

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ART. 2501 SEXIES DEL CODICE CIVILE

Agli Azionisti di
Poligrafica San Faustino S.p.A.

Ai Soci di
Campi S.r.l.

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

Abbiamo ricevuto dal Tribunale di Brescia, con provvedimento del 25 marzo 2021, l'incarico di redigere, quale esperto comune per le società Campi S.r.l. (di seguito "Campi" o la "Società Incorporante") e Poligrafica San Faustino S.p.A. (di seguito "PSF" o la "Società Incorporanda" e, insieme a Campi, le "Società"), ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio fra le azioni di Campi e le azioni di PSF, nell'ambito della fusione per incorporazione di PSF in Campi (di seguito la "Fusione"), più ampiamente descritta al successivo paragrafo 2.

A tale fine, abbiamo ricevuto da Campi e da PSF il progetto di fusione redatto ai sensi dell'art. 2501 *ter* del Codice Civile (di seguito il "Progetto di Fusione"), approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 30 aprile 2021, corredato delle relazioni degli Amministratori di Campi e di PSF richieste dalla normativa (di seguito, rispettivamente, le "Relazioni" e gli "Amministratori"), che illustrano e giustificano il Progetto di Fusione medesimo e, in particolare, il rapporto di cambio fra le azioni delle Società, ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile. Inoltre, abbiamo ricevuto dagli Amministratori il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2020 di PSF approvato dall'Assemblea degli Azionisti tenutasi in data 16 aprile 2021 e una situazione economica e patrimoniale di Campi al 14 aprile 2021 approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società tenutosi in data 14 aprile 2021, che costituiscono le situazioni patrimoniali di riferimento per la Fusione ai sensi e per gli effetti di cui al comma 2 dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile.

Il Progetto di Fusione, che prevede un rapporto cambio di n. 4,296 azioni Campi post-trasformazione in società per azioni per ogni azione di PSF (di seguito il "Rapporto di Cambio" o "Concambio"), sarà sottoposto, al fine di assumere le deliberazioni di cui all'art. 2502 del Codice Civile, all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di Campi e PSF.

Con l'approvazione del Progetto di Fusione, l'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di Campi sarà anche chiamata a deliberare i) la trasformazione della società da Società a responsabilità limitata a Società per Azioni e ii) l'adozione di un nuovo statuto sociale, il quale prevedrà, *inter alia*, le seguenti modifiche evidenziate dagli Amministratori nelle Relazioni:

- la modifica della denominazione sociale in “Poligrafica S. Faustino S.p.A.”;
- la suddivisione dell’attuale capitale sociale in n. 10.000 azioni da assegnare ai soci della Società Incorporante in proporzione alle quote da essi possedute al momento di efficacia della Fusione;
- l’aumento del capitale sociale di Euro 4.900.000, mediante emissione di un numero di azioni indicativamente pari a n. 4.900.000 prive di valore nominale espresso;
- l’adozione del regime di dematerializzazione delle azioni, ai sensi degli artt. 83-bis e seguenti del TUF.

Nelle Relazioni gli Amministratori segnalano inoltre che la Fusione rappresenta un’operazione tra parti correlate (di seguito, “OPC”) di maggiore rilevanza ai sensi e per gli effetti del Regolamento OPC e della procedura in materia di operazioni con parti correlate, approvata dal Consiglio di Amministrazione di PSF ai sensi dell’art. 2391-bis del codice civile e del Regolamento OPC.

A tal proposito, gli Amministratori riferiscono nelle Relazioni che il comitato controllo e rischi di PSF, facente funzioni di comitato per le operazioni con parti correlate (il “Comitato Controllo e Rischi”), è stato coinvolto nella fase dell’istruttoria e dell’approvazione della proposta di deliberazione da sottoporre all’assemblea straordinaria degli azionisti di PSF in relazione alla Fusione. In data 29 aprile 2021 il Comitato Controllo e Rischi ha espresso, a maggioranza e con l’astensione di un Amministratore, in ragione della sua correlazione, il proprio parere favorevole in merito alla sussistenza dell’interesse di PSF al compimento dell’operazione di Fusione, nonché circa la convenienza e la correttezza sostanziale dei termini e delle condizioni di cui al Progetto di Fusione.

A seguito di tali modifiche, gli Amministratori evidenziano che qualora le assemblee straordinarie degli azionisti di PSF e Campi approvino il Progetto di Fusione, agli Azionisti della PSF che non abbiano concorso alla deliberazione di approvazione della Fusione spetterebbe il diritto di recesso ai sensi degli artt. 2437, comma 1, lett. g) e 2437quinquies del codice civile, derivando dalla delibera di Fusione l’eliminazione del meccanismo del voto di lista di cui all’art. 147-ter TUF, nonché l’esclusione dalla quotazione delle azioni di PSF.

2. SINTESI DELL’OPERAZIONE

L’operazione ha per oggetto la Fusione per incorporazione di PSF in Campi.

Campi

Campi è una società a responsabilità limitata di diritto italiano, ha sede legale in Castrezzato, Via Valenca 15, capitale sociale Euro 10.000 interamente sottoscritto e versato, e codice fiscale e partita IVA n. 04228490985, n. REA: BS – 598511.

Campi è stata costituita in data 11 novembre 2020 e ha optato di chiudere il primo esercizio sociale della Società in data 31 dicembre 2021. Tale fatto rende non disponibile, ai fini della Fusione, la presenza di un bilancio di esercizio approvato dagli organi assembleari della società stessa.

Alla data del Progetto di Fusione, le quote di Campi sono detenute in maniera paritetica da 5 Soci, come dettagliato di seguito:

Socio	% del capitale sociale
Francesco Frigoli	20
Giovanni Frigoli	20
Alberto Frigoli	20
Emilio Frigoli	20
Giuseppe Frigoli	20
Totale	100

PSF

PSF è una società per azioni di diritto italiano con sede legale in Castrezzato, Via Valenca 15, e capitale sociale Euro 6.161.592,12 interamente sottoscritto e versato. Il codice fiscale e partita IVA della società sono il n. 01251520175, n. REA: BS – 250377. Le azioni della PSF sono quotate sul MTA, nel segmento “STAR” (Segmento Titoli con Alti Requisiti), gestito da Borsa Italiana S.p.A..

La seguente tabella indica – sulla base delle comunicazioni diffuse ai sensi dell’art. 120, comma 2, del TUF e della Parte III, Titolo III, Capo I, Sezione I del Regolamento Emittenti, integrate con le ulteriori informazioni in possesso della Società Incorporanda – gli Azionisti di PSF alla data del Progetto di Fusione.

Azionista	Numero di Azioni	% del capitale sociale	% dei diritti di voto per effetto della maggiorazione degli stessi	% dei diritti di voto in considerazione delle azioni proprie
<i>Francesco Frigoli</i>	110.059	9,796	13,101	13,616
<i>Giovanni Frigoli</i>	107.909	9,605	12,988	13,499
<i>Alberto Frigoli</i>	107.807	9,596	12,976	13,487
<i>Emilio Frigoli</i>	107.686	9,585	12,961	13,471
<i>Giuseppe Frigoli</i>	107.127	9,535	12,894	13,487
<i>Andrea Collalti Flottante</i>	60.791	5,411	3,658	3,800
	459.201	40,872	27,635	28,7300
<i>Azioni proprie</i>	62.903	5,599	3,790	/
Totale	1.123.483	100	100	100

Operazione

Gli Amministratori indicano nel Progetto di Fusione che la fusione per incorporazione di PSF in Campi mira alla revoca dalla quotazione sul MTA delle azioni di PSF, con conseguenti benefici per l’intero gruppo societario attualmente facente capo a PSF (il “Gruppo PSF”).

In particolare, le principali motivazioni economiche addotte dagli Amministratori e presentate nel Progetto di Fusione a giustificazione della Fusione sono le seguenti:

- i. addivenire alla revoca dalla quotazione sul MTA delle azioni di PSF (il "Delisting"), stante la scarsa liquidità dei relativi titoli negoziati sul MTA, la quale non giustificherebbe la permanenza in quotazione delle azioni della Società Incorporanda. Secondo quanto espresso dagli Amministratori, infatti, la quotazione sul MTA di PSF non avrebbe permesso di valorizzare adeguatamente il Gruppo PSF, e pertanto gli stessi hanno valutato necessario procedere a una riorganizzazione di PSF, finalizzata all'ulteriore rafforzamento della stessa, operazione che secondo gli Amministratori risulterebbe più facilmente perseguibile nello status di non quotata. Inoltre, gli Amministratori evidenziano che il Delisting consentirebbe alla PSF di eliminare i costi derivanti dalla quotazione (con conseguenti benefici per l'intero Gruppo PSF);
- ii. ottenere una maggiore flessibilità gestionale e di governance, stante l'eliminazione delle procedure e delle formalità previste dalla normativa vigente per le società quotate, indipendentemente dalle loro attività e dimensioni operative, con conseguente possibilità di assumere tempestivamente decisioni strategiche;
- iii. liberare risorse economiche e finanziarie da dedicare alla riorganizzazione societaria e di business che si ritenessero opportune e/o in linea con gli obiettivi di crescita e sviluppo delle Società.

In data 30 aprile 2021 i Consigli di Amministrazione delle Società hanno approvato, tra l'altro, il Progetto di Fusione e predisposto le rispettive Relazioni che propongono un Rapporto di Cambio di:

4,296 azioni di Campi di nuova emissione	<i>per</i> <i>ogni</i>	1 azione ordinaria di PSF
---	---------------------------	---------------------------

Gli Amministratori hanno altresì indicato che non sono previsti conguagli in denaro.

Ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile, la Fusione verrà deliberata sulla base della situazione economica e patrimoniale di Campi al 14 aprile 2021 e del bilancio d'esercizio di PSF chiuso al 31 dicembre 2020, approvati rispettivamente dal Consiglio di Amministrazione della Campi in data 14 aprile 2021 e dall'Assemblea degli Azionisti di PSF in data 16 aprile 2021.

Sulla base di quanto previsto dal Progetto di Fusione, al servizio del Concambio, Campi emetterà sino a un massimo di 4.900.000 nuove azioni ordinarie prive del valore nominale, cui corrisponde un aumento di capitale complessivo pari a massimi Euro 4.900.000.

Con l'approvazione del Progetto di Fusione, lo statuto della Società Incorporante sarà modificato, oltre che per riflettere le modifiche relative all'aumento di capitale al servizio della Fusione, anche per recepire ulteriori modifiche, come riportato al precedente paragrafo 1. *Motivo ed oggetto dell'incarico.*

Le modifiche statutarie indicate precedentemente verranno sottoposte all'Assemblea Straordinaria dei Soci di Campi che sarà convocata per l'approvazione del Progetto di Fusione. Il testo completo dello Statuto Post-Fusione è riportato in allegato al Progetto di Fusione.

Antecedentemente alla fusione, in data 26 novembre 2020, Campi aveva promosso un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle azioni ordinarie di PSF (l'"Offerta Pubblica di Acquisto delle azioni di PSF"). All'esito di tale offerta, i cui risultati definitivi sono stati comunicati al mercato in data 27 gennaio 2021, non erano state raggiunte le condizioni necessarie per l'efficacia della stessa.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Al fine di fornire ai Soci di Campi e agli Azionisti di PSF idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione dello stesso, i valori risultanti dall'applicazione di tali metodi e le difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori stessi; essa contiene inoltre le nostre considerazioni sull'adeguatezza nelle circostanze di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società.

Al riguardo, gli Amministratori, a supporto della propria valutazione, hanno nominato STS Legal, quale *financial advisor* di Campi e PSF (l'"Advisor"), in qualità di esperto indipendente con la finalità di assistere i Consigli di Amministrazione nella determinazione del rapporto di cambio da adottare con riferimento alla Fusione. L'Advisor ha trasmesso alla società le suddette analisi, datate 26 aprile 2021, che sono state utilizzate dagli Amministratori a supporto delle proprie deliberazioni relative al Rapporto di Cambio.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da Campi e da PSF i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare, abbiamo acquisito e analizzato la documentazione e le informazioni di seguito riportate:

- il progetto di Fusione redatto dai Consigli di Amministrazione delle Società coinvolte nella Fusione ai sensi dell'art. 2501 *ter* del Codice Civile e approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione del 30 aprile 2021;
- la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Campi, datata 30 aprile 2021, redatta dagli Amministratori della stessa ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile, indirizzata all'Assemblea Straordinaria;

- la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di PSF, datata 30 aprile 2021, redatta ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile, indirizzata all'Assemblea Straordinaria;
- la situazione economica e patrimoniale di Campi al 14 aprile 2021 redatta in base ai principi contabili nazionali e non sottoposta a revisione contabile;
- il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato di PSF chiusi al 31 dicembre 2020 redatti in base ai principi contabili internazionali e relative relazioni di revisione emesse da Fidital Revisione S.r.l. in data 25 marzo 2021;
- la relazione "*Opinion sulla determinazione del rapporto di concambio relativo alla fusione per incorporazione della Poligrafica San Faustino S.p.A. in Campi S.r.l.*" datata 26 aprile 2021 predisposta dall'Advisor a supporto del Rapporto di Cambio determinato dagli Amministratori di Campi e PSF Group;
- il provvedimento di nomina dell'esperto comune ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile, emesso dal Tribunale di Brescia in data 25 marzo 2021;
- gli statuti vigenti delle Società coinvolte nell'operazione di Fusione;
- lo statuto post-Fusione e post-trasformazione di Campi;
- i verbali delle riunioni dei Consigli di Amministrazione di Campi e PSF del 30 aprile 2021 inerenti la Fusione;
- il piano industriale di PSF per il periodo 2021-25 approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 21 aprile 2021 (di seguito "*Business Plan di PSF*");
- dettagli di calcolo, dati e informazioni ottenuti dagli Amministratori e da questi utilizzati a supporto del Rapporto di Cambio;
- comunicati stampa resi al mercato da PSF in relazione alla Fusione;
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni PSF registrate sul Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana S.p.A. nel segmento *STAR* e altre informazioni quali volatilità del titolo e volumi di scambio giornalieri, ottenute attraverso banche dati specializzate;
- il verbale del Comitato Controllo e Rischi con funzione di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, nel quale lo stesso comitato ha dato parere favorevole in merito alla sussistenza dell'interesse di PSF al compimento della Fusione;
- i documenti pubblicati dalla PSF con riferimento all'Offerta Pubblica di Acquisto lanciata dalla Campi nei confronti di PSF in data 26 novembre 2020;
- ogni ulteriore documentazione contabile, extracontabile e di tipo statistico ritenuta necessaria nell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo altresì ottenuto attestazione da parte degli Amministratori che, per quanto a loro conoscenza, alla data della presente relazione non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

La finalità perseguita dagli Amministratori è stata quella di esprimere una stima comparativa dei valori delle Società, focalizzando il proprio esercizio di stima sulla valutazione della società PSF, in quanto la società Campi, costituita nel novembre 2020, è stata valorizzata sulla base dei valori patrimoniali, non avendo la stessa avviato un proprio business nel periodo antecedente la Fusione, e avendo la stessa compiuto solo operazioni volte al lancio di un'Offerta Pubblica di Acquisto sulle azioni di PSF e, successivamente, volte all'organizzazione della Fusione.

Le valutazioni delle Società sono riferite alle date convenzionali del 31 dicembre 2020 con riferimento a PSF, ossia alla data di chiusura dell'esercizio sociale, e del 14 aprile 2021 con riferimento a Campi, ovvero alla più recente data con riferimento alla quale è stata predisposta una situazione patrimoniale di Campi.

5.1 Considerazioni metodologiche

L'individuazione delle metodologie nel processo di valutazione è effettuata in funzione delle caratteristiche delle Società e delle attività coinvolte nella Fusione e degli obiettivi della valutazione stessa. In linea generale il principio base delle valutazioni ai fini della determinazione dei rapporti di cambio consiste nell'omogeneità dei criteri di analisi e di stima per le Società coinvolte nella Fusione. Tale principio generale non è applicabile alla Fusione in analisi, in quanto, come già indicato, la società Campi è stata recentemente costituita e non ha avviato attività di business ulteriori rispetto a i) la promozione dell'Offerta Pubblica di Acquisto delle azioni di PSF e a ii) l'organizzazione e partecipazione alla Fusione e, pertanto, gli Amministratori hanno ritenuto che il metodo di stima più adeguato nelle circostanze per la valutazione di Campi sia rappresentato dal valore patrimoniale alla data di valutazione.

Con riferimento alla Società PSF, alla luce dell'operatività del Gruppo PSF e della prassi valutativa relativa a operazioni simili in Italia e all'estero, gli Amministratori, con il supporto dell'Advisor, hanno identificato, quale metodo principale da utilizzare per la determinazione del Rapporto di Cambio, il metodo analitico denominato *Discounted Cash Flow*, considerato quello più adatto a incorporare le previsioni economico-finanziarie future delle Società. Al fine di identificare un metodo di controllo, gli Amministratori hanno altresì fatto riferimento ad alcuni metodi di mercato applicando segnatamente il metodo delle quotazioni di borsa e il metodo dei multipli di borsa.

In merito alle metodologie di valutazione, di cui sopra, si ritiene opportuno specificare quanto segue:

- Metodo patrimoniale. Il metodo patrimoniale è stato utilizzato unicamente per la valutazione della società Campi. Il metodo patrimoniale è stato ritenuto il più adatto dagli Amministratori in quanto in grado di esprimere il reale valore della società alla data di riferimento sulla base delle attività e passività esistenti alla data, non avendo la società Campi, alla data, ancora intrapreso alcuna attività imprenditoriale;
- Metodo analitico (Discounted Cash Flow o "DCF"). Il DCF è stato adottato unicamente per la determinazione del valore (ai fini del Rapporto di Cambio) di PSF in quanto gli Amministratori hanno ritenuto che questo metodo riflettesse a pieno le prospettive societarie delineate dal piano industriale redatto dal management di PSF. Di conseguenza, il metodo DCF, ai fini dell'analisi svolta per la definizione del Rapporto di Cambio, è stato preso a riferimento come metodo principale per la PSF. È opinione degli Amministratori, infatti, che tale metodologia valutativa sia più adatta di altre a cogliere le prospettive autonome proprie della PSF;
- Metodo di mercato (quotazioni di borsa). Questo metodo, utilizzato unicamente per PSF è stato adottato con la finalità di verificare la valorizzazione emersa dall'applicazione del metodo principale con un parametro di mercato.
- Metodo di mercato (multipli di borsa). Questo metodo, anch'esso utilizzato unicamente per PSF in quanto società operativa per la quale gli Amministratori hanno individuato altre società quotate dagli stessi ritenute comparabili, è stato adottato con la finalità di verificare la valorizzazione emersa dall'applicazione del metodo principale con un parametro di mercato.

Di seguito, per una maggiore informativa dei destinatari della presente relazione, si fornisce una descrizione teorica delle metodologie adottate dagli Amministratori per la stima del valore delle Società partecipanti alla Fusione.

5.2 Descrizione dei metodi di valutazione

5.2.1 Metodologia DCF

Il *Discounted Cash Flows* (DCF) è un metodo di natura finanziaria, che individua nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della sua valutazione. La caratteristica principale della metodologia finanziaria consiste nel rispetto del principio della teoria del valore tramite l'apprezzamento della capacità di generazione di flussi di cassa, del profilo di rischio degli stessi, nonché della loro distribuzione nel tempo.

Il valore del capitale economico di un'azienda è pari alla somma delle seguenti componenti:

- il valore operativo o *Enterprise Value*, determinato sulla base dei flussi di cassa operativi che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (*wacc*);

- il valore di mercato di eventuali *surplus asset* non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati, per eventuali specifiche ragioni metodologiche, nei flussi di cassa operativi;
- la posizione finanziaria netta e le *minorities* dell'azienda determinate con riferimento alla data di valutazione.

Per quanto concerne la determinazione del valore operativo, la stima dei flussi di cassa operativi prospettici richiede un'analisi puntuale per l'orizzonte temporale prevedibile e una stima del valore futuro dell'azienda al termine del periodo (*terminal value*) di proiezione esplicita.

Al fine di stimare il valore del capitale economico, occorre sommare al valore operativo la posizione finanziaria netta, le *minorities*, e il valore di mercato di eventuali *surplus asset*.

Il tasso di attualizzazione

I flussi di cassa individuati nel metodo in oggetto sono di natura operativa, ossia destinati alla remunerazione e all'eventuale rimborso di tutti i fornitori di capitale: di debito e di rischio. Ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi, deve quindi essere utilizzato un tasso rappresentativo del costo di tutte le risorse finanziarie utilizzate dall'azienda; detto tasso è individuabile nel costo medio ponderato del capitale, ovvero nel *wacc*.

Ai fini della determinazione del *wacc* vengono considerati il costo del capitale di debito, pari al costo dei debiti onerosi applicabile alle società e il costo del capitale di rischio, comunemente definito come il costo opportunità del capitale azionario dell'azienda, ovvero il suo rendimento medio atteso. Il costo del capitale di rischio può essere stimato tramite differenti modelli. La prassi operativa prevalente impiega il modello del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

Ai fini della stima della struttura finanziaria, ossia della definizione dei pesi del capitale di debito e di quello di rischio (*leverage*), è possibile ricorrere a diverse soluzioni operative:

- riferirsi alla struttura finanziaria della società alla data di riferimento della valutazione espressa in termini di valori correnti di mercato. In tal caso, si ipotizza implicitamente che la società, nel lungo periodo, abbia una struttura finanziaria analoga a quella corrente;
- riferirsi alla struttura finanziaria prospettica della società, definibile sulla base di:
 - valori medi di mercato delle due componenti di capitale, rilevate a partire da un campione di imprese comparabili. Tale approccio si fonda sul presupposto che la struttura finanziaria della società si allineerà, nel medio-lungo periodo, a quella delle aziende del settore di appartenenza;

- valori medi del capitale proprio e del capitale di debito previsti dal *management* della società e incorporate nelle ipotesi di piano. Secondo tale approccio, sono formulate ipotesi esplicite sulla composizione prospettica del capitale della società.

Ai fini della stima del valore del capitale economico è inoltre necessario stimare le seguenti componenti:

Posizione Finanziaria Netta (PFN) e minorities

La posizione finanziaria netta risulta pari alla somma algebrica dei debiti finanziari accesi dall'azienda, dei crediti finanziari e della sua liquidità, alla data di riferimento della valutazione. La valutazione deve altresì tenere in considerazione il valore alla data di riferimento delle *minorities*, se esistenti.

Valore delle Attività Accessorie (ACC)

Il valore operativo della società, derivante dall'attualizzazione dei flussi di cassa operativi prospettici, non comprende il valore delle attività accessorie non strumentali o *surplus assets*, la cui ipotetica liquidazione alla data di riferimento della valutazione non compromette la futura redditività dell'attività economica prospettica dell'impresa. Talvolta le attività accessorie possono comprendere anche attività definibili strumentali, ma per natura o dimensione classificabili come sussidiarie rispetto al *core business* dell'impresa stessa.

5.2.2 *Metodo delle quotazioni di borsa*

L'analisi delle quotazioni di borsa consiste nel riconoscere alla società oggetto di valutazione un valore pari a quello attribuitole dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate, individuando negli effettivi prezzi espressi dal mercato un indicatore del valore del capitale economico della società. Tale criterio ipotizza l'efficienza del mercato in cui l'azienda è quotata, e si traduce nella possibilità di identificare il valore economico della stessa con il valore espresso dai corsi borsistici, rilevati in opportuni periodi temporali.

Il corso azionario di un titolo può essere infatti considerato un indicatore affidabile del valore del capitale economico, qualora le quotazioni si riferiscano a titoli caratterizzati da:

- un livello significativo di flottante;
- un livello significativo di volumi scambiati;
- una ridotta volatilità.

Al verificarsi di queste circostanze, il corso di borsa incorporerebbe idealmente il giudizio degli investitori relativamente ai profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e sviluppo che, come tali, risulterebbero indicatori affidabili ai fini della stima del valore della società oggetto di valutazione.

5.2.3 Metodo dei multipli di borsa

Secondo il metodo dei multipli di borsa, il valore di una società dipende dalle indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e i necessari aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

L'applicazione di tale metodo si articola nelle seguenti fasi:

- Determinazione del campione di riferimento. Nella selezione delle società comparabili i principali criteri di selezione sono i seguenti: settore di appartenenza, dimensione della società, area geografica di riferimento, attendibilità dei dati finanziari e profilo di rischio dell'attività. Data la natura di tale metodo, risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, fra le società incluse nel campione di riferimento e le società oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è, infatti, strettamente dipendente dalla confrontabilità delle società che costituiscono il campione. I titoli prescelti devono inoltre presentare un buon grado di liquidità e non riguardare società i cui corsi potrebbero essere significativamente influenzati da particolari situazioni contingenti.
- Determinazione di un intervallo temporale di riferimento. Tale fase è finalizzata alla neutralizzazione di eventi di carattere straordinario quali fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative e all'adeguata espressione nei corsi di borsa delle informazioni trasmesse dai mercati. I risultati dell'applicazione della suddetta metodologia sono connessi alla scelta tra il ricorso a valori medi all'interno di un determinato intervallo temporale o a valori puntuali.
- Calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi.
- Applicazione dei multipli selezionati ai pertinenti valori reddituali e patrimoniali delle società oggetto di valutazione.

5.2.4 Metodo Patrimoniale

Il metodo patrimoniale si pone l'obiettivo della valorizzazione del complesso aziendale considerando il valore corrente delle attività e delle passività dell'impresa. Elemento distintivo fondamentale, nell'ambito della classe dei metodi patrimoniali, è il trattamento riservato in sede di valutazione agli elementi attivi che formano il cosiddetto "patrimonio immateriale" di un'impresa, in base al quale si distinguono due approcci:

- metodo patrimoniale semplice, che prevede la semplice riespressione a valori correnti, degli attivi e passivi oggetto di valutazione;
- metodo patrimoniale complesso, che comprende la riespressione a valori correnti degli attivi e passivi effettuando anche una valorizzazione specifica per alcuni elementi immateriali, quali ad esempio avviamento, marchi, lista clienti, etc.

5.3 Applicazione dei metodi di valutazione

Al fine della determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno adottato i metodi precedentemente esposti. I risultati derivanti dall'applicazione di tali metodi sono di seguito descritti.

5.3.1 Metodologia DCF

Per la determinazione del valore operativo di PSF, gli Amministratori hanno fatto riferimento ai flussi di cassa risultanti dal Business Plan 2021-25 del Gruppo PSF approvato dal CdA il 21 aprile 2021. In particolare, tale piano è stato stimato nell'ipotesi che il Gruppo PSF continui a operare autonomamente in continuità con l'attuale organizzazione, e pertanto lo stesso non riflette gli effetti che potrebbero scaturire dalla Fusione.

Inoltre gli Amministratori illustrano nelle proprie Relazioni che i flussi futuri inclusi in tale Business Plan rappresentano la migliore stima, basata sulle ultime informazioni disponibili, dell'evoluzione reddituale del Gruppo PSF, stante in particolare la situazione di incertezza del mercato dovuta alla pandemia Covid-19 e l'evoluzione potenzialmente avversa in alcuni dei settori in cui opera il Gruppo PSF. All'esito delle proprie analisi gli Amministratori di PSF hanno stimato un EBITDA in significativa contrazione per tutto l'arco del quinquennio 2021-2025, a causa principalmente della previsione di una marginalità decrescente sui diversi business dove è coinvolto il Gruppo PSF e a causa della recente perdita di alcuni clienti strategici.

In aggiunta, per la determinazione del valore derivante dagli anni successivi a quelli inclusi nel piano, il valore di *Terminal Value* (i.e. valore dell'azienda al termine del periodo di stima esplicita) è stato stimato, stante la previsione di andamento decrescente, sulla base della media degli ultimi due anni di flussi di cassa, tenendo in considerazione un processo di normalizzazione, come da prassi metodologica, relativo alla stima degli investimenti in un'ottica di *perpetuity*.

Con particolare riferimento al Gruppo PSF, le principali ulteriori assunzioni del metodo DCF sono state le seguenti:

- WACC: 7,18%
- *Growth Rate of Terminal Value* ("g"): 1,34%;
- *Terminal Value*: determinato sulla base della media dei risultati inclusi nel Business Plan per gli esercizi 2024 e 2025, determinati come precedentemente esposto e con l'applicazione di un valore di investimenti normalizzato;
- Posizione Finanziaria Netta: valore contabile al 31 dicembre 2020.

L'applicazione del metodo DCF come sopra descritto ha condotto gli Amministratori alla determinazione di un valore per azione del titolo PSF pari a Euro 8,723.

5.3.2 Metodo delle quotazioni di borsa

Ai fini di supportare la valutazione effettuata tramite la metodologia valutativa del DCF (metodo principale), gli Amministratori, con il supporto del proprio advisor finanziario, hanno proceduto a stimare il valore del Gruppo PSF anche attraverso la metodologia delle quotazioni di borsa (primo metodo di controllo)

Come anticipato, il metodo delle quotazioni di borsa è stato utilizzato unicamente per PSF le cui azioni sono quotate sul Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana S.p.A. nel segmento "STAR". Coerentemente con la prassi, ai fini dell'analisi, gli Amministratori hanno osservato l'andamento delle quotazioni di borsa con riferimento a una media semplice e ponderata dei prezzi ufficiali relativi al semestre antecedente al 22 aprile 2021 (dati ricavati da Capital IQ).

L'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa come sopra descritto ha preso a riferimento un orizzonte temporale di 1 mese e il valore della PSF è stato determinato sulla base della media ponderata per i volumi dei prezzi del titolo in tale orizzonte temporale conducendo gli Amministratori alla determinazione di un valore per azione del titolo PSF pari a Euro 7,210.

5.3.3 Metodo dei multipli di borsa

Ai fini di supportare la valutazione effettuata tramite la metodologia valutativa del DCF (metodo principale), gli Amministratori, con il supporto del proprio advisor finanziario, hanno proceduto a stimare il valore del Gruppo PSF anche attraverso la metodologia dei Multipli di Borsa (secondo metodo di controllo).

Il metodo dei multipli di borsa esprime il valore della società sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati, su mercati azionari regolamentati, di Società comparabili rappresentativi della Società in oggetto. Il prezzo di borsa infatti sintetizza la percezione del mercato rispetto alle prospettive di crescita delle Società e al valore a esse attribuibile sulla base delle informazioni conosciute dagli investitori in un determinato momento.

Nell'ambito della metodologia dei multipli di borsa, è stato preso a riferimento il multiplo *Enterprise Value/Ebitda* ("EV/EBITDA"), in quanto ritenuto dagli Amministratori maggiormente idoneo a una valutazione della Società.

Per quanto concerne la valutazione di PSF, il metodo dei Multipli è stato sviluppato prendendo in considerazione multipli di borsa per i settori che gli Amministratori hanno ritenuto coerenti con i settori in cui opera PSF, estratti da database che monitorano i benchmark di mercato, per i quali gli stessi hanno identificato un valore mediano che è stato successivamente applicato all'EBITDA medio 2018-2020 del Gruppo PSF.

L'applicazione del metodo dei multipli di borsa come sopra descritto ha condotto gli Amministratori alla determinazione di un valore per azione del titolo PSF pari a Euro 8,812.

5.3.4 Metodo patrimoniale

L'applicazione del metodo patrimoniale come sopra descritto ha condotto gli Amministratori alla determinazione di un valore per quota di Campi pari a Euro 2,03.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Le principali difficoltà incontrate dai Consigli di Amministrazione nella valutazione delle Società coinvolte nella prospettata Fusione sono sinteticamente le seguenti:

- l'applicazione delle metodologie prescelte ha previsto l'utilizzo di stime economico-finanziarie prospettiche che sono per loro natura aleatorie, soggette a significativi cambiamenti di scenario di mercato e di scenario macro-economico;
- nell'attuazione delle metodologie prescelte, e in particolare con riferimento al metodo dei multipli, gli Amministratori hanno riscontrato che il valore dell'EBITDA e, più in generale, i risultati del Gruppo PSF inclusi nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2020 sono stati influenzati da eventi positivi non ricorrenti. A fronte di tale circostanza, gli stessi hanno ritenuto di considerare l'EBITDA medio 2018- 2020 del Gruppo PSF, come precedentemente indicato;
- l'analisi dell'andamento del titolo PSF negli ultimi tre mesi di quotazione precedenti il 22 aprile 2021 -e confermato nell'ultimo mese- ha evidenziato minori volumi di scambio rispetto ai valori medi del mercato di riferimento;
- l'individuazione di comparabili del Gruppo PSF è risultata complessa sia per le differenti attività svolte dalle società appartenenti al Gruppo PSF sia per le dimensioni unitarie dei singoli business, rendendo necessario individuare comparabili esteri che, tuttavia, operano (i) in contesti regolamentari e normativi vigenti in altri Paesi, (ii) con differenti dimensioni aziendali e (iii) con diverso grado di diversificazione delle attività svolte;
- le difficoltà di valutazione sopra evidenziate, e in particolare quelle relative all'aleatorietà delle stime e all'andamento dei mercati borsistici in termini sia di adeguatezza dei valori sia di liquidità degli stessi, sono amplificate in considerazione dell'attuale contesto macroeconomico e di mercato, caratterizzato in maniera rilevante dall'evoluzione della pandemia Covid-19 e dagli effetti delle manovre prese dai governi in tutto il mondo con la finalità di ridurre tali effetti.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

7.1 Risultati emersi dalla valutazione di Campi

Sulla base delle valutazioni sopra descritte, gli Amministratori delle Società hanno identificato il seguente valore derivante dall'applicazione del metodo patrimoniale:

Campi	Valore €	€/azione
Patrimoniale	20.303	2,03

7.2 Risultati emersi dalla valutazione di PSF

Sulla base delle valutazioni sopra descritte, gli Amministratori delle Società hanno identificato i seguenti valori per PSF derivanti dall'applicazione del metodo principale (DCF) e dei metodi di controllo (quotazioni di borsa e multipli di borsa):

PSF	Valore €	€/azione
DCF	9.800.000	8,72
Prezzi di Borsa	8.100.000	7,21
Multipli di Borsa	9.900.000	8,81

Il valore di PSF calcolato secondo il metodo principale e, quindi, secondo il metodo del DCF, è pari a euro 9.800.000, che corrisponde a un valore per azione pari a euro 8,723. I valori individuati con i metodi di controllo risultano pari rispettivamente a euro 8.100.000 e a euro 9.900.000 corrispondenti a un valore per azione di PSF pari a euro 7,210 e a euro 8,812. Conseguentemente, il valore per azione di PSF individuato dal metodo principale rientra nell'intervallo dei valori per azione di PSF determinato con i metodi di controllo e risulta pertanto confermato dagli stessi.

7.3 Determinazione del Rapporto di Cambio da parte degli Amministratori

Sulla base dei valori economici di Campi e PSF, determinati con le modalità espone nei precedenti paragrafi, gli Amministratori hanno proceduto alla determinazione del Rapporto di Cambio e alla conseguente determinazione del numero di azioni Campi da emettere ed assegnare a PSF a servizio della Fusione.

In particolare gli Amministratori hanno individuato, coerentemente con le risultanze dell'applicazione dei metodi principali, confermati per PSF dal range ottenuto dall'applicazione dei metodi di controllo, e in particolare tenendo conto degli intervalli di rapporto di cambio evidenziati da tali metodologie, un rapporto di cambio da sottoporre alle rispettive Assemblee degli Azionisti, determinato in:

- n. 4,296 azioni ordinarie di Campi post-trasformazione in società per azioni, per n. 1 azione ordinaria di PSF.

Non sono previsti conguagli in denaro.

8. LAVORO SVOLTO

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

- preso visione del provvedimento del Tribunale di Brescia di nomina di Deloitte & Touche S.p.A. in qualità di esperto comune ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile, datato 24 marzo 2021;

- effettuato colloqui con le Direzioni delle Società, al fine di comprendere i principi contabili utilizzati nella predisposizione i) del bilancio d'esercizio e consolidato di PSF chiusi al 31 dicembre 2020 e ii) della situazione economica e patrimoniale di Campi al 14 aprile 2021. Il sopradescritto lavoro è stato svolto nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 1;
- svolto una lettura critica:
 - i) del Progetto di Fusione, al fine di comprendere 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 di PSF, ferme restando le incertezze e i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale, i criteri utilizzati dagli Amministratori per la redazione del *Business Plan*, riportante le proiezioni economico - finanziarie per il periodo 2021-2025 del Gruppo PSF;
- discusso con la Direzione delle Società il procedimento utilizzato per la determinazione del Rapporto di Cambio determinato dagli Amministratori mediante l'applicazione dei metodi principale (Patrimoniale per Campi e DCF per PSF) e di controllo (prezzi e multipli di borsa), come precedentemente descritto;
- discusso con la Direzione di PSF i procedimenti utilizzati con riferimento ai metodi di mercato (quotazioni di borsa e multipli di borsa) adottati dagli Amministratori per la finalità di verificare la valorizzazione emersa dall'applicazione del metodo principale con parametri di mercato, come precedentemente descritto;
- esaminato i comunicati stampa resi al mercato da PSF nell'ambito della Fusione;
- esaminato i verbali dei Consigli di Amministrazione di Campi e di PSF del 30 aprile 2021;
- esaminato, per le sole finalità di cui al presente lavoro, gli statuti di Campi e di PSF, nonché lo Statuto Post-Fusione;
- ottenuto informazioni da parte della società di revisione Fidital circa l'attività di revisione contabile da questa svolta sui bilanci di esercizio e consolidato al 31 dicembre 2020 di PSF;
- 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 la non contraddittorietà delle motivazioni addotte dagli Amministratori in ordine ai metodi valutativi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;

- sviluppato analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la stima del valore di PSF, 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 degli intervalli di valore alla base della determinazione del Rapporto di Cambio fatta dagli Amministratori;
- analizzato la *"Opinion sulla determinazione del rapporto di concambio relativo alla fusione per incorporazione della Poligrafica San Faustino S.p.A. in Campi S.r.l."* predisposta dall'Advisor con riferimento a Campi e PSF, anche tramite colloqui con lo stesso;
- esaminato ricerche e analisi relative a società operanti nei settori rilevanti per PSF;
- letto l'ulteriore documentazione ottenuta, elencata al precedente paragrafo 4;
- raccolto, attraverso colloqui con le Direzioni delle Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di riferimento delle situazioni patrimoniali in ordine a 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;
- ricevuto 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 e agli altri elementi presi in considerazione, tali da influenzare il Rapporto di Cambio.

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

Per un migliore apprezzamento dei valori emersi, si precisa preliminarmente che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste usualmente in una stima dei valori relativi delle singole Società, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei tali da ottenere risultati omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Tale principio generale non è applicabile alla Fusione in analisi in quanto, come già indicato, la società Campi è stata recentemente costituita e non ha avviato attività di business ulteriori rispetto a i) la promozione dell'Offerta Pubblica di Acquisto delle azioni di PSF e a ii) la partecipazione alla Fusione e, pertanto, la sua valorizzazione è rappresentata dal valore patrimoniale alla data di valutazione. Peraltro, pur nel contesto di un'applicazione di metodologie non omogenee per la

valorizzazione delle due Società, appare opportuno rimarcare che nelle valutazioni per operazioni di fusione, e per quanto applicabile nelle specifiche circostanze, 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 per finalità diverse.

Gli Amministratori nelle rispettive Relazioni illustrano l'operazione di Fusione e descrivono le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate e il processo logico seguito ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Tanto premesso, esprimiamo le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione:

- le valutazioni sono state svolte dagli Amministratori su base *stand alone*, ovvero a prescindere da considerazioni inerenti agli effetti che la Fusione potrà avere in futuro sull'entità risultante dall'operazione. Tale scelta risulta ragionevole e appare in linea con l'orientamento consolidato della migliore dottrina aziendalistica e con la prassi costante di tale tipologia di operazioni;
- i metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione delle Società sono comunemente accettati e utilizzati, sia a livello nazionale che internazionale. Nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche e i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale e internazionale, normalmente seguita;
- la Società Incorporante è stata valutata dagli Amministratori ricorrendo alla metodologia patrimoniale. La valutazione della Società incorporanda è stata effettuata mediante l'applicazione del metodo DCF, quale metodo principale, ed è stata oggetto di verifica con due metodi di controllo (metodo dei multipli di borsa e metodo delle quotazioni di borsa);
- il metodo *DCF*, utilizzato quale metodologia principale per la valutazione di PSF, risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi finanziari, i quali consentono di apprezzare il valore di una società sulla base della sua capacità di generazione di flussi di cassa alla luce dei piani prospettici e delle caratteristiche intrinseche della stessa;
- gli Amministratori hanno ritenuto opportuno ricorrere al metodo delle quotazioni di borsa e al metodo dei multipli di borsa come metodi di controllo, tenendo in considerazione le peculiarità del Gruppo PSF. Si evidenzia al riguardo che la miglior dottrina aziendalistica e la prassi prevalente in materia valutativa indicano generalmente come opportuno il ricorso a metodi di controllo, in quanto consentono di sottoporre a verifica le risultanze cui si sia pervenuti mediante l'applicazione dei metodi di valutazione individuati come principali. Con riferimento a tali metodi:
 - la metodologia delle Quotazioni di Borsa è stata adottata sulla base dell'osservazione dell'intervallo temporale rappresentato dall'ultimo mese disponibile al 22 aprile 2021, ritenuto congruo allo scopo, in quanto basato sul recente andamento del titolo, prendendo

a riferimento i valori giornalieri ponderati per i volumi scambiati. Ulteriori analisi di sensitività svolte dagli Amministratori su un periodo più ampio (tre mesi) hanno sostanzialmente confermato il valore riscontrato nell'ultimo mese. Gli Amministratori non hanno ritenuto di utilizzare periodi di durata superiore in quanto le quotazioni sui 6 mesi risulterebbero influenzate da avvenimenti non ordinari quali l'Offerta Pubblica di Acquisto effettuata da Campi sulle azioni di PSF;

- la metodologia dei multipli di borsa consente di operare implicitamente una sintesi dei differenti profili di rischio operativo delle società comparabili, oltre che delle loro prospettive di crescita, permettendo di incorporare nell'algoritmo valutativo, oltre ai risultati economici (in termini di EBITDA margin) della società oggetto di valutazione, il tasso di attualizzazione e il saggio di crescita stimati dal mercato per le società comparabili. Nella fattispecie, l'adozione di tale criterio appare adeguata in relazione alle indicazioni della dottrina e della prassi professionale più accreditata e alla luce della disponibilità, seppur limitata come successivamente descritto al paragrafo 10, di dati sulle società comparabili e sui settori di riferimento. Si segnala peraltro come nell'attuale contesto pandemico, l'utilizzo di multipli di borsa presenti varie limitazioni rappresentate dalla volatilità delle variabili economiche a cui gli stessi sono applicati (ad es. EBITDA, impattato in molti casi dalla pandemia in corso) e dalla volatilità dei mercati borsistici. Nell'applicazione di tale metodo, gli Amministratori hanno applicato i multipli dagli stessi determinati come precedentemente indicato a un importo medio di EBITDA come risultante dall'ultimo triennio, in quanto il 2020 risultava influenzato da fattori non ricorrenti non determinabili puntualmente. Tale impostazione appare ragionevole nelle circostanze.
- gli intervalli del Rapporto di Cambio sopra indicati sono stati determinati dagli Amministratori tenendo conto dell'esistenza di azioni proprie detenute da Campi, operando l'annullamento delle stesse ai fini della determinazione del valore unitario delle azioni, in linea con la più diffusa prassi valutativa.

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

- (i) In merito alle principali limitazioni e criticità incontrate relativamente ai metodi valutativi utilizzati, si segnala quanto segue:
- *Complessità valutative legate all'attuale scenario pandemico* – L'attuale contesto di riferimento, fortemente influenzato dal protrarsi dell'emergenza pandemica Covid-19 e delle correlate misure di contenimento poste in essere dai Paesi, inasprisce le difficoltà di valutazione sia i) in quanto rende maggiormente incerte le stime sugli andamenti futuri del mercato e dei singoli settori, anche legate al cambio di alcuni comportamenti da parte dei consumatori che potrebbero avere riflessi sull'andamento del Gruppo PSF, sia ii) in quanto rende potenzialmente meno attendibili le indicazioni offerte dai mercati di borsa. Tale contesto costituisce pertanto una criticità nell'applicazione dei metodi utilizzati dagli Amministratori, come evidenziato anche dagli Amministratori nelle loro Relazioni quale difficoltà di valutazione e come precedentemente indicato;

- *Dati prospettici utilizzati* - I metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori hanno comportato l'utilizzo di dati previsionali predisposti dalla Società, per loro natura aleatori e incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili di settore e a fenomeni esogeni alle aziende. Tali elementi di aleatorietà assumono particolare rilevanza nell'attuale contesto economico-finanziario. Nella specifica circostanza gli Amministratori hanno previsto un EBITDA di PSF in significativa contrazione per tutto l'arco di piano 2021 – 2025;
- *Variazioni delle condizioni prevalenti nei mercati finanziari di riferimento* - I risultati derivanti dall'applicazione dei metodi di valutazione adottati riflettono le condizioni prevalenti nei mercati finanziari di riferimento e sono quindi soggetti alla variabilità delle stesse, particolarmente acuita dall'attuale contesto economico-finanziario;
- *Applicazione del criterio dei multipli di borsa* – Al fine della determinazione del valore capitale economico di PSF nel contesto storico attuale, l'utilizzo di multipli di borsa presenta varie limitazioni rappresentate dalla volatilità delle variabili economiche a cui gli stessi sono applicati e dalla volatilità dei mercati borsistici.

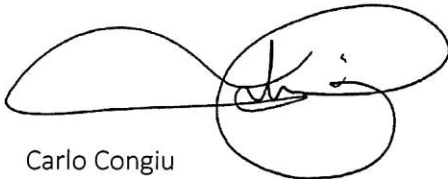
(ii) Si richiama l'attenzione sui seguenti aspetti:

- la Fusione comporterà l'incorporazione della PSF in Campi con conseguente esercizio del diritto di recesso da parte degli Azionisti che non hanno concorso alla deliberazione, ai sensi dell'art. 2437 comma 1, lettera g) e 2437 quinquies del Codice Civile, derivando dalla delibera di Fusione l'eliminazione del meccanismo del voto di lista di cui all'art. 147-ter TUF, nonché l'esclusione dalla quotazione delle azioni di PSF. Il valore di liquidazione delle azioni ai fini dell'esercizio del diritto di recesso è oggetto, ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile, dei pareri del Collegio Sindacale di PSF e dalla società di revisione di PSF, ed esula pertanto dall'oggetto della presente relazione;
- nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti e informazioni fornitici dalle Società partecipanti alla Fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo;
- esula dall'oggetto del presente parere ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori con riguardo alla struttura della Fusione, ai relativi adempimenti, alla tempistica, all'avvio e all'esecuzione della Fusione stessa;
- nelle Relazioni gli Amministratori segnalano che la Fusione rappresenta un'operazione tra parti correlate di maggiore rilevanza ai sensi e per gli effetti del Regolamento OPC e della procedura in materia di operazioni con parti correlate, approvata dal Consiglio di Amministrazione di PSF ai sensi dell'art. 2391-bis del Codice Civile e del Regolamento OPC. Non rientrano ovviamente nell'oggetto del nostro parere considerazioni in ordine all'interesse della PSF all'effettuazione della Fusione, oltre che alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

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 indicato nel precedente paragrafo 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Campi e di PSF siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio individuato nel Progetto di Fusione pari a n. 4,296 azioni ordinarie di nuova emissione di Campi per ogni azione detenuta dagli Azionisti di PSF.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Carlo Congiu
Socio

Milano, 6 maggio 2021