discounted NOPAT</b>	<b>10,7</b>	<b>1,8</b>	<b>12,0</b>	<b>15,5</b>	<b>6,8</b>	
<b>Σ Discounted NOPAT</b>	<b>46,8</b>					
<i>Long Term NOPAT</i>	16,0					
WACC	9,5%					
"g rate"	2,0%					
Undiscounted Terminal Value	212,8					
<i>Discount Factor</i>	0,6					
<b>Discounted Terminal Value</b>	<b>135,2</b>					
<b>EV - Income Model</b>	<b>182,0</b>					
Equity Investments	92,5					
<b>Total EV - Income Model</b>	<b>274,4</b>					
(Bank Loans)	(60,9)					
(Leasing)	(2,5)					
(TRF)	(4,7)					
Claims Q4 2015	17,1					
Cash & Equivalents	13,3					
Financial Receivables	16,2					
<b>Equity Value - Income Model</b>	<b>252,9</b>					

### Allegato 3 (10 di 10)

#### Rettifiche New Intake 20% & Ebitda Margin Minimo

<i>Income Model - Asset Side €/mln</i>		2016	2017	2018	2019	2020	IV
Italy		389,6	290,9	359,7	339,5	351,3	
Abroad		22,3	155,5	245,1	343,6	234,3	
Revenues		411,9	446,4	604,8	683,1	585,6	624,5
Y-o-Y growth		8,4%	35,5%	12,9%	-14,3%		
EBITDA		26,7	14,3	38,1	50,7	34,8	37,2
Y-o-Y growth		-46,4%	166,4%	33,1%	-31,3%		
Ebitda Margin		6,5%	3,2%	6,3%	7,4%	6,0%	6,0%
Provisions		(2,0)	(1,3)	(3,0)	(3,4)	(2,9)	(2,9)
% on revenues		-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A		(7,8)	(9,9)	(12,4)	(15,2)	(16,4)	(15,1)
% on revenues		-1,9%	-2,2%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,4%
EBIT		16,9	3,0	22,6	32,1	15,5	19,2
ROS Margin		4,1%	0,7%	3,7%	4,7%	2,6%	3,1%
Taxes		(5,2)	(0,9)	(6,9)	(9,8)	(4,7)	(5,9)
% Ebit		-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT		11,7	2,1	15,7	22,3	10,8	13,3
Discount Factor		0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
Discounted NOPAT		10,7	1,8	12,0	15,5	6,8	
<b>Σ Discounted NOPAT</b>						<b>46,8</b>	
Long Term NOPAT						13,3	
WACC						9,5%	
"g rate"						2,0%	
Undiscounted Terminal Value						177,7	
Discount Factor						0,6	
Discounted Terminal Value						112,9	
<b>EV - Income Model</b>						<b>159,6</b>	
Equity Investments						92,5	
<b>Total EV - Income Model</b>						<b>252,1</b>	
(Bank Loans (Leasing) (TRF)						(60,9) (2,5) (4,7)	
Claims Q4 2015						17,1	
Cash & Equivalents						13,3	
Financial Receivables						16,2	
<b>Equity Value - Income Model</b>						<b>230,6</b>	

## Allegato 4 (1 di 1) Multipli di Mercato

### EBITDA

	estimate CY2016	estimate CY2017	estimate CY2018
<i>Balfour Beatty plc</i>	150	204	-
<i>Biffinger SE</i>	268	323	407
<i>Koninklijke BAM Groep NV</i>	208	253	296
<i>Carillion plc</i>	267	274	271
<i>Hochtief AG</i>	1.196	1.234	1.274
<i>Salmi Impregilo S.p.A.</i>	625	733	-
<i>Skanska AB (publ)</i>	7.840	7.996	8.287
<i>Strabag SE</i>	797	817	803

### EV/EBITDA

	CY2016	CY2017	CY2018
<i>Balfour Beatty plc</i>	15,4X	11,3X n.a.	
<i>Biffinger SE</i>	8,2X	6,8X	5,4X
<i>Koninklijke BAM Groep NV</i>	6,3X	5,2X	4,4X
<i>Carillion plc</i>	7,4X	7,2X	7,3X
<i>Hochtief AG</i>	7,7X	7,5X	7,2X
<i>Salmi Impregilo S.p.A.</i>	3,6X	3,1X n.a.	
<i>Skanska AB (publ)</i>	10,2X	10,0X	9,7X
<i>Strabag SE</i>	3,8X	3,7X	3,7X
<b>Media</b>	<b>7,8X</b>	<b>6,8X</b>	<b>6,3X</b>
<b>Mediana</b>	<b>7,5X</b>	<b>7,0X</b>	<b>6,3X</b>

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE  
SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE  
ALL'AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE  
AI SENSI DELL'ART. 2441, QUARTO COMMA, PRIMO PERIODO E SESTO COMMA  
DEL CODICE CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, D. LGS. 58/98**

**Agli Azionisti di  
ASTM S.p.A.**

## **1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO**

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con conferimento non in denaro e conseguente esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, primo periodo del Codice Civile e 158, primo comma, del D.Lgs. 58/98 ("TUF"), abbiamo ricevuto da ASTM S.p.A. ("Società", "ASTM" oppure "Società Conferitaria") la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 14 marzo 2016 (la "Relazione"). La Relazione illustra e motiva la proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione di ASTM (il "Consiglio di Amministrazione" o gli "Amministratori") ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72 del Regolamento adottato con Deliberazione Consob 14 maggio 1999 n. 11971 e successive modifiche, per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione di ASTM, pari a Euro 11,64 ciascuna (il "Prezzo di Emissione").

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione, ha per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale (l'"Aumento di Capitale") di ASTM a pagamento, per un importo massimo di Euro 128.023.704,00 (comprensivo del sovrapprezzo), mediante emissione di massime n. 10.998.600 nuove azioni ordinarie ASTM, prive del valore nominale, da liberarsi ai sensi del quarto comma, primo periodo, dell'art. 2441 del Codice Civile, mediante conferimento in natura da parte di Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A. ("Società Conferenti") delle partecipazioni dalle stesse detenute nel capitale sociale di Itinera S.p.A. ("Itinera"), complessivamente pari al 53,35% (il "Conferimento" e, insieme all'Aumento di Capitale, l'"Operazione").

L'Aumento di Capitale sarà riservato a Argo Finanziaria S.p.A. e a Codelfa S.p.A., che diverranno preventivamente titolari e proprietarie di partecipazioni in Itinera pari rispettivamente al 43,9% e al 9,45% del capitale sociale di quest'ultima (le "Partecipazioni Oggetto di Conferimento").

La proposta del suddetto Aumento di Capitale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria di ASTM fissata per il giorno 28 aprile 2016.

Nella Relazione gli Amministratori segnalano che l'Operazione rappresenta un'operazione con parte correlata, dato che Argo Finanziaria S.p.A. è azionista di controllo di ASTM, con una percentuale di possesso del capitale ordinario pari al 53,39%. Inoltre Argo Finanziaria S.p.A., ASTM e Codelfa S.p.A. risultano direttamente o indirettamente controllate dalla Aurelia S.r.l.. Viene precisato che, sulla base del regolamento adottato da Consob con delibera 17221/2010, come successivamente modificato e integrato (il "**Regolamento Parti Correlate**"), e dalla procedura della Società disciplinante le operazioni con parti correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione del 26 novembre 2010, come successivamente modificata (la "**Procedura OPC**"), tale operazione è qualificabile come di "maggiore rilevanza". Pertanto gli Amministratori informano che la predetta Procedura OPC è stata debitamente espletata e si è conclusa con il rilascio del parere favorevole al perfezionamento dell'Operazione da parte del comitato controllo e rischi di ASTM composto dagli amministratori indipendenti Prof. Flavio Dezzani (Presidente), Ing. Giuseppe Garofano e Ing. Barbara Poggiali (il "**Comitato OPC**"), anche tenuto conto del parere favorevole dell'*advisor* indipendente Prof. Sandro Frova nominato dal Comitato OPC medesimo.

Nell'ambito dell'Operazione, il Consiglio di Amministrazione di ASTM si è avvalso dell'attività di supporto di Nomura International Plc, in qualità di *advisor* esterno ("**Nomura**" o l'**Advisor**") che ha provveduto ad emettere, in data 14 marzo 2016, una *fairness opinion* in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, del corrispettivo dell'Operazione. Le analisi svolte dall'*Advisor* sono state considerate dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni.

Inoltre, il Prof. Enrico Cotta Ramusino, ordinario di Economia e Gestione delle Imprese presso la Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Pavia, in qualità di esperto indipendente, ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del Codice Civile (di seguito anche "**Esperto Indipendente**"), nominato congiuntamente dalle Società Conferenti e dalla Società Conferitaria, ha provveduto ad emettere, in data 4 aprile 2016, la propria valutazione delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento.

Con riferimento all'Aumento di Capitale, il Consiglio di Amministrazione di ASTM ci ha richiesto di esprimere, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo e sesto comma, del Codice Civile, e dell'art. 158, primo comma, TUF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di ASTM, nonché sulla loro corretta applicazione.

## 2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Il Consiglio di Amministrazione di ASTM, in data 14 marzo 2016, ha deliberato di sottoporre all'Assemblea Straordinaria degli Azionisti della Società la proposta di aumento del capitale sociale a pagamento per un importo massimo, comprensivo di soprapprezzo, di Euro 128.023.704,00, mediante emissione di massime n. 10.998.600 azioni ordinarie, prive di valore nominale, aventi godimento regolare, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., da liberarsi mediante il Conferimento di partecipazioni azionarie.

Gli Amministratori danno conto che a seguito di interlocuzioni fra ASTM e la controllante Argo Finanziaria S.p.A. è emersa l'opportunità per ASTM di assumere una partecipazione di controllo in Itinera, società in cui ASTM già detiene, in via diretta e indiretta (per il tramite di Società Autostrada Torino-Alessandria-Piacenza S.p.A., di seguito "SATAP", a sua volta controllata da SIAS – Società Iniziative Autostradali e Servizi S.p.A., di seguito "SIAS"), una quota pari, rispettivamente, al 17,02% e al 29,64% del relativo capitale sociale e dunque, complessivamente, una partecipazione rappresentativa del 46,66% del capitale sociale di Itinera.

Alla data della presente relazione il capitale sociale di Itinera risulta così ripartito:

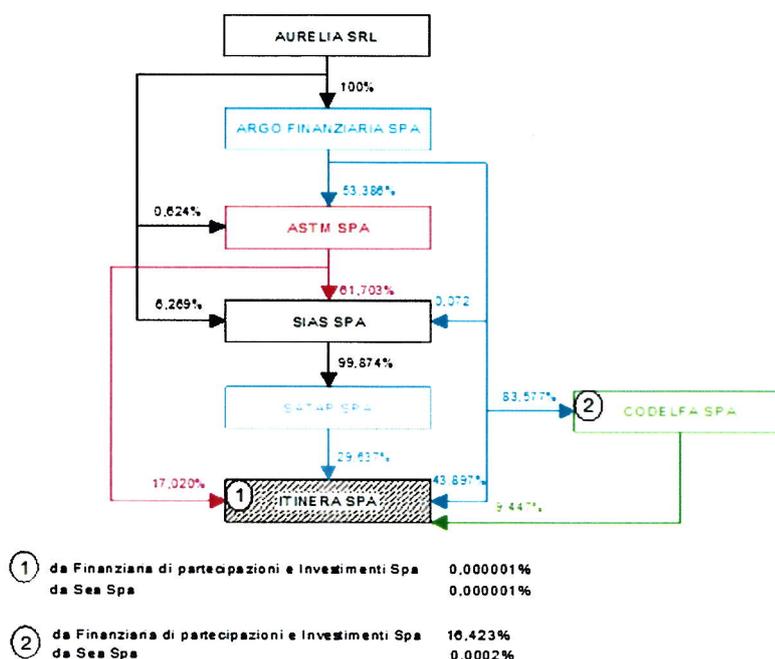
<b>Socio</b>	<b>N. azioni</b>	<b>% capitale</b>
ASTM S.p.A.	13.888.000	17,020442%
Finanziaria di Costruzioni S.p.A. (*)	35.817.907	43,896646%
Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A.	1	0,000001%
Partecipazioni Costruzioni S.p.A. (**)	7.708.000	9,446541%
SATAP S.p.A.	24.182.091	29,636368%
SEA Segnaletica Stradale S.p.A.	1	0,000001%
	<u>81.596.000</u>	<u>100,000000%</u>

(\*) società controllata da Aurelia International S.r.l.

(\*\*) società controllata da Finanziaria di Costruzioni S.p.A.

Nella loro Relazione gli Amministratori ricordano che, nell'ambito di un più ampio progetto di riorganizzazione del gruppo in corso di completamento, le partecipazioni detenute in Itinera da Finanziaria di Costruzioni S.p.A. e da Partecipazioni Costruzioni S.p.A. verranno assunte, entro la fine del mese di aprile 2016, da Argo Finanziaria S.p.A. e dalla sua controllata Codelfa S.p.A., le quali verranno pertanto a detenere in via diretta una partecipazione pari, rispettivamente, al 43,9% ed al 9,45% del capitale sociale di Itinera.

Pertanto, ad esito dei predetti trasferimenti, l'assetto partecipativo in Itinera assumerà la seguente configurazione:



Gli Amministratori affermano che, al fine di consentire ad ASTM di assumere una partecipazione di controllo in Itinera, in modo da realizzare gli obiettivi industriali di seguito illustrati, Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A. si sono rese disponibili a conferire in natura le partecipazioni che verranno a detenere nel capitale sociale di Itinera. A questo proposito, il Consiglio di Amministrazione di ASTM riunitosi in data 14 marzo 2016, previo parere favorevole del Comitato OPC, ha deliberato di sottoporre all'Assemblea dei Soci la proposta di Aumento di Capitale riservato alle Società Conferenti e funzionale al Conferimento in favore di ASTM, da parte di Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A., delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento.

Nella loro Relazione gli Amministratori affermano che l'Aumento di Capitale ha una significativa valenza industriale per la Società e il suo gruppo. In particolare, il Consiglio di Amministrazione ricorda che l'Operazione persegue l'obiettivo di rafforzare il disegno strategico di ASTM incentrato sullo sviluppo del *business* concessioni "green field" già avviato nel 2013 mediante l'acquisizione (nel contesto della più ampia iniziativa riguardante, tra l'altro, l'acquisto delle partecipazioni in Tangenziali Esterne di Milano S.p.A. e Tangenziale Esterna S.p.A.) della partecipazione attualmente detenuta in Itinera. In quest'ottica, l'assunzione, da parte di ASTM, di una posizione di controllo esclusivo su un importante *player* del mercato delle costruzioni quale è Itinera consentirebbe alla Società di poter beneficiare, in maniera autonoma e indipendente, delle sinergie che il binomio concessioni autostradali/costruzioni può offrire, sempre di più, nel settore di riferimento.

Gli Amministratori ricordano inoltre che, tenuto anche conto del recente accordo di investimento stipulato con CR Almeida S.A. circa l'acquisizione (realizzata in parte direttamente da ASTM e in parte dalla controllata SIAS) del controllo congiunto di Ecorodovias/VEM, l'Operazione potrebbe consentire alla Società di usufruire ulteriormente di tutte le opportunità che potranno maturare in Brasile e, più in generale, in Sud America nel settore delle concessioni. Il relativo sviluppo è prevalentemente connesso alla realizzazione *ex*

*novo* di infrastrutture, nonché nell'ambito delle costruzioni, dei porti e della logistica anche in considerazione del "diritto di preferenza" a sviluppare nuove eventuali *partnership* con la medesima CR Almeida S.A. previsto in favore di ASTM dagli specifici accordi di co-investimento formalizzati con SIAS. Infine, sempre secondo quanto riferito dagli Amministratori, l'Operazione potrebbe comportare ulteriori sinergie e opportunità di *business* anche in considerazione della strategia industriale avviata di recente da Itinera, focalizzata sulla progressiva crescita nei mercati internazionali con l'obiettivo di realizzare una consistente quota del proprio fatturato all'estero.

Al fine di meglio illustrare gli effetti dell'Operazione sulla compagine sociale di ASTM, gli Amministratori hanno riportato nella Relazione la composizione del capitale sociale di ASTM pre e post Aumento di Capitale a servizio del Conferimento.

Socio	% Ante Aumento di Capitale	% Post Aumento di Capitale
Aurelia S.r.l. *	54,01 **	59,12 **
Assicurazioni Generali S.p.A.	3,36	2,98
ASTM ***	5,94	5,28

\* società che detiene l'intero capitale sociale di Argo Finanziaria S.p.A.

\*\* comprensivo delle azioni ASTM detenute direttamente e di quelle detenute tramite Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A.

\*\*\* azioni proprie

Ai fini della determinazione del valore di Itinera, il Consiglio di Amministrazione di ASTM, d'intesa con i consigli di amministrazione di Argo Finanziaria S.p.A. e di Codelfa S.p.A., ha ritenuto di avvalersi, come sopra indicato, della disciplina di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), Codice Civile, per l'individuazione del valore del bene oggetto del Conferimento e, quindi, ai fini della determinazione dell'aumento di capitale e dell'eventuale sovrapprezzo, di una valutazione predisposta da un esperto indipendente da chi effettua il Conferimento. L'Esperto Indipendente, nella propria relazione depositata in data 4 aprile 2016, ha pertanto concluso che il valore delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento è almeno pari a quello ad esse attribuito ai fini della determinazione dell'Aumento di Capitale, comprensivo di sovrapprezzo, di ASTM.

Il Consiglio di Amministrazione di ASTM ha ritenuto altresì di avvalersi dell'assistenza da parte di Nomura che ha predisposto un proprio documento di analisi ed emesso, in data 14 marzo 2016, una propria *fairness opinion* in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, del corrispettivo dell'Operazione, inteso come numero delle nuove azioni ASTM.

Nella loro Relazione gli Amministratori indicano inoltre che, ai fini della realizzazione dell'Operazione, ASTM e le Società Conferenti hanno negoziato un accordo di investimento (l'"**Accordo di Investimento**") volto a disciplinare tra l'altro: (i) la tempistica e i passaggi in cui si articola l'Operazione e (ii) i valori delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento e dell'Aumento di Capitale. Inoltre, dal momento che lo Statuto sociale di Itinera incorpora una clausola di prelazione in caso di trasferimento delle azioni, le Società Conferenti e la Società Conferitaria hanno negoziato con gli altri soci di Itinera (e in particolare con SATAP e la sua

controllante SIAS) un accordo ancillare (l'“**Accordo Ancillare**”), la cui stipula costituisce condizione sospensiva dell'Operazione, con cui questi ultimi hanno rinunciato all'esercizio del diritto di prelazione a fronte del riconoscimento di diritti di *governance* in Itinera parametrati alla detenzione di una partecipazione di minoranza significativa. In particolare, secondo quanto riferito dagli Amministratori nella loro Relazione, l'Accordo Ancillare prevede che lo statuto di Itinera sia modificato, con efficacia subordinata all'esecuzione dell'Operazione, per attribuire a SATAP (in qualità di socio di minoranza significativa di Itinera) una rappresentanza nel consiglio di amministrazione proporzionata alla misura della sua partecipazione sociale e un diritto di co-vendita - *tag along* - (bilanciato da un diritto di trascinamento - *drag along* - a favore di ASTM), a fronte della previsione di talune semplificazioni alla clausola statutaria sulla prelazione, tali da consentire i trasferimenti azionari senza che la prelazione trovi applicazione qualora consti il consenso unanime dei soci.

### 3. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, TUF, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti cui non spetta il diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni ai fini del previsto Aumento di Capitale a servizio del Conferimento.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori non abbiamo effettuato una valutazione economica di ASTM, che è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori, né delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento, che rimangono oggetto della valutazione ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile effettuata dall'Esperto Indipendente nominato congiuntamente dalla Società Conferitaria e dalle Società Conferenti.

### 4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da ASTM, per le sole finalità del nostro incarico, i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- la Relazione illustrativa per l'Aumento di Capitale a servizio del Conferimento predisposta dal Consiglio di Amministrazione in data 14 marzo 2016 ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72, quarto comma, del Regolamento Consob n° 11971/99 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato;
- il verbale in corso di allibrazione del Consiglio di Amministrazione del 14 marzo 2016 che ha approvato la Relazione di cui sopra;
- lo Statuto di ASTM e la proposta di modifica allo stesso che sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata per il giorno 28 aprile 2016;

- il documento di analisi predisposto da Nomura, comprensivo dei dati economico-finanziari prospettici del Gruppo ASTM predisposti dalla Direzione della Società (le “**Proiezioni Economico-Finanziarie ASTM**”) e la *fairness opinion* emessa da Nomura in data 14 marzo 2016, in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, del corrispettivo dell’Operazione, inteso come numero delle nuove azioni ASTM, per gli aspetti concernenti la Società e quindi rilevanti ai fini del presente parere;
- il “*Documento Informativo redatto ai sensi dell’articolo 5 del Regolamento approvato dalla Consob con Delibera 17221 del 12 marzo 2010, e successive modificazioni, relativo all’aumento di capitale sociale di ASTM S.p.A. con esclusione del diritto d’opzione ai sensi dell’art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., da liberarsi tramite il conferimento da parte di Argo Finanziaria S.p.A. unipersonale e della sua controllata Codelfa S.p.A. della partecipazione di controllo in Itinera S.p.A.*” pubblicato da ASTM in data 21 marzo 2016 (il “**Documento Informativo ASTM**”);
- il “*Documento informativo relativo ad operazioni con parti correlate redatto ai sensi dell’articolo 5 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010, relativo alla rinuncia da parte della controllata S.A.T.A.P. S.p.A. all’esercizio del diritto di prelazione su azioni di Itinera S.p.A.*”, comprensivo dei relativi allegati, pubblicato da SIAS in data 21 marzo 2016 (il “**Documento Informativo SIAS**”);
- il “*Parere del Comitato Controllo e Rischi con funzione di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, relativo al conferimento in natura da parte di Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A. a ASTM della partecipazione in Itinera S.p.A.*” emesso in data 14 marzo 2016, per gli aspetti concernenti la Società e quindi rilevanti ai fini del presente parere;
- il “*Parere in merito all’equo rapporto di concambio fra azioni Itinera S.p.A. ed ASTM S.p.A.*” rilasciato dal Prof. Sandro Frova in data 14 marzo 2016 a beneficio del Comitato OPC di ASTM, per gli aspetti concernenti la Società e quindi rilevanti ai fini del presente parere;
- il progetto di bilancio separato chiuso al 31 dicembre 2015 di ASTM S.p.A. approvato dal Consiglio di Amministrazione di ASTM S.p.A. in data 10 marzo 2016, in relazione al quale abbiamo emesso la nostra relazione di revisione senza rilievi in data 22 marzo 2016;
- il bilancio consolidato chiuso al 31 dicembre 2015 del Gruppo ASTM approvato dal Consiglio di Amministrazione di ASTM S.p.A. in data 10 marzo 2016, in relazione al quale abbiamo emesso la nostra relazione di revisione senza rilievi in data 22 marzo 2016;
- il bilancio separato chiuso al 31 dicembre 2014 di ASTM S.p.A., in relazione al quale abbiamo emesso la nostra relazione di revisione senza rilievi in data 23 marzo 2015;
- il bilancio consolidato chiuso al 31 dicembre 2014 del Gruppo ASTM, in relazione al quale abbiamo emesso la nostra relazione di revisione senza rilievi in data 23 marzo 2015;

- il comunicato stampa congiunto di ASTM e SIAS emesso in data 18 dicembre 2015 in relazione all'operazione Ecorodovias;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

A soli fini informativi, inoltre, abbiamo ottenuto la valutazione delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento al 31 dicembre 2015 emessa ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile in data 4 aprile 2016 dal Prof. Enrico Cotta Ramusino in qualità di Esperto Indipendente nominato da Argo Finanziaria S.p.A., Codelfa S.p.A. e ASTM.

Infine, abbiamo ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata da ASTM in data 4 aprile 2016, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori di ASTM, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti o circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

## 5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

### 5.1 DESCRIZIONE SINTETICA DELLE METODOLOGIE ADOTTATE

Ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni ASTM, il Consiglio di Amministrazione, con il supporto dell'*Advisor*, ha utilizzato, quale metodo principale, il *Dividend Discount Model* (DDM) e, quale metodo di controllo, il *Net Asset Value* ("NAV") rettificato in particolare per tenere conto della natura di *holding* finanziaria di ASTM (*holding discount*).

I valori così ottenuti sono stati inoltre confrontati con i valori medi delle quotazioni ponderati per i volumi scambiati, rilevati per il titolo ASTM a 1, 3, 6, 12, 24 e 36 mesi.

#### Applicazione del Metodo del *Dividend Discount Model* (DDM) come metodo principale

Il metodo dei dividendi scontati ("DDM") determina il valore di un'azienda in funzione del flusso di dividendi, al netto del flusso di apporti di capitale richiesti agli azionisti, che si stima l'azienda sia in grado di generare in chiave prospettica.

I flussi di cassa per gli azionisti sono attualizzati al costo del capitale proprio ( $K_e$ ).

Come noto, ASTM è una *holding* il cui principale *asset* è attualmente rappresentato dal 63,42% del capitale sociale di SIAS, a sua volta *holding* di partecipazioni quotata al MTA gestito da Borsa Italiana S.p.A..

La scelta di utilizzare il DDM come metodo di valutazione principale è quindi motivata dagli Amministratori sulla base della natura di *holding company* di ASTM, in quanto tale metodologia è in grado di riflettere il ritardo temporale nella percezione dei dividendi da parte delle partecipate e l'effettiva *structural subordination* a cui la Società è soggetta.

Con riferimento a quanto precede, si riportano di seguito i parametri utilizzati dagli Amministratori ai fini della determinazione del valore economico di ASTM:

- i flussi di cassa per gli azionisti sono stati determinati sulla base dei dati economico-finanziari prospettici predisposti dal *Management* della Società. Tali dati prospettici non includono i potenziali flussi relativi all'operazione Ecorodovias in quanto non è stata ancora completata formalmente l'acquisizione del controllo congiunto di Ecorodovias / VEM in Brasile (seppure gli Amministratori non evidenzino rischi alla sua regolare conclusione);
- è stato ipotizzato un *dividend payout ratio* (percentuale del risultato netto distribuito agli azionisti) del 60%, percentuale che approssima la media dei dividendi distribuiti dalla Società negli ultimi sette anni;
- il *terminal value* è stato calcolato come valore di liquidazione della Società al termine del periodo di attività dell'ultima concessione autostradale, in linea con la prassi valutativa per gli operatori in regime di concessione (ipotesi prudenziale di non rinnovo concessioni);
- il costo del capitale proprio ( $K_e$ ) è stato stimato pari al 7% sulla base del *Capital Asset Pricing Model* applicato su un fattore Beta di ASTM ottenuto da una media delle osservazioni settimanali negli ultimi 10 anni.

L'applicazione del DDM in base ai criteri e parametri sopra illustrati ha condotto gli Amministratori ad individuare un valore unitario per azione ASTM compreso tra Euro 10,53 ed Euro 12,79.

Nella Relazione il Consiglio di Amministrazione sottolinea che tale valutazione è riferita alle azioni di nuova emissione con godimento regolare (1° gennaio 2016) e che, pertanto, esclude l'incasso di Euro 0,25 per azione derivante della proposta di destinazione dell'utile d'esercizio in favore delle azioni ASTM attualmente in circolazione (proposta che verrà sottoposta all'esame dell'Assemblea dei Soci il prossimo 28 aprile).

#### Applicazione del Metodo del *Net Asset Value* ("NAV"), successivamente rettificato ("*Adjusted NAV*"), come metodo di controllo

Tenuto conto, come sopra già evidenziato, della struttura di *holding* di ASTM (il cui principale *asset* è rappresentato dalla partecipazione in SIAS), gli Amministratori hanno ritenuto che una valida metodologia di controllo fosse rappresentata dall'applicazione del metodo NAV, che determina il valore del capitale economico della Società come somma del *fair value* delle attività al netto delle passività finanziarie.

Il NAV di ASTM è stato calcolato dal Consiglio di Amministrazione sulla base dei seguenti principali criteri:

- partecipazione SIAS e altre partecipazioni in società quotate in portafoglio valutate sulla base della quotazione puntuale giornaliera;
- prestito obbligazionario SIAS denominato "*SIAS 2,625% 2005 – 2017 convertibile in azioni ordinarie*" valutato al valore di libro aggiornato trimestralmente nei resoconti finanziari di ASTM;

- partecipazioni di controllo in Sina S.p.A. ed in Sineco S.p.A. valutate tramite multiplo su EBITDA degli ultimi 12 mesi (calcolabile con cadenza trimestrale dai resoconti finanziari di ASTM) e tenendo conto della partecipazione in SIAS detenuta da Sina S.p.A.;
- altre partecipazioni non quotate valutate all'ultimo valore di carico disponibile;
- rettifica del NAV per gli "*holding costs*" attraverso una *perpetuity* sui costi medi della *holding company* negli ultimi tre anni al netto di eventuali costi straordinari e dell'effetto fiscale;
- aggiustamento della posizione finanziaria netta (fornita con cadenza trimestrale nei resoconti finanziari di ASTM) per l'acquisto di azioni proprie e per l'eventuale distribuzione di dividendi da parte di ASTM e/o l'incasso di dividendi dalle partecipate.

Ai fini dell'applicazione di tale metodo di controllo, gli Amministratori hanno considerato il *range* dei NAV per azione ASTM (ottenuti tenendo conto delle azioni proprie in portafoglio) registrati nel mese antecedente il 14 marzo 2016. Su tali osservazioni di NAV sono stati applicati dal Consiglio di Amministrazione due aggiustamenti, nel seguente ordine:

- (i) la detrazione di Euro 0,25 per azione per tenere conto della proposta di destinazione dell'utile d'esercizio in favore delle azioni ASTM attualmente in circolazione che verrà sottoposta all'esame dell'Assemblea dei Soci il prossimo 28 aprile;
- (ii) l'applicazione di un *holding discount*, stimato dagli Amministratori, con il supporto dell'*Advisor*, nell'intorno del 30%, in linea con la media degli sconti sul NAV di un paniere di *holding companies* quotate al MTA con caratteristiche simili ad ASTM, in modo da riflettere lo sconto che il mercato generalmente applica su strutture di controllo attraverso *holding companies*. Gli Amministratori riferiscono altresì che tale sconto risulta inferiore all'*holding discount* registrato dal titolo ASTM, che ha spaziato principalmente nell'intorno del 40-50% nel periodo 2011-2016 (media intorno al 45%).

Tale *range* di NAV aggiustato ha condotto gli Amministratori ad individuare un valore unitario per azione ASTM compreso tra Euro 11,48 ed Euro 12,45.

In ragione di quanto precede, gli Amministratori riferiscono che il valore di ognuna delle esistenti azioni ASTM oscilla in un *range* compreso tra Euro 10,53 ed Euro 12,79 per azione utilizzando i risultati derivanti dal metodo di valutazione principale e tra Euro 11,48 e Euro 12,45 per azione utilizzando i risultati derivanti dal metodo di controllo.

## **5.2 DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE A SERVIZIO DEL CONFERIMENTO**

Il Consiglio di Amministrazione di ASTM, anche con il supporto dell'*Advisor*, ha condotto una stima analitica e di mercato del valore economico di ASTM, secondo quanto già rilevato al par. 5.1 che precede. Tenuto conto delle risultanze emergenti dall'applicazione dei differenti metodi adottati per la stima del valore della Società, riportate al precedente par. 5.1, nell'ambito delle negoziazioni intervenute tra ASTM e le Società Conferenti, il Consiglio di Amministrazione ha individuato il Prezzo di Emissione delle nuove azioni ASTM da emettere a fronte del Conferimento in Euro 11,64 ciascuna.

Gli Amministratori riferiscono che il Prezzo di Emissione:

- (i) si colloca all'interno dei *range* di valutazione esposti;
- (ii) incorpora un premio del 16,3% rispetto al prezzo di chiusura delle azioni ASTM registrato alla data dell'11 marzo 2016 (Euro 10,01);
- (iii) come di seguito evidenziato, è superiore ai valori di mercato medi ponderati per i volumi scambiati per il titolo ASTM a 1, 3, 6, 12, 24 e 36 mesi registrati alla data dell'11 marzo 2016 (le "**Medie delle Quotazioni**").

In relazione a tale confronto, gli Amministratori evidenziano che le Medie delle Quotazioni includono il dividendo di Euro 0,25 per azione relativo alla proposta di destinazione dell'utile d'esercizio in favore delle azioni ASTM attualmente in circolazione (proposta che verrà sottoposta all'esame dell'Assemblea dei Soci il prossimo 28 aprile).

Posto che i valori per azione ASTM ottenuti attraverso le metodologie DDM e NAV aggiustato, e conseguentemente il Prezzo di Emissione selezionato, non sono correttamente comparabili con le medie sopra riportate in quanto ottenuti in ottica "*ex-dividend*" (le nuove azioni emesse non godranno infatti dell'incasso del suddetto dividendo), al fine di rendere comparabili le Medie delle Quotazioni con il Prezzo di Emissione selezionato (Euro 11,64), gli Amministratori hanno considerato quest'ultimo valore in versione "*cum-dividend*", ovvero includendo l'impatto del dividendo atteso di Euro 0,25.

Il confronto tra le Medie delle Quotazioni è quindi stato effettuato dal Consiglio di Amministrazione con il Prezzo di Emissione "*cum-dividend*", pari ad Euro 11,89, ed è di seguito riportato:

Prezzi medi alla data 11 marzo 2016	Prezzo medio ponderato per volumi	Premio Prezzo di Emissione <i>cum-dividend</i> (Euro 11,89) su prezzo medio
Media 1 mese	Euro 9,95	19,5%
Media 3 mesi	Euro 10,26	15,9%
Media 6 mesi	Euro 10,94	8,6%
Media 12 mesi	Euro 11,76	1,1%
Media 24 mesi	Euro 11,55	3,0%
Media 36 mesi	Euro 11,01	8,0%

Considerato tutto quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione di ASTM ha quindi ritenuto che il Prezzo di Emissione delle nuove azioni ASTM - Euro 11,64 per ogni azione di nuova emissione avente godimento 1 gennaio 2016 - fosse congruo, con piena tutela dei diritti patrimoniali dei soci esclusi dal diritto di opzione e ciò anche ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del cod. civ..

Per completezza, si evidenzia che il Consiglio di Amministrazione, pur rilevando che il valore di patrimonio netto contabile per azione ASTM - calcolato sulla base del progetto di bilancio separato al 31 dicembre 2015 e facendo riferimento al numero delle azioni in cui risulta suddiviso l'attuale capitale sociale (n. 88.000.000) al netto delle n. 4.921.950 azioni proprie detenute direttamente in portafoglio alla medesima data del 31 dicembre 2015 - è pari ad Euro 20,74, ha ritenuto congruo il Prezzo di Emissione in quanto, applicando a tale valore l'*holding discount* medio del titolo ASTM rilevato per il periodo 2011-2016 (circa 45%), si ottengono

valori ricompresi all'interno dell'intervallo derivante dall'applicazione del metodo di valutazione principale. Gli Amministratori hanno inoltre riferito di ritenere, comunque, che tale effetto, in quanto connaturale alla sopra descritta *structural subordination* a cui la Società è soggetta, debba essere considerato ai fini dell'individuazione di un equo valore di mercato ed economico di ASTM che, di fatto, tenga conto dei valori in base a cui il titolo è normalmente negoziato.

Da ultimo, il Consiglio di Amministrazione evidenzia che la congruità del Prezzo di Emissione è stata altresì dagli stessi rilevata, in via teorica, anche in ragione del possibile maggior effetto diluitivo degli azionisti nel caso in cui le Partecipazioni Oggetto di Conferimento fossero state acquisite per contanti con contestuale aumento del capitale sociale ASTM da offrire in opzione a tutti i soci e da liberare in denaro, con conseguente emissione di nuove azioni ASTM sulla base di prezzi di emissione determinati applicando gli usuali sconti sul prezzo teorico dopo lo stacco del diritto di opzione.

## **6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RICONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

Nella Relazione gli Amministratori non evidenziano particolari difficoltà incontrate dagli stessi nell'ambito del processo di valutazione di ASTM, ancorché gli stessi evidenzino che i valori presi in esame non riflettono le possibili sinergie strategiche, operative e finanziarie attese dall'Operazione e non tengono pertanto conto del verificarsi di accadimenti straordinari. In particolare le analisi valutative degli Amministratori sono state basate sulle informazioni e sulle condizioni di mercato e regolamentari conosciute alla data di effettuazione delle stesse.

## **7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

Sulla base delle analisi svolte, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di determinare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni ordinarie ASTM, nell'ambito dell'Aumento di Capitale, in:

**Euro 11,64 per azione**

di cui Euro 11,14 a titolo di sovrapprezzo.

## **8. LAVORO SVOLTO**

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- esaminato il verbale in corso di allibrazione del Consiglio di Amministrazione di ASTM del 14 marzo 2016;
- svolto una lettura critica della Relazione illustrativa per l'Aumento di Capitale a servizio del Conferimento predisposta dal Consiglio di Amministrazione in data 14 marzo 2016 e, per gli aspetti concernenti la Società e quindi rilevanti ai fini della presente relazione, del parere del Comitato OPC;
- esaminato il documento di analisi predisposto dall'*Advisor* e la *fairness opinion* emessa dall'*Advisor*, rilasciati in data 14 marzo 2016, per gli aspetti concernenti la Società e quindi rilevanti ai fini della presente relazione;

- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente di ASTM e la proposta di modifica allo stesso;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, il Documento Informativo ASTM e il Documento Informativo SIAS;
- analizzato, sulla base di discussioni con il *Management* di ASTM e con l'*Advisor*, il lavoro svolto dagli Amministratori per l'individuazione dei criteri di determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- analizzato elementi informativi connessi ai parametri utilizzati per la determinazione dell'*holding discount* applicato dagli Amministratori ai fini della valutazione con il metodo di controllo dell'*Adjusted NAV*;
- esaminato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i criteri valutativi da esso adottati ai fini della fissazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento;
- analizzato l'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni ASTM e, a tal fine, calcolato la media ponderata delle quotazioni del titolo rilevato nei diversi intervalli di 1, 3, 6, 12, 24 e 36 mesi precedenti la data dell'11 marzo 2016, nonché verificata l'accuratezza dei conteggi effettuati dagli Amministratori;
- svolto autonome analisi di sensibilità (*sensitivity analysis*) nell'ambito dei metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione di ASTM, anche con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazione nei parametri assunti;
- discusso con il *Management*, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale, le Proiezioni Economico-Finanziarie ASTM allo scopo di verificare la ragionevolezza delle assunzioni su cui si fondano;
- raccolto, attraverso colloqui con il *Management*, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la predisposizione delle Proiezioni Economico-Finanziarie ASTM, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sulle assunzioni sottostanti le elaborazioni delle proiezioni stesse, sui dati e sulle informazioni prese a considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni;
- ricevuto formale attestazione del legale rappresentante di ASTM sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a sua conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'Operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

## **9. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI**

La Relazione degli Amministratori descrive al par. 3.2.2 le motivazioni sottostanti le metodologie adottate dal Consiglio di Amministrazione e il processo logico dallo stesso seguito ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni nell'Aumento di Capitale.

Al riguardo, in considerazione delle specifiche caratteristiche dell'Operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori ai fini dell'individuazione, nelle circostanze, del Prezzo di Emissione delle nuove azioni di ASTM, come riportati nel paragrafo 3.2.2 della Relazione degli Amministratori, 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 ASTM è stata effettuata dal Consiglio di Amministrazione ricorrendo ad una pluralità di metodi, secondo criteri ampiamente condivisi nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica i relativi valori stimati per la Società.
- La valutazione del capitale economico di ASTM è stata effettuata dal Consiglio di Amministrazione per le finalità specifiche dell'Operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale in sede di valutazione delle *holding* di partecipazioni.
- Ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni gli Amministratori hanno utilizzato, quale metodo principale, il *Dividend Discount Model* ("DDM") e, quale metodo di controllo, il *Net Asset Value* ("NAV") rettificato in particolare per tenere conto della natura di *holding* finanziaria di ASTM (*holding discount*). I valori ottenuti dall'applicazione della metodologia principale e di quella di controllo sono stati poi sottoposti ad ulteriore verifica attraverso il confronto con i valori medi delle quotazioni ponderati per i volumi scambiati rilevati per il titolo ASTM in diversi orizzonti temporali.
- Nell'applicazione di tali metodi, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita.
- Il metodo *Dividend Discount Model* (il "DDM"), adottato dagli Amministratori in via principale, risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina. La scelta di utilizzare il DDM come metodo di valutazione principale, piuttosto che ulteriori metodi finanziari frequentemente utilizzati nella prassi, è stata motivata dagli Amministratori sulla base della natura di *holding company* di ASTM, essendo tale metodologia in grado di riflettere il ritardo temporale nella percezione dei dividendi da parte delle partecipate e la *structural subordination* che caratterizza la Società. La scelta della metodologia principale, effettuata dagli Amministratori tenendo conto delle specifiche caratteristiche della Società, appare nelle circostanze motivata, ragionevole e non arbitraria.
- Sotto il profilo dell'applicazione della metodologia principale, nella Relazione degli Amministratori vengono indicati i principali parametri utilizzati dagli Amministratori per lo sviluppo del DDM (*dividend payout ratio*, *terminal value*,  $K_e$  e coefficiente Beta) e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate per l'individuazione degli stessi. Si segnala in particolare che, nella determinazione dei flussi di dividendi per gli azionisti, gli Amministratori hanno ritenuto di non tenere conto dei potenziali flussi relativi all'operazione Ecorodovias in Brasile, non essendo tale operazione ancora formalmente completata. Le scelte effettuate dagli Amministratori al riguardo risultano, nelle circostanze, adeguatamente motivate, ragionevoli e non arbitrarie ed hanno condotto ad individuare un intervallo di valore unitario per azione ASTM compreso tra Euro 10,53 e Euro 12,79. Si segnala che tale *range* è stato individuato in ottica "*ex dividend*" e, pertanto, al netto dell'incasso di Euro 0,25 per azione derivante dalla proposta di destinazione dell'utile di esercizio, che sarà sottoposta alla prossima assemblea degli azionisti e che spetterà solo alle azioni oggi già in circolazione.

- È in linea con la miglior prassi e la tecnica professionale l'utilizzo da parte degli Amministratori di un criterio di controllo. La valutazione del capitale economico di ASTM con finalità di controllo è stata effettuata dal Consiglio di Amministrazione utilizzando il metodo del "NAV" (*Net Asset Value*). 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 *holding* di partecipazioni.
- Il metodo del NAV determina il valore del capitale economico della società come somma del *fair value* delle attività al netto delle passività finanziarie e si sostanzia in un approccio cd. *sum of the parts*. Nel caso di specie, gli Amministratori indicano nella loro Relazione le metodologie utilizzate per valutare le varie attività presenti nel portafoglio di ASTM e le modalità di calcolo della posizione finanziaria netta. Nello specifico, le partecipazioni quotate, e in particolare quella nella controllata SIAS che rappresenta il principale *asset* di ASTM, sono state valutate sulla base delle quotazioni giornaliere rilevate nell'ambito del periodo di riferimento per la valutazione, individuato nel mese antecedente la riunione del Consiglio di Amministrazione che ha deliberato l'Operazione. Inoltre, per opportuna coerenza metodologica, nell'effettuazione del calcolo del NAV sono stati considerati gli effetti derivanti dall'acquisizione di una nuova società di diritto brasiliano che verrà direttamente acquisita da ASTM nell'ambito dell'operazione Ecorodovias, ad oggi non ancora efficace.
- Il NAV di ASTM, tenuto conto della natura di *holding* della Società, è stato poi rettificato per tenere conto degli "*holding costs*", definiti sulla base della proiezione in perpetuo dei costi medi della *holding company* negli ultimi tre anni al netto di eventuali costi straordinari e dell'effetto fiscale. Tale passaggio valutativo risulta comunemente applicato nella prassi ed è coerente con le indicazioni della dottrina nel caso di *holding* di partecipazioni.
- Il Consiglio di Amministrazione, nell'ambito dell'applicazione del metodo di controllo, ha considerato il *range* dei NAV per azione ASTM registrati nel mese antecedente il 14 marzo 2016, ai quali ha applicato i seguenti due aggiustamenti ottenendo così un "*NAV Adjusted*". Il Consiglio di Amministrazione ha anzitutto applicato un primo aggiustamento rappresentato dalla detrazione di Euro 0,25 per azione, al fine di ottenere una valutazione "*ex dividend*" ovvero al netto della proposta di destinazione dell'utile di esercizio in favore delle sole azioni ASTM ad oggi in circolazione che verrà sottoposta alla prossima assemblea del 28 aprile 2016. Tale scelta appare, nelle circostanze, coerente con l'approccio valutativo adottato nell'ambito della metodologia principale e, pertanto, ragionevole.
- Gli Amministratori hanno inoltre applicato al *range* dei NAV per azione ASTM un ulteriore fattore di aggiustamento per tenere conto del cd. "*holding discount*", vale a dire dello sconto che il mercato generalmente applica alle *holding* in termini di capitalizzazione rispetto al valore attribuito alle attività dalle stesse possedute. Tale fenomeno caratterizza storicamente il titolo ASTM, che negli ultimi 5 anni ha registrato *holding discount* ricompresi tra il 40% e il 50%, con una media che si colloca nell'intorno del 45%. Nel caso di specie, anche sulla base delle analisi condotte con il supporto del proprio *Advisor* su un paniere di società di partecipazioni quotate al Mercato Telematico Azionario con caratteristiche simili ad ASTM, il Consiglio di Amministrazione ha determinato l'*holding discount* da applicare al valore del NAV di ASTM nella misura del 30%. Al riguardo, abbiamo esaminato il *panel* delle *holding* quotate individuate dagli

Amministratori per le loro verifiche ed autonomamente effettuato riscontri tramite la raccolta di parametri di mercato, che confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà della scelta del Consiglio di Amministrazione di applicare l'*holding discount* nel caso di specie e del procedimento svolto per la determinazione della sua misura.

- Le *sensitivity analysis* da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti assunzioni valutative, nonché l'analisi dell'accuratezza matematica dello sviluppo delle metodologie adottate, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dal Consiglio di Amministrazione.
- Sulla base dei *range* risultanti dallo sviluppo e dall'applicazione della metodologia principale e di quella di controllo, gli Amministratori della Società hanno provveduto a definire il Prezzo di Emissione che sarà sottoposto all'assemblea dei soci in Euro 11,64, anche tenendo conto della fase negoziale intervenuta con gli organi Amministrativi delle Società Conferenti. Il Prezzo di Emissione, oggetto del presente parere, si colloca sostanzialmente in corrispondenza del valore medio del *range* di valori unitari per azione ASTM riveniente dall'applicazione della metodologia principale del DDM (Euro 10,53 – Euro 12,79) e si posiziona all'interno anche dell'intervallo di valori rivenienti dall'applicazione della metodologia di controllo del NAV *Adjusted* (Euro 11,48 – Euro 12,45). Tali elementi rappresentano un'ulteriore conferma, sempre sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, in ordine all'adeguatezza nelle circostanze del processo valutativo svolto dal Consiglio di Amministrazione.
- Gli Amministratori, nell'ambito delle valutazioni di loro pertinenza ed al fine di disporre di un ulteriore parametro di confronto a supporto della ragionevolezza delle scelte effettuate nella determinazione del Prezzo di Emissione, hanno altresì svolto un'analisi delle quotazioni del titolo di ASTM in diversi periodi di osservazione a partire dall'11 marzo 2016, ultimo giorno di borsa aperto prima dell'annuncio dell'Operazione. Il riferimento ai corsi di borsa è infatti comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il comportamento della prassi professionale, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati. Le quotazioni di borsa esprimono infatti il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. L'adozione del metodo delle quotazioni di borsa trova del resto conforto anche nel disposto del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile. L'approccio metodologico degli Amministratori, volto a riscontrare la coerenza dei risultati raggiunti tramite le metodologie prescelte con le risultanze dell'applicazione di ulteriori spunti valutativi di mercato, risulta nelle circostanze ragionevole e non arbitrario.
- In tale contesto, il Consiglio di Amministrazione ha quindi calcolato i valori medi di mercato ponderati per i volumi scambiati riscontrati per il titolo ASTM nei diversi intervalli temporali di 1, 3, 6, 12, 24 e 36 mesi prima della data dell'11 marzo 2016. Al fine di rendere comparabile il valore delle quotazioni del titolo azionario di ASTM determinato dall'organo gestorio con il Prezzo di Emissione, quest'ultimo è stato considerato "*cum dividend*", includendo dunque in via teorica l'impatto del dividendo atteso di Euro 0,25 (e quindi come se il Prezzo di Emissione fosse pari a Euro 11,89, vale a dire Euro 11,64 + Euro 0,25). L'analisi di raffronto svolta dagli Amministratori evidenzia che, in tutti gli intervalli temporali presi in esame, il Prezzo di Emissione

incorpora premi, anche significativi, rispetto alle indicazioni provenienti dall'analisi dei corsi di borsa delle azioni (premi che variano da un minimo di 1,1% rispetto alla media a 12 mesi sino al 19,5% rispetto alla media dell'ultimo mese). Pertanto, in considerazione di quanto sopra, le considerazioni degli Amministratori secondo cui il Prezzo di Emissione trova conforto anche dalla metodologia delle quotazioni di borsa appaiono ragionevoli e motivate.

- Sotto un ulteriore profilo, gli Amministratori sottolineano di aver calcolato, per completezza del procedimento valutativo, il valore del patrimonio netto contabile per azione di ASTM sulla base del progetto di bilancio separato al 31 dicembre 2015 della Società (facendo riferimento al patrimonio netto rilevato sulla base dei principi contabili internazionali, da un lato, e al numero delle azioni in circolazione al netto delle azioni proprie in portafoglio, dall'altro lato) e di avere rilevato come esso si attesti ad un livello superiore rispetto al Prezzo di Emissione come determinato sulla base delle metodologie principale e di controllo prescelte. Nel caso di specie, gli Amministratori chiariscono peraltro nella loro Relazione di ritenere comunque congruo il Prezzo di Emissione dagli stessi determinato e motivano le loro conclusioni in quanto: (i) applicando al valore del patrimonio netto contabile di ASTM *“l'holding discount medio del titolo ASTM rilevato per il periodo 2011-2016 (circa 45%), si ottengono valori ricompresi all'interno dell'intervallo derivante dall'applicazione del metodo di valutazione principale”*; (ii) lo sconto rispetto al patrimonio netto contabile risulterebbe *“connaturale alla sopra descritta structural subordination a cui la Società è soggetta”* e dovrebbe dunque *“essere considerato ai fini dell'individuazione di un equo valore di mercato ed economico di ASTM che, di fatto, tenga conto dei valori in base a cui il titolo è normalmente negoziato”*.
- Occorre del resto tenere presente che, laddove l'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile fa riferimento alla determinazione del prezzo di emissione delle azioni *“in base al valore del patrimonio netto”*, la dottrina ritiene che il legislatore abbia inteso riferirsi non al patrimonio netto contabile, quanto piuttosto al valore corrente del capitale economico della società, determinato sulla base delle metodologie comunemente invalse nella prassi valutativa ed adottate tenendo conto dell'oggetto e delle specifiche finalità della valutazione.
- Ad ulteriore supporto e motivazione delle proprie argomentazioni, gli Amministratori analizzano poi nella loro Relazione i possibili effetti teorici in capo agli azionisti della Società nell'ipotesi in cui l'Operazione fosse stata strutturata con modalità diverse, vale a dire qualora le Partecipazioni Oggetto di Conferimento fossero state acquisite per contanti da parte di ASTM e quest'ultima avesse dovuto reperire sul mercato le risorse necessarie per detta acquisizione attraverso uno specifico aumento di capitale in denaro. In tale ipotesi alternativa, in effetti, le nuove azioni ASTM avrebbero dovuto essere emesse sulla base di prezzi di emissione determinati applicando gli usuali sconti sul prezzo teorico dopo lo stacco del diritto di opzione, circostanza che avrebbe potuto comportare un maggiore effetto diluitivo in capo agli azionisti.
- Alla luce di tali considerazioni, nonché delle motivazioni e delle argomentazioni espresse dagli Amministratori nella loro Relazione e sopra richiamate, l'approccio valutativo complessivamente adottato dagli Amministratori appare, nelle circostanze, motivato e ragionevole.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione del presente parere di congruità.

## 10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

- i) In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si segnala quanto segue:
- le valutazioni effettuate dal Consiglio di Amministrazione sulla base della metodologia DDM si basano su previsioni economico-patrimoniali desunte dai piani prospettici predisposti dal *management*. Deve essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi alla base della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato, della regolamentazione e dello scenario macroeconomico. Va inoltre 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;
  - le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come nel caso di specie l'applicazione del metodo del *Net Asset Value* (NAV), sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari ed alle oscillazioni rilevanti degli stessi connesse all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei mercati finanziari possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione del metodo del NAV potrebbe individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione e dell'orizzonte d'analisi dei corsi di borsa individuato;
  - l'applicazione di più metodologie valutative basate su criteri valutativi differenti, se da una parte permette di rafforzare il percorso valutativo ed i suoi risultati, dall'altra comporta la considerazione, in alcuni casi, di *value driver* diversi o comunque non perfettamente sovrapponibili fra le metodologie utilizzate. Nel caso di specie, tenuto conto che l'operazione Ecorodovias, in quanto operazione nota al mercato se pur non conclusa, è teoricamente riflessa nei corsi di borsa di SIAS, l'applicazione della metodologia di controllo (NAV) di ASTM ha richiesto, per opportuna coerenza, di recepire gli effetti potenzialmente derivanti dall'operazione stessa. Viceversa, tale operazione ed i suoi effetti non sono inclusi nella valutazione di ASTM con la metodologia principale (DDM), dove i flussi prospettici esprimono un valore della Società sulla base della sua configurazione attuale (cd. "*as is*");
  - infine, un elemento d'incertezza che caratterizza la valutazione dei gruppi costruiti su più livelli di società quotate, quali il gruppo ASTM, è la presenza di un *holding discount*, cioè di una valutazione di mercato (i.e. capitalizzazione) inferiore al valore attribuito dal mercato alle attività nette possedute. Sebbene il livello medio dell'*holding discount* recentemente stimato – sia dall'*Advisor*, nelle sue analisi valutative, che da studi *ad hoc* di analisti finanziari – sia ragionevolmente posizionabile nell'intorno del 30%, la dispersione dello stesso sconto, nei singoli

casi, è potenzialmente influenzata da fattori specifici quali la complessità della struttura societaria, la contendibilità della *holding*, la *governance*, il livello di asimmetria informativa e il grado di concentrazione del portafoglio della *holding* in società controllate a loro volta quotate; in secondo luogo, la variabilità nel tempo dell'*holding discount* può essere interpretata qualitativamente dalla variazione del posizionamento dei predetti fattori qualitativi e quantitativi. Per le considerazioni svolte nello specifico sul punto, si rinvia al par. 9, pag. 15.

ii) Per una opportuna informativa dei destinatari del presente parere, si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti:

- l'Aumento di Capitale strutturato dal Consiglio di Amministrazione prevede l'emissione da parte della Società delle nuove azioni attraverso un aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile. Dette nuove azioni saranno emesse al servizio del conferimento in natura, da parte delle Società Conferenti, delle azioni dalle stesse detenute in Itinera. La struttura dell'Operazione individuata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM, con particolare riferimento all'Aumento di Capitale, comporta, come ricordato nella Relazione degli Amministratori, (i) l'espressione da parte nostra del presente parere sulla congruità del Prezzo di Emissione delle azioni, ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158 TUF; (ii) la stima del valore delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento da parte dell'Esperto Indipendente ai sensi degli articoli 2440, secondo comma, e 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile. Come anticipato, oggetto del presente parere sono esclusivamente le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dei criteri di determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni descritti al paragrafo 3.2.2 della Relazione degli Amministratori, nonché sulla corretta applicazione dei sopra richiamati criteri.
- Alla luce di quanto sopra rilevato, nell'esaminare i criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni di ASTM nell'ambito dell'Aumento di Capitale, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle azioni di Itinera e pertanto esula dall'oggetto del presente parere qualsivoglia considerazione in ordine all'adeguatezza delle metodologie, nonché alle loro concrete modalità di applicazione, descritte al paragrafo 3.2.1 della Relazione degli Amministratori ed utilizzate dai medesimi ai fini della determinazione del valore delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento nell'ambito dell'Operazione.
- In ragione di quanto sopra, non rientra neppure nell'oggetto del presente parere qualsivoglia considerazione in ordine alla determinazione del rapporto di scambio tra le azioni di Itinera oggetto del Conferimento e le nuove azioni di ASTM che saranno emesse al servizio del Conferimento medesimo. Si segnala che, nell'ambito delle analisi e valutazioni condotte per strutturare l'Operazione, ASTM si è avvalsa dell'assistenza da parte di Nomura, che ha predisposto un proprio documento di analisi ed emesso, in data 14 marzo 2016, una propria *fairness opinion* in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, del corrispettivo dell'Operazione, inteso come numero delle nuove azioni ASTM emesse a fronte del Conferimento.

- Gli Amministratori riferiscono che l’Aumento di Capitale costituisce per ASTM un’operazione di maggiore rilevanza con parti correlate ai sensi del Regolamento Parti Correlate e della Procedura OPC di ASTM. Pertanto il Consiglio di Amministrazione di ASTM ha approvato la proposta di Aumento di Capitale previo motivato parere favorevole del Comitato OPC sull’interesse della Società al compimento dell’Operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni. In data 21 marzo 2016 è stato pubblicato da ASTM il relativo “*Documento informativo*” redatto sensi dell’art. 5 del Regolamento OPC, comprensivo dei pareri del Comitato OPC di ASTM e dell’*advisor* indipendente del Comitato OPC, Prof. Sandro Frova, riepilogati al precedente par. 4. Non rientrano ovviamente nell’oggetto del nostro parere considerazioni in ordine all’interesse della Società all’effettuazione dell’Operazione, oltre che alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni.
- Esula inoltre dalla nostra attività anche ogni considerazione circa le determinazioni degli Amministratori in ordine alla struttura dell’Operazione, ai relativi adempimenti, alla tempistica, all’avvio e all’esecuzione dell’Operazione stessa.
- Nella loro Relazione gli Amministratori rilevano che il patrimonio netto contabile per azione ASTM risulta pari a Euro 20,74 e forniscono le motivazioni per cui hanno ritenuto comunque congruo il Prezzo di Emissione dagli stessi individuato. Per le nostre considerazioni al riguardo, si rinvia al precedente par. 9, pag. 17.
- Secondo quanto riportato dagli Amministratori nella loro Relazione, dal momento che lo Statuto sociale di Itinera incorpora una clausola di prelazione in caso di trasferimento delle azioni, le Società Conferenti e ASTM hanno negoziato con gli altri soci di Itinera, e in particolare con SATAP e la sua controllante SIAS, un Accordo Ancillare, la cui stipula costituiva condizione sospensiva dell’Operazione. Gli Amministratori riferiscono che, nell’ambito di detto Accordo Ancillare, gli altri soci di Itinera hanno rinunciato all’esercizio del diritto di prelazione a fronte del riconoscimento di diritti di *governance* in Itinera parametrati alla detenzione di una partecipazione di minoranza significativa. Secondo quanto riferito nel “*Documento informativo*” redatto sensi dell’art. 5 del Regolamento OPC e pubblicato da ASTM in data 21 marzo 2016, a tale ultima data la suddetta condizione sospensiva, e il connesso rilascio da parte dei soci di Itinera del consenso irrevocabile e incondizionato all’Operazione e delle relative rinunce all’esercizio del diritto di prelazione, risultava essersi già avverata.
- Dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni di nuova emissione, con conseguente piena facoltà delle Società Conferenti, a seguito della consegna da parte di ASTM delle nuove azioni, di negoziarle sul mercato.

## 11. CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come indicato nella presente relazione e, in particolare, al precedente par. 10, riteniamo che l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, e che i metodi valutativi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione, pari a 11,64 Euro, delle massime n. 10.998.600 nuove azioni ordinarie ASTM S.p.A. nell'ambito dell'Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione riservato a Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A..

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Santo Rizzo  
Socio

Torino, 4 aprile 2016