



Progetto di fusione per incorporazione di

Guala Closures S.p.A.

in

Space4 S.p.A.

Relazione della società di revisione
sul rapporto di cambio delle azioni
ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del Codice Civile

6

Relazione della società di revisione sul rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del Codice Civile

Agli Azionisti di
Space4 S.p.A.

Agli Azionisti di
Guala Closures S.p.A.

1. Motivo ed oggetto dell'incarico

Su istanza di nomina sottoscritta congiuntamente da Guala Closures S.p.A. (di seguito anche "Guala" o "Incorporanda") e Space4 S.p.A. (di seguito anche "Space4" o "Incorporante", ed insieme a Guala, "le Società"), con provvedimento datato 29 marzo 2018, siamo stati nominati dal Tribunale di Milano quale esperto comune incaricato di redigere la relazione (di seguito "la Relazione") sulla congruità del rapporto di cambio tra le azioni della Società Incorporante e le azioni della Società Incorporanda (di seguito "il Rapporto di Cambio"), ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del Codice Civile.

A tal fine, abbiamo ricevuto dai Consigli di Amministrazione di Space4 e Guala (di seguito, congiuntamente, anche i "Consigli di Amministrazione" o gli "Amministratori") il Progetto di Fusione per incorporazione di Guala in Space4 (di seguito "il Progetto di Fusione") approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 16 aprile 2018, corredato dalle relazioni degli Amministratori (di seguito "le Relazioni degli Amministratori" o anche solo "le Relazioni") che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art 2501*quinquies* del Codice Civile il Rapporto di Cambio delle azioni.

Si segnala che il Consiglio di Amministrazione di Space4, a supporto delle proprie determinazioni, ha dato incarico a Lazard S.r.l. (nel seguito anche l'"Advisor incaricato") di esprimere una *fairness* opinion sulla congruità del Rapporto di Cambio in relazione alla prospettata operazione di Fusione.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti delle Società, fissate in data 28 maggio 2018 per quanto riguarda Space4, ed in data 27 aprile 2018 per quanto riguarda Guala, al fine di assumere le deliberazioni di cui all'articolo 2502 del Codice Civile.

2. Natura e portata della presente relazione

Al fine di fornire agli azionisti di Space4 e Guala idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori delle due Società per la sua determinazione e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate. Essa contiene, inoltre, le nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle circostanze, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori delle due Società a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

L

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, supportati dalle indicazioni dell'*Advisor* incaricato (per la sola Space4), non abbiamo effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente incarico, una valutazione economica delle Società. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dai Consigli di Amministrazione delle Società.

3. Sintesi dell'operazione

L'operazione ha per oggetto la Fusione per incorporazione di Guala in Space4, ai sensi e per gli effetti di cui agli articoli 2501 e seguenti del Codice Civile.

Space4 è una Società per azioni di diritto italiano qualificata come SIV (*Special Investment Vehicle*) ai sensi dell'articolo 2.2.37 del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A., le cui azioni ordinarie e *market warrant* sono, a partire dal 21 dicembre 2017, ammessi alle negoziazioni presso il Mercato regolamentato MIV, il Mercato Telematico degli *Investment Vehicles*/Segmento Professionale, mercato regolamentato organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.

Space4 è stata costituita in data 19 settembre 2017 con l'obiettivo di individuare una società target con la quale realizzare, mediante utilizzo delle disponibilità liquide oggetto di assegnazione nell'ambito del collocamento istituzionale finalizzato all'ammissione a quotazione, un'operazione rilevante, per tale intendendosi un'operazione di integrazione societaria tra Space4 e una società, impresa, azienda o ramo d'azienda, con qualsiasi modalità effettuata, ivi incluse l'aggregazione mediante conferimento o Fusione, anche in combinazione con l'acquisto o la sottoscrizione di partecipazioni (di seguito anche l'"Operazione Rilevante").

L'effettiva attuazione dell'Operazione Rilevante deve essere sottoposta alla preventiva approvazione dell'Assemblea Ordinaria degli Azionisti. Gli Azionisti di Space4 contrari all'Operazione Rilevante possono recedere, ed hanno diritto alla liquidazione delle azioni in base alle prescrizioni di cui all'art.2437 e all'art.2437-ter del Codice Civile.

Alla data del Progetto di Fusione, il capitale sociale di Space4 è costituito da n.50.000.000 azioni ordinarie, prive dell'indicazione del valore nominale negoziate sul mercato MIV (azioni ordinarie Space4), e da n. 1.250.000 azioni speciali, prive dell'indicazione del valore nominale. Ai sensi di Statuto, una prima tranche pari a n. 437.500 azioni speciali di Space4 è soggetta ad automatica conversione in n.1.968.750 azioni ordinarie Space4 (azioni ordinarie Space4 convertite), nel rapporto di 4,5 azioni ordinarie Space4 per ogni azione speciale Space4, alla data di efficacia dell'Operazione Rilevante, senza necessità di alcuna manifestazione di volontà da parte dei loro titolari e senza modifica alcuna dell'entità del capitale sociale.

Gli Amministratori riferiscono inoltre che Space4 ha emesso i seguenti *warrant*:

- n.10.000.000 *market warrant* Space4, assegnati in abbinamento alle azioni ordinarie Space4 nel rapporto di 2 *market warrant* ogni 10 azioni ordinarie Space4 sottoscritte nell'ambito del processo di quotazione sul MIV della Società. Tali *warrant* hanno iniziato a negoziare sul MIV separatamente dalle azioni ordinarie Space4 alla data di Quotazione. Ulteriori n.10.000.000 *market warrant* Space4, nel rapporto di n. 2 *market warrant* da assegnarsi ogni 10 azioni ordinarie sottoscritte nell'ambito della Quotazione, saranno emessi e inizieranno a negoziare separatamente dalle azioni subordinatamente all'efficacia dell'Operazione Rilevante. I *market warrant* potranno essere esercitati secondo le modalità previste dal regolamento, nel periodo di 5 anni dalla data di efficacia dell'Operazione Rilevante, ad un prezzo stabilito di sottoscrizione di Euro 0,10 per ciascuna nuova azione ordinaria Space4;



- *sponsor warrant*, assegnati in abbinamento alle azioni speciali Space4 nel rapporto di 2 *sponsor warrant* Space4 per ogni azione speciale sottoscritta, e danno diritto a sottoscrivere un'azione ordinaria per ogni *sponsor warrant* Space4 (e, pertanto, fino a massime n. 2.500.000 azioni ordinarie) al prezzo unitario di Euro 13,00.

Space4, in conformità a quanto previsto dall'articolo 2.2.38, comma 9, del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A., ha depositato su due conti correnti vincolati amministrati da SPAFID S.p.A. un ammontare pari al 98,5% dei capitali raccolti derivanti dal collocamento istituzionale finalizzato all'ammissione a quotazione delle 50.000.000 azioni ordinarie, per complessivi Euro 492.500.000,00. Le somme vincolate potranno essere utilizzate:

- previa autorizzazione dell'Assemblea Ordinaria, ai fini dell'esecuzione dell'Operazione Rilevante identificata;
- anche in assenza di specifica autorizzazione assembleare, ai fini del pagamento del valore di liquidazione delle azioni ordinarie in caso di recesso o di scioglimento di Space4; e
- in ogni altro caso espressamente autorizzato dall'Assemblea Ordinaria.

A decorrere dalla data di quotazione, l'attività di Space4 si è focalizzata alla ricerca di una potenziale Società *target*, che fosse in linea con i criteri generali individuati nella politica di investimento della Società. Tra le varie possibilità esplorate, il Consiglio di Amministrazione di Space4 ha individuato Guala Closures S.p.A. quale società *target* con cui realizzare l'Operazione Rilevante. Guala, fondata nel 1954, è una Società attiva nel settore della produzione e commercializzazione di chiusure per il settore del *beverage*, a capo di un gruppo internazionale presente in Europa, Asia, Sud America ed Oceania.

Alla data del Progetto di Fusione, il capitale sociale di Guala risulta interamente versato ed è composto da n.74.624.491 azioni ordinarie aventi valore nominale pari a 1 Euro. Le azioni sono interamente detenute dal socio unico di diritto lussemburghese GCL Holdings S.C.A. (di seguito anche "GCL"). Il capitale sociale di quest'ultima è detenuto, direttamente o indirettamente, da:

- alcuni *manager* di Guala, e principalmente da Marco Giovannini, Anibal Diaz, Francesco Bove e Paolo Ferrari (d'ora in avanti anche i "Managers"); e
- aPriori Capital Partners LP (fondo di private equity con sede nel Regno Unito), NB Renaissance Partners Holdings S.à.r.l. (fondo di private equity promosso da Neuberger Berman Group LLC e Intesa San Paolo S.p.A.) e Private Equity Opportunities II SCS-SIT Compartment B (fondo di *private equity* promosso da SwanCap Investment Management S.A.). Tale ultima categoria viene identificata nel Progetto di Fusione come gli "Investitori Finanziari" e, congiuntamente ai Managers gli "Azionisti GCL".

Secondo quanto riferito dagli Amministratori nelle loro Relazioni, Guala e i soci titolari di partecipazioni dirette e indirette nel capitale sociale della medesima, a loro volta, hanno espresso interesse a realizzare l'aggregazione con Space4. Ciò consentirebbe da un lato la quotazione delle proprie azioni su un mercato regolamentato, dall'altro la possibilità di proseguire con le proprie strategie di crescita.

Gli Amministratori di Space4 indicano nella propria relazione di accompagnamento al Progetto di Fusione i punti di attrattiva di Guala considerati dal *management* di Space4:

- *leadership* tecnologica e di mercato nei principali segmenti di riferimento;
- positive ed interessanti dinamiche di sviluppo sempre nei principali mercati di riferimento;

- presenza globale e un modello di *business* di successo:
 - con 27 impianti produttivi e 4.200 dipendenti in 25 Paesi, Guala è l'unico operatore al mondo capace di garantire qualità identica di produzione indifferentemente dal sito produttivo ed in un numero significativo di mercati geografici;
 - il radicamento territoriale, inoltre, favorisce la crescente penetrazione di Guala;
 - il proprio modello di *business* consente la continua innovazione di prodotto ed una capacità di risposta in termini di "*time to market*" che consentono rapporti duraturi e reciprocamente profittevoli con la propria clientela;
- presidio strutturato e vincente delle aree essenziali di *design* ed innovazione di prodotti e materiali;
- *management* che ha anticipato l'evoluzione del mercato di sbocco, consentendo a Guala di divenire un operatore chiave e *leader* grazie alla propria visione, all'attenzione continua ai processi di innovazione e il desiderio di adattarsi continuamente al mercato per rimanerne all'avanguardia;
- performance finanziaria di eccellenza con caratteristiche di resilienza e sostenibilità uniche;
- importanti prospettive di crescita extra-organica grazie al possibile ulteriore consolidamento del settore, con la rinnovata impostazione della propria struttura di capitale derivante dall'Operazione Rilevante, il posizionamento di Guala e la capillare presenza geografica rappresentano sicuri elementi di attrazione per opportunità di consolidamento del settore, sia nella direzione del continuo ampliamento della propria gamma di prodotti e tecnologie, che in relazione alla prospettiva dell'ulteriore ampliamento della propria presenza su nuovi mercati geografici e di sbocco.

Ciò premesso, in data 16 aprile 2018 i Consigli di Amministrazione di Space4, di GCL, di Peninsula Capital II S.à.r.l. ("Peninsula", fondo di investimento alternativo di Private Equity basato in Lussemburgo) e di Guala hanno approvato l'operazione di integrazione societaria da realizzarsi secondo i termini e le modalità contenute in un accordo quadro (nel seguito anche "Accordo Quadro") sottoscritto in pari data.

Come previsto dall'Accordo Quadro, l'operazione di aggregazione si realizzerà attraverso le seguenti azioni societarie:

- l'acquisizione da parte di Space4 e di Peninsula di massime n. 60.609.131 azioni ordinarie di Guala, rappresentative del 81,22% del capitale sociale detenute da GCL, titolare alla data odierna dell'intero capitale sociale di Guala. In particolare, Space4 si è impegnata ad acquistare n. 53.205.902 azioni ordinarie (rappresentative del 71,30% del capitale sociale di Guala) a fronte del pagamento di un prezzo per azione pari a Euro 6,75381 e Peninsula si è impegnata ad acquistare complessivamente n. 7.403.229 azioni ordinarie (rappresentative del 9,92% del capitale sociale di Guala) a fronte del pagamento di un prezzo per azione pari a Euro 6,75381. Inoltre Space4, dietro richiesta congiunta di GCL Holdings LP S.à r.l., di Private Equity Opportunities Fund II SCS-SIF, di GCL, dei *Managers*, potrà esercitare la facoltà di acquistare ulteriori massime 1.500.000 azioni ordinarie Guala a fronte del pagamento del medesimo prezzo per azione, pari a Euro 6,75381. Inoltre Space4 ha la facoltà di designare uno o più ulteriori investitori finanziari che partecipino all'operazione acquistando massime n. 1.480.646 azioni ordinarie Guala, agli stessi termini e condizioni di Space4. L'eventuale esercizio di tale facoltà andrà a ridurre il numero di 53.205.902 azioni ordinarie che Space4 si è impegnata ad acquistare;
- la successiva Fusione per incorporazione di Guala in Space4, sulla base di quanto previsto nel Progetto di Fusione.

Il Consiglio di Amministrazione di Guala in data 16 aprile 2018 ha altresì deliberato di sottoporre all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria di Guala, convocata in data 27 aprile 2018: (i) la modifica dell'attuale statuto sociale di Guala, al fine di: (a) eliminare l'indicazione del valore nominale delle azioni ordinarie Guala; e (b) prevedere la conversione immediatamente a seguito della medesima Assemblea, di n. 6.400.000 azioni ordinarie in altrettante azioni di categoria speciale a voto plurimo (le "Azioni B Guala"), (ii) la Fusione; (iii) un aumento di capitale a pagamento destinato ai *Managers* di Guala da eseguirsi al più tardi entro due giorni lavorativi antecedenti la data di efficacia della fusione, per massimi Euro 370.161,40, mediante l'emissione di massime n. 3.701.614 azioni prive dell'indicazione del valore nominale aventi le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie, da liberarsi integralmente mediante versamento di un importo di sottoscrizione unitario per azione pari a Euro 6,75381 (comprensivo di sovrapprezzo) d'ora in avanti anche "Aumento di Capitale Managers". A tale aumento sono abbinati n. 1.480.646 *warrant* denominati "*management warrant* Guala Closures S.p.A." (di seguito anche "*Management Warrant* Guala") da emettersi in ragione di n. 4 *Management Warrant* Guala ogni 10 azioni ordinarie Guala emesse.

Il Consiglio di Amministrazione di Guala ha altresì preso atto della necessità di procedere al riscatto da parte di Guala, degli Strumenti Finanziari Partecipativi emessi in data 22 dicembre 2014 ed interamente sottoscritti da GCL, per complessivi 50.700.000,00 Euro, entro la stipula dell'atto di Fusione, e compatibilmente con la prescrizione normativa del limite al rimborso, dettato dall'esistenza di riserve patrimoniali sufficienti. Al riguardo, gli Amministratori specificano che il rimborso in ogni caso verrà effettuato, in modo da minimizzare l'impatto sulle risorse finanziarie di Guala.

Come previsto dall'Accordo Quadro, l'esecuzione dell'operazione sarà risolutivamente condizionata al verificarsi dei seguenti eventi:

- che il numero di azioni ordinarie Space4 oggetto di esercizio del diritto di recesso sia superiore al 33% del capitale sociale ordinario di Space4, meno un'azione ordinaria di Space4. Al riguardo si precisa che i titolari di azioni ordinarie Space4 che non concorreranno all'approvazione della delibera di Fusione potranno esercitare il diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2437 del Codice Civile, a fronte della corresponsione di un valore di liquidazione unitario pari a Euro 9,903; quest'ultimo determinato dal Consiglio di Amministrazione di Space4 in data 16 aprile 2018 ai sensi dell'art. 7 dello statuto sociale di Space4 e in conformità all'articolo 2437-ter, comma 3, del Codice Civile;
- il mancato rilascio entro e non oltre il 31 dicembre 2018, dell'autorizzazione da parte di Consob alla pubblicazione del prospetto informativo di ammissione alle negoziazioni sul MTA delle azioni ordinarie e dei *market warrant* di Space4 post Fusione.

Inoltre l'esecuzione dell'operazione risulta soggetta ad alcune condizioni sospensive, tra cui:

- l'approvazione entro il 31 agosto 2018 da parte dell'Assemblea Straordinaria di Space4 delle delibere inerenti l'Operazione Rilevante (ivi incluse la Fusione, l'adozione del nuovo statuto della Società che entrerà in vigore a partire dalla data di efficacia della Fusione e la nomina del nuovo Consiglio di Amministrazione della Società post Fusione);
- l'approvazione da parte dell'Assemblea Straordinaria di Guala delle delibere inerenti l'Operazione Rilevante entro il 27 aprile 2018 o, se successivo, entro il terzo giorno lavorativo successivo all'emissione da parte della Società BDO Italia S.p.A. (quale esperto comune ai sensi dell'articolo 2501-sexies, comma 4, c.c.) della relazione sulla congruità del Rapporto di Cambio di Fusione;

- l'ottenimento, entro la data stabilita per l'Assemblea Straordinaria chiamata a deliberare in merito all'Operazione Rilevante, da parte di Space4 della *Refinancing Commitment Letter* e la consegna della stessa a GCL. Con la *Refinancing Commitment Letter* uno o più enti finanziari si impegnano a concedere alla Società, a certi termini e condizioni e sospensivamente al verificarsi di alcune condizioni tipiche per operazioni di questo tipo, un finanziamento *bridge* per un ammontare complessivo massimo pari a Euro 600.000.000, da utilizzarsi ai fini del rimborso dell'indebitamento finanziario Guala;
- il rilascio da parte di Borsa Italiana del provvedimento di ammissione alle negoziazioni sul MTA delle azioni ordinarie e dei *market warrant* di Space4 post Fusione.

In aggiunta, in data 16 aprile 2018, è stato sottoscritto, tra Space4 e Peninsula, un accordo di *back-stop* (d'ora in poi anche l'"Accordo Peninsula"), secondo cui quest'ultima si è impegnata ad acquistare le azioni ordinarie Space4, per le quali sarà eventualmente esercitato il diritto di recesso e che non saranno acquistate dai soci di Space4, ai sensi del procedimento di liquidazione di cui all'art. 2437-quater, commi da 1 a 3, del Codice Civile, fino a un controvalore massimo complessivo pari a Euro 10.000.000,00 per un prezzo pari al valore di liquidazione unitario stabilito per il recesso.

Gli Amministratori riferiscono nelle loro Relazioni che la Fusione verrà attuata mediante:

- annullamento di tutte le azioni ordinarie e Azioni B Guala, rappresentanti l'intero capitale sociale di Guala alla data di efficacia della Fusione;
- assegnazione ai titolari di azioni ordinarie Guala alla data di efficacia della Fusione diversi da Space4, di azioni ordinarie Space4 di nuova emissione e assegnazione ai titolari di azioni B Guala di Azioni B Space4 di nuova emissione, aventi sostanziali caratteristiche, ivi compresa la stessa maggiorazione del diritto di voto;
- annullamento di tutti i *Management Warrant* Guala in circolazione alla data di efficacia della Fusione; e
- assegnazione ai titolari dei *Management Warrant* Guala di *Management Warrant* Space4 di nuova emissione (i "*Management Warrant* Space4"). I *Management Warrant* Space4 avranno caratteristiche sostanzialmente analoghe a quelle degli *sponsor warrant* attualmente emessi da Space4 e, pertanto, daranno diritto alla sottoscrizione di 1 azione ordinaria Space4 a fronte di un prezzo di esercizio pari a Euro 13,00.

Pertanto, al servizio del Rapporto di Cambio, l'Assemblea di Space4 procederà con un aumento di capitale in via scindibile ai sensi dell'art. 2439, comma 2, del Codice Civile, per massimi nominali Euro 52.899.963,00 mediante emissione di massime n. 52.899.963 azioni prive di indicazione di valore nominale di cui:

- massime n. 48.577.525 azioni ordinarie Space4 da assegnare in concambio alle azioni ordinarie di Guala; e
- n. 4.322.438 Azioni B Space4, aventi caratteristiche coerenti con quelle delle Azioni B Guala, ivi compresa la stessa maggiorazione del diritto di voto, da assegnare in concambio alle azioni B Guala; e
- un ulteriore aumento di capitale in via scindibile per un ammontare massimo complessivo, comprensivo di sovrapprezzo, di Euro 13.000.071,88, da eseguirsi mediante emissione di massime n. 1.000.000 azioni ordinarie di Space4, da riservarsi all'esercizio della facoltà di sottoscrizione spettante ai portatori di *Management Warrant* Space4, in conformità al Regolamento *Management Warrant* Space4.

Alla luce di quanto sopra, il numero massimo di azioni ordinarie in concambio è stato determinato sulla base del Rapporto di Cambio di Fusione, di seguito definito ed illustrato, assumendo ipoteticamente che Space4 non proceda all'acquisto di alcuna azione ordinaria Guala nell'ambito dell'Acquisizione.

Ciò premesso, ne consegue che l'effettivo ammontare dell'aumento stesso ed il numero di azioni ordinarie assegnate in concambio sarà quindi esattamente determinato considerando il numero di azioni ordinarie Guala, non possedute da Space4 al momento della Fusione.

Infine gli Amministratori indicano che il Rapporto di Cambio di Fusione sarà soggetto ad una specifica clausola di aggiustamento, come coerentemente indicato nell'Accordo Quadro, nel caso in cui intervenissero eventuali pagamenti - specificatamente individuati nello stesso Accordo Quadro - da parte di Guala, GCL o delle società del gruppo Guala a favore degli azionisti di GCL, del proprio *management*, di parti correlate e di consulenti (d'ora in poi anche i "Leakages") nel periodo compreso tra il 1° gennaio 2018 e la Data di efficacia della fusione.

4. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro incarico abbiamo ottenuto direttamente da Space4 e Guala i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione, ed in particolare:

- il Progetto di Fusione e le Relazioni illustrative redatte dai Consigli di Amministrazione di Space4 e di Guala, approvati in data 16 aprile 2018, che illustrano e giustificano il Rapporto di Cambio, nonché i criteri di determinazione dello stesso, oltre che le ragioni che giustificano l'operazione;
- ii verbali dei Consigli di Amministrazione delle Società in data 16 aprile 2018 che hanno approvato le rispettive Relazioni di cui sopra;
- l'Accordo Quadro stipulato in data 16 aprile 2018;
- l'accordo di compravendita delle azioni provenienti da recesso di azionisti ordinari di Space4, sottoscritto tra Space4 e Penisola;
- il progetto di bilancio d'esercizio e consolidato di Guala al 31 dicembre 2017 redatto in base ai principi contabili internazionali (IFRS), corredato delle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della Società di revisione, che costituisce la situazione patrimoniale ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 19 marzo 2018;
- il progetto di bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2017 di Space4 redatto in base ai principi contabili internazionali (IFRS), corredato delle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della Società di revisione, che costituisce la situazione patrimoniale ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 23 marzo 2018;
- lo Statuto vigente delle due Società partecipanti alla fusione nonché lo Statuto post fusione;
- il Regolamento dei "market warrant Space4 S.p.A.";
- il Regolamento dei "sponsor warrant Space4 S.p.A.";
- il report di *Vendor Due Diligence* finanziaria e fiscale relativo al Gruppo Guala predisposto da KPMG Advisory in data 31 ottobre 2017;
- il report di *Due Diligence* finanziaria e fiscale relativo al Gruppo Guala, predisposto da KPMG Advisory in data 27 marzo 2018 per conto di Space4;
- la relazione di *Due Diligence* legale relativa al Gruppo Guala predisposta dallo Studio Legale Giovannelli in data 4 aprile 2018;
- il report di Guala Closures Group Vendor Phase 1 ESA Reports Review relativa alla valutazione del sito ambientale emesso da ERM in data 30 marzo 2018;
- il prospetto informativo relativo all'ammissione a quotazione sul mercato telematico degli Investment Vehicles delle azioni ordinarie e *market warrant* di Space4;
- il *business plan* del Gruppo Guala riferito al periodo 2018-2021;
- i dettagli di calcolo, dati ed informazioni contabili, extracontabili e gestionali ottenuti dagli Amministratori e da questi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio;

- la *fairness* opinion rilasciata in data 16 aprile 2018 dall'*Advisor* incaricato, su nomina di Space4 in merito alla congruità, del Rapporto di Cambio, unitamente alla presentazione di supporto delle analisi valutative alla base di suddetto documento;
- l'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni Space4 e dei *market warrant* Space4;
- il parere del Collegio Sindacale e il parere redatto dalla Società di revisione KPMG ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile circa il valore di liquidazione delle azioni Space4 in seguito all'eventuale esercizio del diritto di recesso;
- il comunicato stampa di Space4 relativo all'Operazione Rilevante rilasciato in data 16 aprile 2018;
- ogni altra informazione integrativa ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Le Società, ai fini della predisposizione della relazione ai sensi dell'articolo 2501-*sexies* del Codice Civile, hanno messo anticipatamente a nostra disposizione la documentazione di cui sopra, anche in versione di bozza, ed in particolare le risultanze in merito alla determinazione del Rapporto di Cambio.

Abbiamo infine ottenuto dagli Amministratori delle due Società una specifica ed espressa attestazione che, per quanto a loro conoscenza, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori delle Società per la determinazione del Rapporto di Cambio.

5. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

Gli Amministratori delle Società coinvolte nell'operazione di Fusione ed in considerazione delle diverse caratteristiche delle Società stesse, hanno ritenuto ragionevole utilizzare metodi di valutazione differenti, che sono stati ritenuti più idonei per esprimere il valore delle entità coinvolte nella Fusione, e che consentono di ottenere risultati omogenei e pienamente confrontabili.

Pertanto i valori relativi a Space4 e Guala sono stati determinati considerando le due entità separate e indipendenti, in ipotesi di continuità aziendale e prescindendo da qualsiasi possibile effetto derivante dalla Fusione (valutazione delle Società in ottica *stand alone*).

Tutto ciò premesso, gli Amministratori sono addivenuti ad identificare dei metodi di valutazione che hanno tenuto conto della differente natura delle Società coinvolte nella Fusione.

In particolare:

- per la valutazione di Space4, gli Amministratori hanno reputato che il vettore di valore è principalmente di natura patrimoniale ed hanno utilizzato il metodo del "Net Asset Value" ("NAV").
- per la valutazione di Guala, gli Amministratori hanno, utilizzato sia il metodo del "Discounted Cash Flow" ("DCF"), che i metodi riferiti ai Multipli di Mercato ed alle Transazioni precedenti.

Infine il Consiglio di Amministrazione di Space4 precisa di avere ottenuto dall'*Advisor* incaricato la *fairness* opinion sulla congruità del Rapporto di Cambio come citata nel paragrafo 1. L'*Advisor* incaricato ha rilasciato il parere richiesto, nel quale conferma, sulla base delle assunzioni e considerazioni espresse nel parere, la congruità del Rapporto di Cambio dal punto di vista finanziario, per Space4.

Metodo del “Net Asset Value” (“NAV”) per la valutazione di Space4

Il metodo del Net Asset Value (“NAV”) prevede la determinazione del valore del capitale economico di Space4, in base al valore equo di ciascuna delle attività e passività della Società disgiuntamente considerate. Per valore equo si intende il valore di realizzo delle attività e di estinzione delle passività al netto degli effetti fiscali eventualmente applicabili.

Ai fini valutativi, dato che la natura di Space4 implica una struttura patrimoniale costituita principalmente dalle disponibilità liquide ottenute a seguito della quotazione della stessa Società, funzionale all’operazione di aggregazione, gli Amministratori hanno ritenuto che la metodologia del NAV, improntata ad un metodo valutativo di tipo patrimoniale semplice, sia la più adeguata nel caso in specie.

Pur trattandosi di una Società quotata sul MIV, gli Amministratori hanno ritenuto di non utilizzare i valori di Borsa, in quanto formati in presenza di un limitato numero di scambi e pertanto scarsamente rappresentativi.

Le attività di Space4 sono costituite principalmente da disponibilità liquide, nonché da crediti di natura tributaria. Le passività sono costituite principalmente da debiti di natura commerciale e tributaria.

La valutazione di Space4, svolta con il metodo del NAV considera le poste patrimoniali risultanti da:

- liquidità ed altri crediti e debiti al 31 dicembre 2017;
- beneficio fiscale che Guala trarrebbe dalla Fusione grazie: (i) ai costi di IPO deducibili sostenuti da Space4 e (ii) dall’applicazione dell’agevolazione prevista dalla normativa ACE (Aiuto alla Crescita Economica).

Gli Amministratori precisano che l’ammontare della liquidità risultante alla data di efficacia della fusione potrebbe variare, rispetto a quanto iscritto nel bilancio al 31 dicembre 2017, in dipendenza dell’eventuale esercizio del diritto di recesso e, in particolare, dell’importo dell’esborso che Space4 dovrà eventualmente sostenere per acquistare le azioni ordinarie Space4 oggetto dell’eventuale esercizio del diritto di recesso, non acquistate dai soci di Space4 ai sensi dell’art. 2437-quater, commi da 1 a 3, del Codice Civile o da Peninsula ai sensi dell’Accordo Peninsula. Gli Amministratori concludono indicando che l’eventuale esercizio del diritto di recesso, non si presume possa avere un impatto significativo sul valore del NAV, tenuto conto che il valore di tale diritto è pari ad Euro 9,903.

Per quanto concerne la stima del beneficio fiscale ACE, a fini prudenziali gli Amministratori riportano che quest’ultimo è stato determinato su un incremento di patrimonio netto commisurato alle consistenze di liquidità previste al momento della Fusione, e sulla base di due differenti orizzonti temporali di calcolo. Il tasso utilizzato per attualizzare i benefici fiscali futuri è stato posto pari a quello considerato per la valutazione di Guala. Il risultato di tali valutazioni è illustrato nel successivo paragrafo 7.

Metodo del “Discounted Cash Flow” utilizzato per la valutazione di Guala

Il metodo del *Discounted Cash Flow* (“DCF”) determina il valore di una azienda in misura pari al valore attuale dei flussi di cassa che l’azienda prevede di conseguire in futuro. Tali flussi riguardano esclusivamente la gestione caratteristica, e sono depurati quindi delle influenze dei movimenti collegati alla gestione finanziaria ed alla gestione extra-caratteristica.

Nel caso di specie, gli Amministratori indicano che il metodo del DCF è stato adottato basandosi sul piano industriale di Guala per il periodo 2018-2021, elaborato sulla base di assunzioni economico-finanziarie nell’ipotesi che Guala continui ad operare autonomamente (ipotesi *stand alone*).



Il valore terminale di Guala è stato determinato dagli Amministratori basandosi sul criterio della capitalizzazione perpetua del flusso finanziario, stimato alla fine del periodo di previsione esplicita del piano.

Gli Amministratori hanno reputato opportuno utilizzare un tasso di attualizzazione dei flussi di cassa, pari al costo medio ponderato del capitale (WACC) determinato come media ponderata del costo dei mezzi propri e del capitale di terzi, calcolati con riferimento ad un tasso *risk free* del 2,28%, un *equity risk premium* del 7,54% ed un *beta unlevered* compreso in un *range* tra 0,65 e 0,75.

Al risultato del procedimento sopra descritto, indicato come valore riferito all'Enterprise Value (d'ora in poi anche "EV"), gli Amministratori hanno sottratto il valore della posizione finanziaria netta in essere alla data di riferimento della valutazione, opportunamente modificata per tenere conto di specifici aggiustamenti, ed hanno sottratto il valore del patrimonio netto di pertinenza di terzi, ed il valore contabile del fondo benefici a dipendenti.

Sulla base di quanto sopra indicato, gli Amministratori sono pervenuti ad una valutazione per il 100% del capitale economico di Guala, inclusa in un intervallo tra 562 milioni di Euro e 713 milioni di Euro, nell'ipotesi di flussi di cassa come da *business plan* di Guala, e tra 463 milioni di Euro e 599 milioni di Euro, nell'ipotesi di utilizzo di un *conservative case*, nel quale gli Amministratori hanno prudenzialmente ridotto le stime di crescita dei ricavi e della marginalità, con riferimento al periodo di piano esplicito (2019-2021).

Metodo dei moltiplicatori di mercato utilizzato per la valutazione di Guala

Gli Amministratori riferiscono che il metodo dei moltiplicatori di mercato, mira a determinare il valore di un'azienda assumendo a riferimento le indicazioni fornite dai mercati di Borsa regolamentati, relative ad aziende comparabili a quella oggetto di valutazione.

L'adozione del metodo parte dal calcolo di una serie di rapporti (cosiddetti "moltiplicatori") riferibili ad un campione di aziende comparabili che siano significativi per l'analisi in questione.

Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di Borsa, e differenti grandezze economiche che configurano l'attività aziendale e che meglio ne rappresentano la performance (quali ad esempio ricavi, EBITDA, EBIT, utile netto), di un campione di società comparabili

Come indicato nelle Relazioni degli Amministratori sul Progetto di Fusione, non esistono società quotate, in Italia o all'estero, perfettamente comparabili. Purtroppo si è potuto costruire un campione di società quotate di dimensioni variabili che, sebbene differiscano da Guala per tipologia di business, dimensioni e struttura, presentano caratteristiche tali da renderle almeno parzialmente comparabili a Guala. La scelta dei multipli ritenuti maggiormente significativi per l'analisi è stata effettuata sulla base delle caratteristiche proprie del settore e dell'attuale contesto di mercato. A tal fine sono stati selezionati quali multipli maggiormente significativi l'EV/EBITDA e l'EV/EBIT.

I moltiplicatori utilizzati per la valutazione di Guala sono risultati pertanto:

- EV/EBITDA 2018: 9,3-10,3
- EV/EBIT 2018: 13,1-14,1



I moltiplicatori EV/EBITDA e EV/EBIT sono stati applicati rispettivamente all'EBITDA e all'EBIT stimati per il 2018 di Guala. All'EV così determinato, gli Amministratori hanno sottratto il valore della posizione finanziaria netta in essere alla data di riferimento della valutazione, opportunamente modificata per tenere conto di specifici aggiustamenti, ed hanno sottratto il valore del patrimonio netto di pertinenza di terzi, ed il valore contabile del fondo benefici a dipendenti.

Sulla base delle suddette ipotesi, si è pervenuti a una valutazione per il 100% del capitale economico di Guala incluso nei seguenti intervalli:

- EV/EBITDA 2018: Euro 530-653 milioni
- EV/EBIT 2018: Euro 558-648 milioni

Metodo delle Transazioni Precedenti utilizzato per la valutazione di Guala

Il metodo dei multipli di transazioni precedenti prende in esame le grandezze rilevate in occasione di operazioni societarie di società assimilabili, in quanto operanti nello stesso settore o in settori affini, sulla base delle informazioni disponibili. Permangono le analoghe difficoltà di valutazione, nell'ambito di tale metodo, rispetto a quello dei multipli di società quotate, derivante dalla scelta del campione di società oggetto di transazioni.

A tal fine, come riferito dagli Amministratori nella loro relazione, è stato selezionato quale multiplo maggiormente significativo l'EV/EBITDA.

I moltiplicatori utilizzati per la valutazione di Guala sono risultati pertanto:
EV/EBITDA 2018: 9,0 - 10,0

Il moltiplicatore EV/EBITDA è stato applicato all'EBITDA stimato per il 2018 di Guala. All'EV così determinato, gli Amministratori hanno sottratto il valore della posizione finanziaria netta in essere alla data di riferimento della valutazione, opportunamente modificata per tenere conto di specifici aggiustamenti, ed hanno sottratto il valore del patrimonio netto di pertinenza di terzi, ed il valore contabile del fondo benefici a dipendenti.

Sulla base delle suddette ipotesi, si è pervenuti a una valutazione per il 100% del capitale economico di Guala incluso nei seguenti intervalli:

- EV/EBITDA 2018: Euro 495-618 milioni

6. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Gli Amministratori di Space4 e Guala hanno evidenziato nelle loro relazioni di aver incontrato taluni limiti e difficoltà che, nel caso in esame, possono così sintetizzarsi:

- nella valutazione di Guala, gli Amministratori hanno utilizzato dati economici e finanziari prospettici i quali presentano, per loro natura, alcuni elementi di incertezza. Pertanto eventuali scostamenti tra i risultati previsti e quelli che effettivamente si manifesteranno, potrebbero avere anche effetti significativi sulle stime proposte;
- Il metodo del Discounted Cash Flow è nel caso di specie stato applicato a quattro esercizi per i quali il management di Guala ha esplicitato delle proiezioni. Pertanto il valore risultante dalla metodologia in essere è molto sensibile alle assunzioni valutative atte a determinare il valore terminale, oltre l'orizzonte di piano (circa l'81% del valore espresso dal metodo in essere);



- i moltiplicatori utilizzati dagli Amministratori per la valutazione di Guala sono stati calcolati sulla base dei prezzi di borsa dei titoli delle società quotate maggiormente comparabili le quali, tuttavia, presentano differenze talvolta significative, per il profilo dimensionale e soprattutto la tipologia di Business operato, rispetto a Guala;
- le quotazioni delle azioni Space4 sul mercato MIV si riferiscono a un numero di scambi relativamente limitato, pertanto gli Amministratori hanno ritenuto non opportuno prendere a riferimento i valori borsistici, quale indicatore del valore del capitale economico di Space4.

7. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori delle Società

In applicazione delle sopra descritte metodologie e tenuto conto del processo negoziale, gli Amministratori sono pervenuti ai seguenti risultati:

Valore unitario delle azioni Space4

Il capitale sociale di Space4 alla data di riferimento delle valutazioni è costituito da n. 50.000.000 azioni ordinarie e n. 1.250.000 azioni speciali. Per queste ultime, gli Amministratori hanno considerato che queste, pur in presenza di una limitazione ai benefici economici, incorporano comunque un meccanismo di conversione automatico in azioni ordinarie, ai sensi dell'art.5 dello statuto; pertanto, sulla base di questi elementi, e considerando che la valutazione di Space4 è sviluppata secondo una logica di tipo strettamente patrimoniale, gli Amministratori stimano il valore attribuibile alle azioni speciali pari a quello delle azioni ordinarie.

Tutto ciò premesso, il valore unitario delle azioni Space4 è stato determinato considerando un numero complessivo di azioni, pari alla somma di:

- 50.000.000 azioni ordinarie Space4 attualmente in circolazione;
- 1.968.750 azioni ordinarie Space4, rinvenienti dalla conversione automatica alla data di efficacia dell'Operazione Rilevante del 35% delle azioni speciali;
- 812.500 azioni ordinarie Space4, rinvenienti dalla conversione automatica delle residue azioni speciali, non ancora convertite entro 60 mesi dalla data di efficacia della Fusione.

In conclusione, tenuto conto di quanto sopra e sulla base della metodologia NAV descritta in precedenza, il valore unitario attribuibile alle azioni ordinarie Space4 ricade in un range compreso tra Euro 9,77 ed Euro 10,09. Il Consiglio di Amministrazione ha anche preso atto che il prezzo medio delle azioni Space4 a partire dalla data di efficacia della Quotazione Space4, e fino al 13 aprile 2018 era pari a Euro 9,903.

Tutto ciò premesso e tenuto conto del processo negoziale, il valore unitario delle azioni Space4 è stato determinato dagli Amministratori, ai fini della Fusione, in un importo pari ad Euro 10,00.

Valore del capitale economico di Guala

Sulla base dei criteri indicati al paragrafo 5, e tenuto conto del processo negoziale, gli Amministratori hanno attribuito al 100% del capitale economico di Guala un valore arrotondato pari a 504 milioni di Euro.

Valore unitario delle azioni Guala

Il capitale sociale di Guala alla data di riferimento delle valutazioni è costituito da n. 74.624.491 azioni ordinarie. Pertanto gli Amministratori hanno determinato il valore unitario delle azioni Guala, ai fini della Fusione, in un importo pari ad Euro 6,75381.

Determinazione del Rapporto di Cambio

In data 16 aprile 2018 i Consigli di Amministrazione delle Società hanno approvato il Rapporto di Cambio che prevede n. 0,675381 azioni di Space4 S.p.A. di nuova emissione per ogni azione di Guala Closures S.p.A.

Inoltre, per ogni Management Warrant Guala, saranno emessi n. 0,675381 Management Warrant Space4.

Infine il Progetto di Fusione prevede una espressa pattuizione secondo la quale, con esclusivo riferimento al solo Rapporto di Cambio di Fusione, da applicarsi alle azioni ordinarie Guala e alle Azioni B Guala, questo potrà essere oggetto di adeguamento, nel caso in cui prima della realizzazione della Operazione Rilevante siano accertati casi di Leakages, come sopra definiti.

In tal caso, il valore unitario per Azione Guala, da utilizzarsi nella formula di determinazione del Rapporto di Cambio, sarà determinato come segue:

$6,75381 - (\text{ammontare complessivo dei Leakages} / \text{numero complessivo azioni Guala pari a n. } 74.624.491)$.

8. Lavoro svolto

Per le finalità del nostro incarico, abbiamo svolto una lettura critica delle Relazioni degli Amministratori e dell'ulteriore documentazione relativa alla Fusione, indicata nel precedente paragrafo 4, nonché delle bozze di lavoro già messe a nostra disposizione, precedentemente alla data di predisposizione dei rispettivi documenti nella versione finale.

Con riferimento alle procedure svolte in relazione alla documentazione utilizzata, abbiamo:

- preso visione del provvedimento del Tribunale di Milano di nomina di BDO Italia S.p.A. in qualità di esperto ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile;
- effettuato colloqui con le società di revisione, al fine di comprendere i principi contabili utilizzati nella predisposizione dei rispettivi bilanci delle Società chiusi al 31 dicembre 2017, ed i fatti salienti concernenti la redazione degli stessi. Il sopradescritto lavoro è stato svolto nella misura ritenuta necessaria per lo svolgimento dell'incarico conferitoci;
- ottenuto informazioni da parte della società di revisione KPMG S.p.A. relativamente all'attività di revisione contabile da questa svolta sul bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017 di Space4;
- ottenuto informazioni da parte della società di revisione KPMG S.p.A. relativamente all'attività di revisione contabile da questa svolta sul bilancio di esercizio e consolidato al 31 dicembre 2017 di Guala;
- svolto una lettura critica:
 - i) del Progetto di Fusione, al fine di verificare la struttura generale della Fusione;
 - ii) delle Relazioni e, in particolare, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori al fine di riscontrarne l'adeguatezza, nelle circostanze, sotto il profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà;
- discusso con la Direzione della Società Incorporante il procedimento utilizzato per la stima del capitale economico di Space4 determinato dagli Amministratori mediante l'applicazione del metodo del NAV;
- esaminato i verbali dei Consigli di Amministrazione di Space4 e di Guala del 16 aprile 2018;
- esaminato, per le sole finalità di cui al presente lavoro, gli statuti di Space4 e di Guala;
- svolto un esame critico dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, raccogliendo elementi utili per accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Rapporto di Cambio;

- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dagli Amministratori in ordine ai metodi valutativi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- verificato con esame critico, l'analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la stima del valore di Space4 e Guala, al fine di analizzare quanto il Rapporto di Cambio sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri ritenuti significativi;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- verificato la correttezza aritmetica del calcolo del Rapporto di Cambio;
- analizzato il parere (*fairness opinion*) emesso dall'*Advisor* incaricato con riferimento al Rapporto di Cambio, anche tramite colloqui con lo stesso;
- esaminato i comunicati stampa resi al mercato da Space4 nell'ambito della Fusione;
- raccolto, attraverso colloqui con le Direzioni delle Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di riferimento delle situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2017 in ordine ad eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sulla determinazione del Rapporto di Cambio;
- ottenuto formale attestazione dei legali rappresentanti delle Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione, ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, tali da influenzare il Rapporto di Cambio, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

Le sopradescritte attività sono state svolte soltanto nella misura necessaria per le finalità dell'incarico indicato nel precedente paragrafo 1.

9. Commenti sull'adeguatezza dei metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori relativi alle singole Società, effettuata attraverso l'applicazione di criteri diversi ma comunque tali da ottenere risultati omogenei e comparabili, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio; tale stima, pertanto, non è utilizzabile per finalità diverse.

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

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di Fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo, e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle Società in relazione ad operazioni diverse dalla Fusione.

Tutto ciò premesso, riportiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, ragionevolezza e non arbitrarietà dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, nonché sulla loro corretta applicazione:

- i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori sono largamente diffusi nella prassi professionale italiana e internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati dagli Amministratori attraverso un percorso metodologico di generale accettazione;

- l'approccio seguito dagli Amministratori, che ha portato all'applicazione di differenti metodologie per le due Società, appare adeguato nella fattispecie in considerazione delle differenti caratteristiche e della differente natura e attività svolta ed ha consentito di ottenere risultati confrontabili e utili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- le valutazioni elaborate dagli Amministratori sono state sviluppate in ottica *stand-alone*, ovverosia le valutazioni sono state effettuate in ipotesi di continuità di gestione di Space4 e Guala, senza considerare i benefici derivanti dalle possibili sinergie tra le due aziende. Tale scelta risulta ragionevole ed appare in linea con l'orientamento della dottrina aziendalistica e con la prassi di tale tipologia di operazioni;
- l'applicazione del metodo patrimoniale del NAV per la valutazione del capitale economico di Space4, risulta in linea con la prassi professionale, e comunemente accettato per quanto concerne la valutazione di una SPAC (Special Purpose Acquisition Company, quale Space4). Infatti tale metodo appare particolarmente idoneo a rappresentare il valore economico del capitale di una azienda, priva di specifica attività operativa, ma improntata alla gestione delle proprie risorse finanziarie. A tale proposito il valore unitario delle azioni Space4 utilizzato ai fini del concambio ricade nell'intervallo di valori di Euro 9,77 - Euro 10,09 determinato dagli Amministratori con la metodologia descritta in precedenza;
- la scelta degli Amministratori di non utilizzare parametri valutativi per Space4 improntati ai valori di borsa appare adeguata, tenuto conto della scarsa rappresentatività degli scambi relativi al titolo sul mercato MIV;
- l'applicazione del metodo DCF per Guala trova ampia applicazione nella prassi professionale e la scelta degli Amministratori di far ricorso a tale metodo, risulta pertanto adeguata, nelle circostanze. Infatti tale metodo consente di apprezzare il valore di una Società, alla luce della previsione dei flussi di cassa futuri generati dalla attività operativa. Inoltre gli Amministratori hanno considerato, a fini prudenziali un *conservative case*, nel quale gli Amministratori hanno prudenzialmente ridotto le stime di crescita dei ricavi e della marginalità, con riferimento al periodo di piano esplicito (2019-2021);
- l'applicazione delle metodologie improntate ai Multipli di Mercato ed alle Transazioni Precedenti per Guala, ed in particolare la scelta dei moltiplicatori applicabili alle grandezze economiche Ebitda e Ebit, trova ampia applicazione nella prassi professionale e pertanto la scelta degli Amministratori, in tal senso, risulta adeguata alle circostanze;
- l'applicazione delle metodologie sopra descritte, ha condotto gli Amministratori ad individuare alcuni intervalli di valori per il 100% del capitale economico di Guala. Nell'ambito del processo negoziale tra le parti, il valore finale attribuito a Guala si colloca all'interno di intervalli determinati da due su tre metodologie valutative, individuati come sopra, confermando la ragionevolezza ed adeguatezza dei metodi adottati;
- gli Amministratori hanno preso atto che il prezzo medio delle azioni Space4 a partire dalla data di efficacia della Quotazione e fino al 13 aprile 2018 era pari a Euro 9,903. Al riguardo tenuto conto anche del processo negoziale la scelta degli Amministratori di individuare in Euro 10,00 il valore unitario delle azioni Space4 appare, nelle circostanze, accettabile e coerente con le limitate negoziazioni del titolo Space4 richiamate nella relazione;
- le analisi di sensitività da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, dell'applicazione delle metodologie utilizzate confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori;

r

- gli Amministratori, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, hanno tenuto in considerazione la presenza di differenti categorie di azioni rappresentanti il capitale sociale di Space4. In particolare gli Amministratori hanno parificato il valore delle azioni speciali a quello delle azioni ordinarie, tenuto conto che le prime incorporano comunque una opzione di conversione in azioni ordinarie a titolo gratuito. Pertanto, tenuto conto che la logica di determinazione del valore di Space4 è di tipo patrimoniale, gli Amministratori hanno stimato che il valore attribuibile alle azioni speciali fosse uguale a quello attribuibile alle azioni ordinarie. Alla luce delle motivazioni espresse, l'approccio seguito dagli Amministratori appare, sotto questo profilo, adeguato nelle circostanze e non arbitrario, e riscontrabile sul mercato in altre operazioni similari;
- Con riferimento al numero di azioni da considerare per la determinazione del valore unitario dell'azione Space4, gli Amministratori hanno considerato, oltre alle azioni ordinarie in circolazione, il numero delle azioni ordinarie che deriveranno dal meccanismo di conversione automatica all'efficacia della Fusione, e le residuali azioni speciali, che saranno comunque oggetto di conversione. Per contro gli Amministratori non hanno considerato i potenziali effetti diluitivi derivanti dall'eventuale esercizio dei market warrant e degli sponsor warrant. Tale scelta, pur se non espressamente motivata all'interno delle relazioni degli Amministratori, risulta in linea con la prassi riscontrata, e ragionevole nelle circostanze, in quanto l'esercizio dei warrant risulta soggetto ad eventi futuri (in particolare, all'andamento futuro delle quotazioni di borsa di Space4), ad oggi non prevedibili con sufficiente certezza.

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

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione dell'incarico a noi conferito abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti dalle Società partecipanti alla Fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo.

Le procedure descritte nel presente parere sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sulla congruità, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà nelle circostanze, dei metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione delle Società per determinare il Rapporto di Cambio ed illustrati nelle Relazioni degli Amministratori.

Pertanto, le considerazioni svolte nel presente parere non hanno alcuna validità per finalità diverse e non attengono in alcun modo all'opportunità della Fusione né alle rispettive motivazioni per come espresse nelle Relazioni.

Esula ovviamente dall'oggetto del presente parere anche ogni considerazione circa le determinazioni dei Consigli di Amministrazione in ordine alla struttura della Fusione, ai relativi adempimenti inclusi quelli di natura legale e fiscale.

Relativamente ai limiti specifici incontrati nell'espletamento del presente incarico, si segnala quanto segue:

- le valutazioni effettuate dagli Amministratori attraverso l'applicazione del metodo DCF si fondano sull'utilizzo di dati economici e finanziari previsionali, contenute nel business plan di Guala che, per loro natura, sono caratterizzati da alcuni elementi di incertezza. Pertanto, stante l'aleatorietà connessa alla realizzazione di eventi futuri, in relazione all'effettivo concretizzarsi di tali eventi ed alla relativa tempistica, lo scostamento tra dati consuntivi e dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero gli eventi previsti dalle assunzioni ipotizzate;
- i multipli utilizzati nell'ambito della valutazione secondo il metodo dei moltiplicatori di mercato per la valutazione di Guala sono stati determinati sulla base dei prezzi di borsa dei titoli delle società di un campione ritenuto rappresentativo; tuttavia le società del campione individuato presentano differenze talvolta significative, per il profilo dimensionale e per la tipologia di Business operato, rispetto a Guala;

- i multipli utilizzati nell'ambito della valutazione secondo il metodo dei moltiplicatori di transazioni precedenti per la valutazione di Guala, sono stati determinati sulla base di valori di transazioni relative a società di un campione ritenuto rappresentativo; tuttavia le società del campione individuato presentano differenze talvolta significative, per il profilo dimensionale e per la tipologia di Business operato, rispetto a Guala.

Si richiama, inoltre, l'attenzione sui seguenti aspetti:

- L'operazione di Fusione qui descritta ha coinvolto soggetti indipendenti e la determinazione del Rapporto di Cambio è frutto di un processo negoziale tra le parti;
- Il perfezionamento dell'operazione di Fusione è subordinato, oltre che all'approvazione da parte delle Assemblee Straordinarie di Space4 e Guala, al verificarsi di una serie di condizioni sospensive e risolutive indicate dagli Amministratori nelle loro relazioni;
- dalle relazioni degli Amministratori emerge che il valore per azione di Space4 individuato ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, pari ad Euro 10,00 diverge dal valore per azione della medesima Space4 determinato dal Consiglio di Amministrazione ai fini dell'esercizio del diritto di recesso, pari ad Euro 9,903. Tale valore di liquidazione delle azioni è stato determinato dagli Amministratori di Space4 ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile ed è stato oggetto dei pareri del Collegio Sindacale e della società di revisione di Space4;
- il *business plan* di Guala, peraltro quadriennale, non è stato formalmente approvato dal Consiglio di Amministrazione di detta Società. Fermo restando che una formale approvazione dello stesso sarebbe risultata senz'altro più in linea con quanto usualmente accade, nelle circostanze si è tenuto conto del fatto che detto *business plan* risulta comunque espressamente richiamato sia nel Progetto di Fusione, sia nell'ambito delle Relazioni, e le relative proiezioni economico-finanziarie sono state utilizzate dagli Amministratori per lo sviluppo delle metodologie valutative prescelte e indicate al precedente paragrafo 5.

11. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come illustrate nella presente Relazione, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Space4 e Guala siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio contenuto nel Progetto di Fusione, ed indicato nel precedente paragrafo 7 di questa relazione.

* * * * *

Milano, 26 aprile 2018

BDO Italia S.p.A.

Giovanni Rovelli
Socio