



EXTRAORDINARY SHAREHOLDERS' MEETING
28 APRIL 2016 - 11.00 A.M. SINGLE CALL

REPORT OF THE BOARD DIRECTORS ON THE PROPOSAL TO INCREASE SHARE CAPITAL AGAINST PAYMENT, EXCLUDING OPTION RIGHTS, DRAWN UP PURSUANT TO ART. 2441, PARAGRAPH SIX OF THE ITALIAN CIVIL CODE AND ART. 72 OF THE REGULATION ADOPTED WITH CONSOB RESOLUTION 14 MAY 1999 NO. 11971 AND SUBSEQUENT AMENDMENTS.

14 MARCH 2016

Registered office in Turin – Corso Regina Margherita no. 165
Share Capital €44,000,000 fully paid in
Tax Code, VAT number and registration number at the Register of
Companies of Turin: 00488270018
Website: www.astm.it

Management and Coordination: Argo Finanziaria S.p.A. Unipersonale

Increase of the share capital against payment, by a total maximum amount, including the share premium, of Euro 128,023,704.00, with the exclusion of option rights pursuant to article 2441, fourth paragraph, first sentence, of the Italian Civil Code, to be performed through the issue of a maximum number of 10,998,600 new ordinary shares, with no nominal value and with regular entitlement, to be released through the transfer by Argo Finanziaria S.p.A. and Codelfa S.p.A. of the shareholdings held by the same in Itinera S.p.A.; consequent amendment of art. 5 (Amount of Share Capital) of the company's articles of association; relevant and consequent resolutions.

* * *

Dear Shareholders,

the Board of Directors of ASTM S.p.A. ("**ASTM**" or the "**Company**") has convened you to this Extraordinary Shareholders' Meeting to submit for your approval a proposal to increase the share capital by a maximum amount, including the share premium, of Euro 128,023,704.00, through the issue of a maximum number of 10,998,600 ordinary shares, with no nominal value and with regular entitlement, with the exclusion of option rights pursuant to article 2441, fourth paragraph, first sentence, of the Italian Civil Code, to be released through the transfer of shareholdings (the "**Share Capital Increase**" or the "**Transaction**").

The legal and economic profiles of the proposal to increase Share Capital are illustrated in this report (the "**Report**") in compliance with the provisions of art. 2441, paragraph 6, of the Italian Civil Code and article 72 of the Regulation adopted with Consob Resolution 14 May 1999 no. 11971 and subsequent amendments and supplements (the "**Issuers Regulation**").

* * * * *

1. DESCRIPTION AND GROUNDS FOR THE TRANSACTION

1.1 Illustration of the Transaction

Following discussions between the Company and the parent company Argo Finanziaria S.p.A. ("**Argo**"), an opportunity emerged for ASTM to obtain a controlling interest in Itinera S.p.A. ("**Itinera**"), a company in which ASTM already holds, directly and indirectly (through Società Autostrada Torino-Alessandria-Piacenza S.p.A., hereinafter "**SATAP**", in turn controlled by SIAS – Società Iniziative Autostradali e Servizi S.p.A., hereinafter "**SIAS**"), a share of 17.02% and 29.64% respectively, of the relative share capital and therefore, overall, has a shareholding that represents 46.66% of the share capital of Itinera.

As at the date of this Report, the share capital of Itinera broke down as follows:

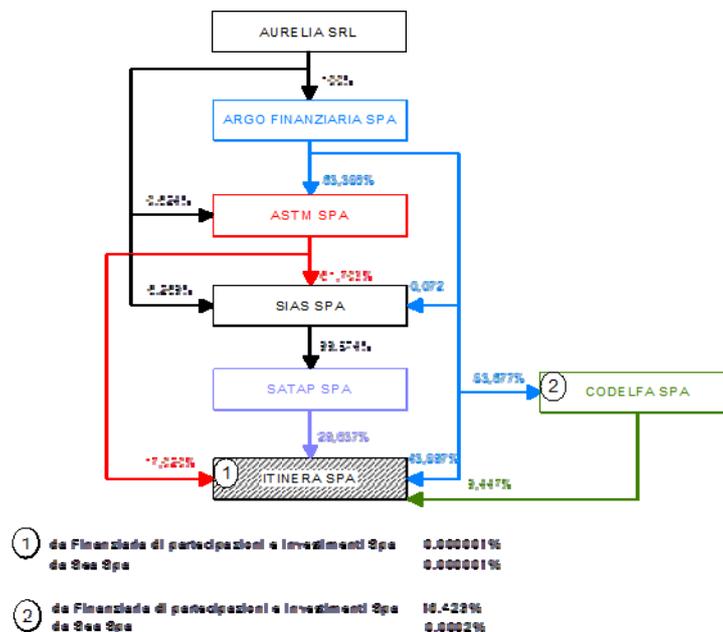
Shareholder	No. of shares	% share capital
ASTM S.p.A.	13,888,000	17.020442%
Finanziaria di Costruzioni S.p.A. (*)	35,817,907	43.896646%
Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A.	1	0.000001%
Partecipazioni Costruzioni S.p.A. (**)	7,708,000	9.446541%
SATAP S.p.A.	24,182,091	29.636368%
SEA Segnaletica Stradale S.p.A.	1	0.000001%
	<u>81,596,000</u>	<u>100.000000%</u>

(*) company controlled by Aurelia International S.r.l.

(**) company controlled by Finanziaria di Costruzioni S.p.A.

As part of a wider project to reorganise the Group, which is nearing completion, the shareholdings held in Itinera by Finanziaria di Costruzioni S.p.A. and by Partecipazioni Costruzioni S.p.A. will be transferred, by the end of April 2016, to Argo and its subsidiary company Codelfa S.p.A. (“**Codelfa**” and jointly with Argo, the “**Transferors**”), who will therefore directly possess a shareholding equal to 43.9% and 9.45% respectively of the share capital of Itinera (the “**Transfer**” or the “**Shareholdings to be Transferred**”).

Therefore, after the afore-mentioned transfers, the shareholding structure of Itinera will be as follows:



In order to enable ASTM to obtain a controlling interest in Itinera, with a view to achieving the objectives illustrated below, Argo and Codelfa have stated that they are willing to transfer, in kind, the shareholdings that they will possess in the share capital of Itinera. In this regard, the Board of Directors of ASTM that met on 14 March 2016, after obtaining a positive opinion from the committee for related party transactions (see below), resolved to submit the proposal to increase the Share Capital reserved to the Transferors and based on the transfer by Argo and Codelfa of the entire Shareholdings to be Transferred to ASTM, for the approval of the Shareholders’ Meeting.

The Share Capital Increase transaction qualifies as a “related party transaction of greater significance” pursuant to Consob Regulation no. 17221/2010, as subsequently amended, and to the procedure for the regulation of related party transactions adopted by the Board of Directors of ASTM on 26 November 2010, as subsequently amended (the “**RPT Procedure**”). The afore-mentioned RPT Procedure was duly implemented and concluded with the issue of a favourable opinion for the finalisation of the Share Capital Increase transaction from the control and risks committee of ASTM, comprised by independent directors Prof. Flavio Dezzani (Chairman), Mr. Giuseppe Garofano and Ms. Barbara Poggiali (the “**RPT Committee**”), also considering the favourable opinion issued by the independent advisor Prof. Sandro Frova appointed by said RPT Committee.

Further details as to the terms and conditions of the Share Capital Increase are provided in the following pages of this Report.

1.2 Business reasons and observations of the Company's management programmes

The Share Capital Increase illustrated in this Report has a business value for the Company and its group.

First of all, the Transaction pursues the objective of strengthening ASTM's strategic design, focused on developing the business of "green field" concessions, launched back in 2013 through the acquisition (as part of a wider-reaching project regarding, among other things, the purchase of shareholdings in Tangenziali Esterne di Milano S.p.A. and Tangenziale Esterna S.p.A.) of the shareholding currently held in Itinera.

From this perspective, if ASTM were to reach a position of exclusive control over an important player in the construction market such as Itinera, it would enable the Company to benefit, in an autonomous and independent manner, from the synergies that the combination of motorway concessions/construction can offer, especially in the sector in question.

Secondly, also considering the recent investment agreement signed with CR Almeida S.A., the Transaction could enable the Company to further exploit all of the opportunities that may arise in Brazil, and more generally in South America in the concessions sector, the development of which is mainly related to building new infrastructure, as well as, again in the construction field, ports and logistics, given the "pre-emption right" to forge any new partnerships with the same CR Almeida S.A. envisaged in ASTM's favour by specific joint-investment agreements signed with SIAS.

Lastly, the Transaction could enable further synergies and business opportunities to be obtained, also given the business strategy recently launched by Itinera, focused on progressive growth in international markets with the objective of recording a substantial share of its revenues abroad.

2. CORPORATE ASPECTS OF THE TRANSACTION

The Transaction entails an increase of share capital against payment for a maximum amount of Euro 128,023,704.00 (of which Euro 5,499,300.00 is share capital and Euro 122,524,404.00 is share premium), excluding option rights pursuant to article 2441, paragraph 4 of the Italian Civil Code, to be released, in kind, through the transfer by Argo and Codelfa of the Shareholdings to be Transferred against the issue, by ASTM, of a maximum of 10,998,600 ordinary shares, with no nominal value and regular entitlement (1 January 2016). The newly-issued shares will be issued on a paperless basis and will be listed on the Electronic Stock Market organised and managed by Borsa Italiana S.p.A..

By virtue of the subscription of the Share Capital Increase, ASTM will therefore hold, directly and indirectly the entire share capital and consequently will be Itinera's sole controlling shareholder, with the exception of 1 share, which will continue to be held by SEA – Segnaletica Stradale S.p.A..

The value of the Shareholdings to be Transferred – and, therefore, the amount of the Share Capital Increase – is determined in accordance with the procedure set forth in articles 2343-*ter* and 2343-*quater* of the Italian Civil Code. To this end, the Board of Directors of ASTM and the Transferors have jointly appointed Prof. Enrico Cotta Ramusino, full professor of Economics and Business Management at the Faculty of Economics of the University of Pavia, as an independent expert of proven professionalism, pursuant to art. 2343-*ter*, paragraph 2, letter b), of the Italian Civil Code (the "Expert"). The valuation of the Shareholdings to be Transferred made by the Expert will be made available to shareholders in accordance with the terms and in the form envisaged by the law in force.

The rules provided for by articles 2343-*ter*, 2343-*quater* and 2440, paragraph 5, of the Italian Civil Code, also envisage that the directors of ASTM, within a term of thirty days from the transfer (i) conduct the checks set forth in art. 2343-*quater*, paragraph 1, second sentence, of the Italian Civil Code e (ii) issue a declaration containing the information set forth in art. 2343-*quater*, paragraph 3, of the Italian Civil Code, which must be recorded on the relevant company register as an attachment to the statement that the share capital increase was carried out as envisaged by art. 2444 of the Italian Civil Code. Pursuant to art. 2343-*quater*, paragraph 4 of the Italian Civil Code, until such time as the afore-mentioned statement is recorded

on the company register, the newly-issued shares cannot be sold, and cannot be assigned to the subscribers of the share capital increase.

As the Share Capital Increase is considered a related party transaction of greater significance, the RPT Committee has issued a positive opinion on the same, with the assistance of the independent advisor Prof. Sandro Frova, appointed by the same RPT Committee. It should also be noted that the Board of Directors, in order to pass its own resolutions, sought the assistance of the financial advisors Nomura International Plc (“**Nomura**”).

In order to perform the Transaction, ASTM and the Transferors negotiated an investment agreement (the “**Investment Agreement**”) with a view to regulating, *inter alia*: (i) the timing and the steps that the Transaction entails and (ii) the values of the Shareholdings to be Transferred and of the Share Capital Increase.

Furthermore, as the Articles of Association of Itinera include a pre-emption clause in the event of a transfer of shares, the Transferors and ASTM have negotiated with the other shareholders of Itinera (and in particular with SATAP and its subsidiary SIAS) an ancillary agreement (the “**Ancillary Agreement**”) (the signature of which is a condition precedent of the Transaction) in which the latter have waived their right to exercise their pre-emption right against the recognition of governance rights in Itinera based on the possession of a significant minority shareholding. More specifically, the Ancillary Agreement envisages that Itinera’s articles of association should be amended, effective when the Transaction is performed, in order to give SATAP (as a significant minority shareholder of Itinera) representation on the board of directors proportional to the extent of its company shareholding and a tag along right- (balanced by a drag along right in ASTM’s favour), following several simplifications of the pre-emption right clause in the articles of association, so that shares can be transferred without the application of a pre-emption right if shareholders are in unanimous agreement.

Given the obligations envisaged by legislation applicable to share capital increase transactions, at the present time, the Share Capital Increase is expected to be completed before the end of the first six months of financial year 2016.

3. REASONS FOR THE TRANSFER, VALUATION OF THE SHAREHOLDINGS TO BE TRANSFERRED AND CALCULATION OF ASTM’S SHARE CAPITAL INCREASE

3.1 Reasons for the Transfer

In addition to the business and strategic grounds illustrated above, the Transaction brings the economic-financial benefit of strengthening the Company’s equity, without the need to make recourse to any form of disbursement or indebtedness.

3.2 Assessment of consistency of the terms of the transfer of the Shareholdings to be Transferred

The value of the transfer to ASTM of the Shareholdings to be Transferred has been agreed on the basis of a valuation made by Itinera (*i.e. equity value* of 100% of the share capital) of Euro 240 million, corresponding to a valuation of Euro 128,023,704.00 (“**Standard Transfer Value**”) for the 43,525,907 Itinera shares to be transferred.

Therefore, as regards the Transfer, the Share Capital Increase in kind, set forth in this descriptive report will have a total maximum value of Euro 128,023,704.00 (of which Euro 5,499,300.00 is share capital and Euro 122,524,404.00 is share premium), with the issue of a maximum of 10,998,600 new ASTM shares.

To establish the Standard Transfer Value, ASTM’s Board of Directors adopted the appropriate procedures with a view to protecting the integrity of the Company’s share capital and the interests of the shareholders given the exclusion of their option rights, therefore identifying the criteria to calculate the economic value

of the share capital of Itinera and of ASTM general applicable in transactions of a similar nature and compatible with the elements that characterise the individual companies to be evaluated.

The values examined were assumed on the basis of business continuity and in the light of forecasting elements that could be reasonably assumed, without taking into account the emergence of extraordinary events. More specifically, the valuations were based on market and regulatory information and conditions known on the date the same were made. These values do not reflect the potential strategic, operational and financial synergies expected from the Transaction.

It is also important to emphasise that the valuations related to establishing the terms of the Transfer seek to estimate the “relative” values of the economic capital of the companies involved in the Transaction and, therefore, these values cannot be used as reference in circumstances other than the Transaction in question.

As already mentioned, with regard to these analyses and valuations, the Board of Directors of ASTM also sought the assistance of Nomura, which prepared its own analysis document and, on 14 March 2016, issued its own fairness opinion on the consistency, from a financial perspective, of the consideration of the Transaction, meaning the number of new ASTM shares.

3.2.1 Value attributed to the Shareholdings to be Transferred

In order to calculate the economic value of Itinera, the discounted cash flow method (“DCF”) was used as the main approach, and the Stock Market Multiples and Comparable Transaction Multiples methods were used as the control methods.

For the sake of completeness, note that as the joint control of Ecorodovias / VEM in Brazil has not yet been completed (although no risks have emerged to jeopardise its completion) and given the significant contribution of ASTM to the success of the same, the valuation of Itinera has been made excluding all of the potential orders originating in Brazil.

Estimated economic value of Itinera – Discounted Cash Flow

According to the DCF method, the economic value of a company is represented by the algebraic sum of the following elements, net of the net financial position as at the valuation date:

1. operating value, equal to the present value of the cash flows generated by the company’s operations, broken down into two parts, estimated separately:
 - present value of the cash flows generated by the company’s operations over a specific time period (explicit forecast period);
 - present value of the company’s operations at the end of the explicit forecast period (*terminal value*);
2. value of accessory non-operating assets as at the reference date or surplus assets.

Based on the above, the value of a company’s economic capital is therefore calculated on the basis of the following formula:

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

where:

- W: value of the economic capital of the company under valuation;
- F(t): unlevered cash flows for each of the n years considered in the explicit forecast period;
- F(tv): residual value of the business operations of the company as a whole at the end of the explicit forecast period;
- WACC: weighted average cost of invested capital;
- SA : fair value of the *surplus assets*;
- L: amount of the net financial position as at the reference date.

The choice of DCF as the main method is due to the fact that Itinera is currently undergoing a period of international expansion, which is reflected by significant investments and economic growth illustrated in the five-year economic plan provided by Itinera's management. The DCF valuation actually enables the company's growth to be better captured with respect to an approach based on multiples, which uses comparable companies as reference, which may not have an expected growth comparable to that of Itinera, and therefore the multiples approach does not reflect this circumstance.

The main assumptions used to calculate the economic value of Itinera are illustrated below:

- the valuation was made on the basis of the business plan (revenues, EBITDA, EBIT, investments and working capital) prepared by Itinera's management for the period 2016-2020;
- in order to discount the company's future unlevered flows, a weighted average cost of invested capital (WACC) of 9.50%, calculated on the basis of current market parameters and the risk profile of the construction sector, as well as the long-term financial structure of the company. The WACC assumed incorporates a specific risk premium to remunerate the risks originating from the implementation of the five-year plan (which envisages a significant growth of the foreign portfolio and of the profit margin) and the smaller size of Itinera with respect to comparable companies, on the basis of which the cost of equity included in the WACC was prepared;
- the growth rate for the estimation of the terminal value was assumed as 2%;
- the terminal cash flow was calculated by applying a sustainable long-term EBITDA margin to the expected average revenues when fully operational resulting from Itinera's business plan and assuming amortisation equal to the normalised investments and changes in working capital in line with the last year of the business plan;
- the enterprise value was adjusted to take into account the following:
 - Itinera's net financial position (net financial position as at 31 December 2015, integrated to take the flows relating to the first quarter of 2016 into account), and the estimated recovery of active claims towards customers not recorded in the financial statements;
 - the value of the shareholdings held, measured at book value and, where applicable the latest market values;
 - the value of the employee termination fund (TFR).

These valuations led to a value of Itinera (100%) of between Euro 236 and 297 million.

Estimated economic value of Itinera – Market multiples

The underlying principle of the method based on market multiples entails establishing the value of a company as the result of an estimation made on the basis of market data relating to companies with similar characteristics to that under valuation.

More specifically, reference was made to the multiples of listed construction companies (average EV/EBITDA 2016 for the last 3 months of Salini Impregilo S.p.A. and Astaldi S.p.A.) and to the same adjusted multiples to take into account advances made by customers in the financial position (these

advances are particularly significant in the case of Salini Impregilo S.p.A. and Astaldi S.p.A., while they are marginal for Itinera).

To take the size of Itinera into account, as well as potential uncertainties regarding the implementation of the business plan, we also made simulations by applying a discount to the above-mentioned “simple multiples” and “adjusted multiples”.

We removed the adjustments used for the DCF method from the enterprise value obtained using these metrics, with the exception of the active claims, which are off-balance sheet and therefore cannot be included in a market valuation based exclusively on public information.

These valuations led to a value of Itinera (100%) of between Euro 190 and 213 million, when applying “simple multiples” and between Euro 241 and 273 million when applying the “adjusted multiples”.

Estimated economic value of Itinera – Multiple comparable transactions

The multiples criterion assumes that the value of a company can be calculated by referring to transactions that have regarded comparable companies and entails the calculation of indicators (calculated as the relationship between the values traded and the economic, capital and financial figures of the company involved in the purchase/sale) to be applied to the corresponding figures of the company under valuation.

On the basis of the transactions analysed, a multiple of (6.5x – 7.5x the EBITDA for the last year) was identified, which when applied to the same indicator of Itinera (Euro 41 million for 2015) led to a value of Itinera (100%) of between Euro 329 and 370 million.

The adjustments made to the enterprise value to obtain these values are the same as those applied with the market multiples method.

3.2.2 Criteria adopted to calculate the issue price of the ordinary shares of ASTM and its appropriateness

In order to establish the issue price for the ASTM shares, the Dividend Discount Model (DDM) was used as the main method, and the Net Asset Value (“NAV”) was used as the control method, adjusted to take into account the fact that ASTM is a financial holding company (holding discount).

The values obtained in this way were then compared to the average values of the share prices, weighted to take into account the volumes traded, recorded for ASTM stock at 1, 3, 6, 12, 24 and 36 months.

Estimated economic value of ASTM / Dividend Discount Model

The Dividend Discount Model (“DDM”) establishes the value of a company on the basis of the flow of dividends, net of the capital contributions requested of shareholders, which the company is expected to be able to generate in the future.

The cash flows for the shareholders are discounted at the cost of own capital (Ke).

As we know, ASTM is a holding company, whose main asset is currently represented by 63.42% of the share capital of SIAS, in turn a holding company of stock listed on the MTA [Electronic Stock Market] managed by Borsa Italiana S.p.A..

The choice to use DDM as the main valuation method is therefore based on the fact that ASTM is a holding company, insofar as this method is able to reflect the time delay in the receipt of dividends by the investees and the effective structural subordination of the Company.

With regard to the above, the parameters used to establish the economic value of ASTM are listed below:

- the cash flows for shareholders were calculated on the basis of forecast economic-financial data provided by the Company management. This forecasts data does not include the potential cash flows related to the Ecorodovias transaction, as the acquisition of joint control of Ecorodovias / VEM in Brazil has not yet been formally completed (although no risks have emerged to jeopardise its completion);
- a dividend pay-out ratio (percentage of the net result distributed to shareholders) of 60% was assumed, a percentage that is close to the average dividends distributed by the Company over the past seven years;
- the *terminal value* was calculated as the liquidation value of the company at the end of the period of operation of the last motorway concession, in line with the standard valuation used for operators that work on the basis of concessions (prudential assumption that concessions are not renewed);
- the cost of own capital (Ke) was estimated as 7% on the basis of the Capital Asset Pricing Model applied on a Beta factor of ASTM obtained from an average of weekly observations over the past ten years.

The application of the DDM on the basis of the criteria and parameters illustrated above led to a unit value per ASTM share of between Euro 10.53 and Euro 12.79.

Note that this valuation refers to newly-issued shares with regular entitlement (1 January 2016) and that, therefore, it excludes the collection of Euro 0.25 per share resulting from the proposal for the allocation of the profit for the year to the ASTM shares currently in circulation (this proposal will be submitted to the Shareholders' Meeting on 28 April 2016).

Estimated economic value of ASTM: Adjusted Net Asset Value ("NAV")/ Share prices

As already mentioned above, taking the holding structure of ASTM into account (whose main asset is represented by its shareholding in SIAS), we retained that a valid control method was represented by the NAV approach, which determines the economic value of a Company as the sum of the fair value of assets net of financial liabilities.

The NAV of ASTM was calculated on the basis of the following main assumptions:

- SIAS shareholding and other shareholdings in listed companies in the portfolio, valued on the basis of the spot daily share price;
- SIAS bond loan called "SIAS 2.625% 2005 – 2017 convertible into ordinary shares" measured at book value updated quarterly in the financial reports of ASTM;
- controlling interests in Sina S.p.A. and in Sineco S.p.A. valued using a multiple on EBITDA for the past 12 months (calculated on a quarterly basis in ASTM's financial reports) and taking into account the shareholding held by SINA S.p.A. in SIAS;
- other non-listed shareholdings measured at the latest book value available;
- adjustment of the NAV for "holding costs" by means of a perpetuity on the average costs of the holding company over the past three years, net of any extraordinary costs and of tax;
- adjustment of the net financial position (provided on a quarterly basis in ASTM's financial reports) for the purchase of treasury shares and for the eventual distribution of dividends by ASTM and/or the collection of dividends by the investees.

For the purpose of the control valuation, the range of the NAV for the ASTM share (obtained taking into account the treasury shares in the portfolio) recorded in the month prior to 14 March 2016 was considered. Two adjustments were made to these NAV observations, in the following order:

- (i) a deduction of Euro 0.25 per share to take into account the proposal for the allocation of the profit for the year to ASTM shares currently in circulation, which will be submitted for the approval of the Shareholders' Meeting on 28 April 2016;
- (ii) the application of a holding discount, estimated as around 30%, in line with the average NAV discounts of a basket of holding companies listed on the MTA with characteristics similar to that of ASTM, in order to reflect the discount that the market usually applies to control structures through holding companies. This discount is lower than the holding discount recorded by the ASTM share, which has ranged mostly around 40-50% in the period 2011-2016 (average around 45%).

This adjusted NAV range led to a unit value per ASTM share of between Euro 11.48 and Euro 12.45.

Based on the above, the value of each of the existing ASTM shares fluctuates in a range between Euro 10.53 and Euro 12.79 per share using the results of the main valuation method and between Euro 11.48 and Euro 12.45 per share using results of the control method.

With regard to negotiations between ASTM and the Transferors that took place for the preparation of the Investment Agreement, the Transferors accepted that the new ASTM shares to be issued against the Transfer should be valued at Euro 11.64 each ("**Issue Value**").

This Issue Value:

- (i) is within all of the above-illustrated valuation ranges;
- (ii) incorporates a premium of 16.3% with respect to the closing price for ASTM shares recorded as at 11 March 2016 (Euro 10.01);
- (iii) as shown below, it is above the average weighted market value for the volumes traded for the ASTM share at 1, 3, 6, 12, 24 and 36 months recorded as at 11 March 2016 ("**Average Share Prices**").

With regard to said comparison, note that the Average Share Prices include a dividend of Euro 0.25 per share relating to the proposed allocation of the profit for the year to ASTM shares currently in circulation (a proposal that will be submitted to the approval of the Shareholders' Meeting on 28 April 2016).

Given that the values per ASTM share obtained with the DDM and adjusted NAV methods, and consequently the Issue Value selected, cannot be correctly compared to the above-mentioned averages insofar as obtained on an "*ex-dividend*" basis (the new shares issued will in fact not collect the above-mentioned dividend), in order to make the Average Share Prices comparable with the chosen Issue Value (Euro 11.64), this latter value will be considered in a version "*cum-dividend*", namely including the impact of the expected dividend of Euro 0.25.

The table below shows a comparison between the Average Share Prices and the Issue Value "*cum-dividend*", of Euro 11.89:

Average prices as at 11 March 2016	Average weighted price for volumes	Issue Price Premium <i>cum-dividend</i> (Euro 11.89) against the average price
Average 1 month	Euro 9.95	19.5%
Average 3 months	Euro 10.26	15.9%
Average 6 months	Euro 10.94	8.6%
Average 12 months	Euro 11.76	1.1%
Average 24 months	Euro 11.55	3.0%
Average 36 months	Euro 11.01	8.0%

Based on all of the above, the Board of Directors of ASTM therefore retained the Issue Value of the new ASTM shares - Euro 11.64 for each newly-issued share with entitlement from 1 January 2016 – to be appropriate, with full protection of the equity rights of the shareholders excluded from the option right and namely also pursuant to art. 2441, paragraph 6, of the Italian Civil Code

For the sake of completeness, note that the Board of Directors, even recognising that the NAV per ASTM share – calculated on the basis of the draft separate financial statements as at 31 December 2015 and referring to the number of shares that the present share capital is divided into (88,000,000) net of 4,921,950 treasury shares held directly in the portfolio at the same date of 31 December 2015 – is Euro 20.74, retained the Issue Value to be appropriate insofar as, applying the average holding discount of the ASTM share recorded for the period 2011-2016 to said value (around 45%), values included in the range resulting from the application of the main method are obtained, and retaining, in any event, that said effect, insofar as in line with the above-described structural subordination to which the Company is subject, must be considered in order to identify a fair market and economic value of ASTM which actually takes into account the values on the basis of which the share is usually traded.

Lastly, note that the appropriateness of the Issue Value was also confirmed, on a theoretical basis, also on the basis of the potential higher dilutive impact of third party shareholders in the event that the Shareholdings to be Transferred were purchased in cash, with the simultaneous increase of ASTM's share capital to offer under option to all shareholders and to release in cash, and subsequent issue of new ASTM shares based on the issue price established by applying the usual discounts to the theoretical price after the detachment of the option right.

3.3 Indication of the number, the date of entitlement and the issue price of the new shares involved in the share capital increase

Following the Transfer and the related Share Capital Increase in kind, the Company will issue up to a maximum of 10,998,600 new ordinary shares with regular entitlement (1 January 2016) with the same rights as ordinary ASTM shares already in circulation as at the issue date (with the exception of the right to collect a dividend of Euro 0.25 set forth in the proposal for the allocation of profit for the year that will be submitted to the approval of the Shareholders' Meeting on 28 April 2016), for which admission for trading on the Electronic Stock Market will be requested. The request by the Company for the admission of the new ASTM shares for trading on the Electronic Stock Market organised and managed by Borsa Italiana S.p.A. will be made within 45 days of the relative issue.

The issue price of the new ASTM shares is Euro 11.64, of which Euro 11.14 is the share premium.

The new ASTM shares (i) will be issued on the date on which the Shareholdings to be Transferred are transferred to ASTM and (ii) will be assigned to the Transferors following the checks set forth in art. 2343-*quater* of the Italian Civil Code.

4. SHAREHOLDING STRUCTURE OF THE COMPANY AFTER THE SHARE CAPITAL INCREASE

Based on the available information, the following table shows the change in the shareholding percentages following the Share Capital Increase for shareholders who hold significant ASTM shareholdings pursuant to art. 120 of Italian Legislative Decree 58/1998 ("TUF", Consolidated Law on Finance).

Shareholder	% Before Share Capital Increase	% After Share Capital Increase
Aurelia S.r.l. *	54.01 **	59.12 **

Assicurazioni Generali S.p.A.	3.36	2.98
ASTM ***	5.94	5.28

* company that holds the entire share capital of Argo

** including the ASTM shares held directly and those held through Argo and Codelfa

*** treasury shares

Pursuant to art. 93 of the Consolidated Law on Finance and art. 2359 of the Italian Civil Code, after the Share Capital Increase, Argo will increase its position of control with sole rights to the share capital of ASTM.

Based on the information available, as at today's date, there are no shareholders' arrangements in place pursuant to art. 122 of the Consolidated Law on Finance relating to ASTM shares.

5. TAX IMPACT OF THE TRANSACTION ON THE COMPANY

The Transfer will not generate any taxable income as regards income tax for ASTM. From a tax perspective, the Transaction could be significant only as regards direct taxation for the Transferors.

With regard to the latter, based on tax legislation in force, as at the date of the transfer, any capital gains resulting from the difference between the sale value of the newly issued shares received and the last value recognised from a tax perspective for the shares transferred could be liable to taxation.

Note that, pursuant to article 175, first paragraph of the Consolidated Law on Income Taxes ("**TUIR**"), for transfers of controlling or associated shareholdings pursuant to art. 2359 of the Italian Civil Code, the sale value is considered that attributed to the shareholdings, received by virtue of the transfer, stated in the accounting records of the transferor, or, if higher, that attributed to the shareholders transferred in the accounting records of the transferee.

Furthermore, article 177, second paragraph, of the Consolidated Law on Income Taxes, states that the shares or the quotas received following transfers through which the transferee acquires the control of a company pursuant to article 2359, paragraph 1, no. 1), of the Italian Civil Code or increases, by virtue of a legal obligation or a statutory constraint, the percentage of control, are valued, in order to determine the income of the transferor, on the basis of the corresponding share of the items of shareholders' equity formed by the transferee company by effect of the transfer.

The circumstance set forth in art. 177, second paragraph of the Consolidated Law on Income Taxes ¹ differs from that regulated by art. 175, first paragraph, insofar as the latter refers only to the case in which the transfer regards shareholdings that are already controlling or associated.

In the case in hand, given that the Shareholdings to be Transferred – transferred at the same time as the Transaction in question – will enable ASTM to acquire control of Itinera, the rule stated in art. 177, second paragraph, of the Consolidated Law on Income Taxes applies, according to which the shares received by virtue of the transfer are valued, in order to determine the income of the transferor, on the basis of the corresponding share of the items of shareholders' equity formed by the transferee company by effect of the transfer.

This value is significant for tax purposes as a cost recognised fiscally.

¹ Also applicable to the reorganisations made within the company groups, as confirmed by the Circular of the Inland Revenue Office no. 33/E of 17 June 2010.

From a VAT perspective, the transfer represents a transaction that is exempt from VAT under art. 10, no. 4), of Italian Presidential Decree of 26 October 1972 no. 633 for parties that make transfers as part of their business activities.

The transfer document will be subject to a set amount of registration tax.

6. CHANGES TO THE ARTICLES OF ASSOCIATION

On the date of registration on the Turin Company Register of the shareholders' meeting resolution approving the Share Capital Increase, article 5 of the company's articles of association indicated below will be amended.

Current wording	Proposed wording
Article 5 (Amount of share capital)	Article 5 (Amount of share capital)
The share capital is Euro 44,000,000.00 (forty-four million) divided into 88,000,000.00 (eighty million) shares with no nominal value.	<p>Paragraph unchanged.</p> <p>In a resolution dated 28 April 2016, the extraordinary shareholders' meeting resolved to increase the share capital against payment, and excluding option rights pursuant to art. 2441, paragraph 4, first sentence, of the Italian Civil Code, by a total amount of Euro 5,499,300.00, plus a share premium of Euro 122,524,404.00 to be performed by means of the issue of a maximum of 10,998,600 ordinary shares with no nominal value, with regular entitlement, at a unit issue price of Euro 11.64 (of which Euro 11.14 is the share premium) to be released by means of the transfer in kind of the shareholdings held by Argo Finanziaria S.p.A. and by Codelfa S.p.A in Itinera S.p.A. equal, respectively, to 43.90% and 9.45% of the relative share capital.</p>

The changes to the articles of association illustrated above do not give rise to any right of withdrawal for ASTM shareholders who have not contributed to the resolutions stated in this Report.

* * *

In light of the above, the Board of Directors intends to submit the following proposed resolution to you for your approval.

Proposal

“The Extraordinary Shareholders’ Meeting of ASTM S.p.A.

- *after examining the Report of the Board of Directors and the proposal made therein;*
- *acknowledging: (i) the opinion on the appropriateness of the issue price of the new ASTM shares made, pursuant to art. 2441, paragraph 6, Italian Civil Code and art. 158 of Legislative Decree no. 58 of 24 February 1998, by independent auditors Deloitte & Touche S.p.A.; (ii) the report prepared by the independent expert Prof. Enrico Cotta Ramusino pursuant to articles 2440, paragraph 2, and 2343-ter, paragraph 2, lett. b), Italian Civil Code; and (iii) the statement by the Board of Statutory Auditors that the share capital of Euro 44,000,000.00 (forty-four million point zero zero) is entirely subscribed, paid in and exists;*
- *acknowledging the favourable opinion of the Transaction stated by the Committee for Related Party Transactions of ASTM S.p.A.;*

resolves

- 1) *to approve the proposal to increase the share capital against payment, and excluding option rights pursuant to art. 2441, paragraph 4, first sentence, of the Italian Civil Code, by a total amount of Euro 5,499,300.00, plus a share premium of Euro 122,524,404.00 to be performed by means of the issue of a maximum of 10,998,600 ordinary shares with no nominal value, with regular entitlement, at a unit issue price of Euro 11.64 (of which Euro 11.14 is the share premium) to be released by means of the transfer in kind of the shareholdings held by Argo Finanziaria S.p.A. and by Codelfa S.p.A. in Itinera S.p.A. equal, respectively, to 43.90% and 9.45% of the relative share capital;*
- 2) *to set 31 December 2016 as the deadline for the implementation of the share capital increase;*
- 3) *to change art. 5 of the company’s articles of association, by adding a new paragraph to the wording as follows: “The share capital is Euro 44,000,000.00 (forty-four million) divided into 88,000,000.00 (eighty million) shares with no nominal value. In a resolution dated 28 April 2016, the extraordinary shareholders’ meeting resolved to increase the share capital against payment, and excluding option rights pursuant to art. 2441, paragraph 4, first sentence, of the Italian Civil Code, by a total amount of Euro 5,499,300.00, plus a share premium of Euro 122,524,404.00 to be performed by means of the issue of a maximum of 10,998,600 ordinary shares with no nominal value, with regular entitlement, at a unit issue price of Euro 11.64 (of which Euro 11.14 is the share premium) to be released by means of the transfer in kind of the shareholdings held by Argo Finanziaria S.p.A. and by Codelfa S.p.A. in Itinera S.p.A. equal, respectively, to 43.90% and 9.45% of the relative share capital.”;*
- 4) *to award the Board of Directors, with the right to delegate and to appoint special proxies, the widest powers to implement the resolutions stated above to ensure the successful outcome of the transaction, including therein, by way of example and not restricted to such, the power to:*
 - (i) *execute and draw up all documents required to implement the share capital increase as resolved above, with the express authorisation, inter alia, by way of example and not limited to such, to establish the transfer in its the exact amount and in general to draw up any document, even if an adjustment, a clarification or an addition, that is necessary or appropriate to arrange the relative accounting;*
 - (ii) *to fulfil the obligations envisaged by art. art. 2343-quater Italian Civil Code;*
 - (iii) *to assign, in accordance with the law, the shares due as consideration of the transfers of the shareholdings, establishing their entitlement;*
 - (iv) *to prepare and submit any document required for the implementation of the share capital increase resolved, also pursuant to art. 2444 Italian Civil Code, amending art. 5 of the company’s articles of association as regards the numerical expression of the share capital and the number of shares and to therefore register the updated articles of association with the Company Register, as well as to perform the formalities required to proceed with the admission for trading on the Electronic Stock Market organised and managed by Borsa Italiana S.p.A. of the newly-issued shares, including the power to prepare and submit any*

request, petition, document or prospectus to the relevant Authorities as is necessary or appropriate;

- (v) *to make any changes and/or additions to the resolutions adopted that may be necessary and/or appropriate, also following a request from any relevant authority or at the time of registration, and in general to carry out all that is necessary for the full implementation of the resolutions, with each and any power necessary or appropriate for said purpose, with no exceptions or exclusions.*

* * *

Tortona, 14 March 2016

For the Board of Directors

The Chairman

(Prof. Gian Maria Gros-Pietro)

Professor Enrico Cotta Ramusino

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

Pavia - 4 aprile 2016

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

Indice

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

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

2. Itinera

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

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

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

5. La valutazione operata dallo scrivente

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

6. Conclusioni

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

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

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

Il conferimento delle partecipazioni in ASTM verrà operato da:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1.2 Le fasi dell'operazione

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1.3 La documentazione esaminata

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

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

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

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

1.4 Contenuto e limiti dell'incarico

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Nello svolgimento dell'incarico affidatogli, lo scrivente ha:

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

2. Itinera

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

2.1 La dinamica economica e patrimoniale 2010 - 2015

Ai fini della presente Relazione, lo scrivente ha ritenuto di assumere dalla società informazioni sul trend storico recente delle attività e dei conseguenti risultati economico finanziari realizzati².

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

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

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

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

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



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

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

Fonte. Dati forniti dal management

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

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

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

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

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

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

Fonte. Dati forniti dal management

2.2 Backlog e nuove acquisizioni 2010 - 2015

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

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

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

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

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

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

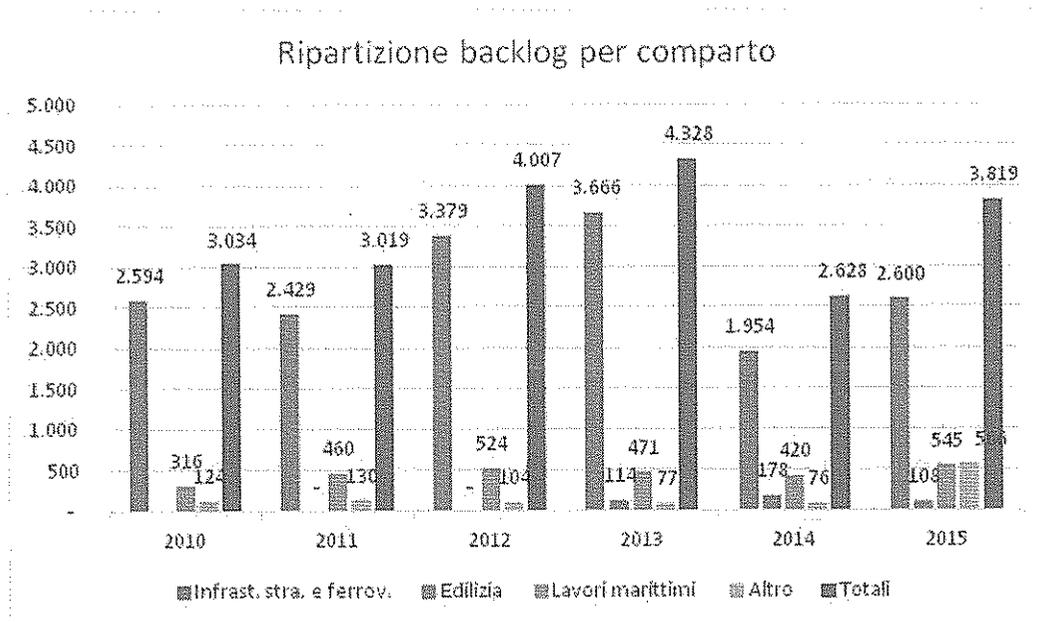
Fonte. Dati forniti dal management

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

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

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

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



Fonte. Dati forniti dal management

2.3 Le prospettive e la ricomposizione geografica del mix della produzione

La società ha in programma una profonda revisione del mix delle proprie attività, con un progressivo incremento della componente internazionale dei lavori; nel bilancio per il 2015 si dà conto di una quota di lavori internazionali ancora limitata, pari al 9% del portafoglio lavori al 31 dicembre 2015³. Il riposizionamento sui mercati internazionali è finalizzato a cogliere opportunità di crescita che potranno ragionevolmente manifestarsi in contesti maggiormente dinamici e caratterizzati da volumi di investimento infrastrutturali più elevati rispetto a quanto riscontrabile nel mercato italiano. L'espansione all'estero delle attività di Itinera si è già materializzata con l'acquisizione di commesse che, a fine 2015, risultavano pari a circa 350 milioni di euro. La società prevede di sviluppare in modo intenso il percorso di internazionalizzazione lungo l'orizzonte del business plan (2016 - 2020), al punto che, negli anni finali coperti dal piano, si stima

³ Bilancio Itinera per il 2015, pag. 29.

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

Il dato in oggetto è chiaramente espresso nel business plan 2016 - 2020, riprodotto di seguito⁴.

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

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

Fonte. Dati forniti dal management

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

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

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

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

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

Fonte. Dati forniti dal management

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

La tabella che segue fornisce il dettaglio delle due componenti.

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

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

Fonte. Dati forniti dal management

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

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

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

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

Fonte. Dati forniti dal management

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

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

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

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

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

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



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

Le aggiudicazioni sono risultate pari a 332 milioni di euro su gare del 2013⁵, 454 milioni di euro in Italia e 180 milioni di euro all'estero su gare del 2014⁶; 47 milioni di euro in Italia e 632 milioni di euro all'estero su gare del 2015⁷.

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

- l'aggiudicazione, prevista nel corso del presente anno, dei lavori inerenti la costruzione di un outlet, in esecuzione a partire dal 2017. Si tratta di lavori che il management stima di acquisire in virtù di un accordo di collaborazione di natura industriale stipulato a suo tempo (giugno 2013) da Codelfa in conseguenza della partecipazione acquisita dalla stessa Codelfa in una società immobiliare, incorporata nel 2015 in una società quotata. La partecipazione e l'accordo di collaborazione industriale sono stati conferiti in Itinera nell'ambito dell'operazione di conferimento del ramo d'azienda '*costruzioni e prefabbricazione*' di Codelfa, a far data dal 1 novembre 2013. L'accordo industriale in oggetto ha già prodotto l'acquisizione di nuovi lavori da parte di Itinera⁸; i lavori programmati

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

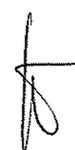
All'interno delle attività menzionate, la prima componente dei ricavi prospettici riferibile alle attività sull'estero, quella derivante da iniziative analiticamente identificate, già in corso e in attesa di finalizzazione, riguarda due progetti di significativo rilievo.

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

Il portafoglio lavori al 31 dicembre 2015 ammonta, come si è detto, a 3,8 miliardi di euro¹⁰. Si tratta di opere di cui Itinera risulta titolare in seguito a contratti firmati ovvero¹¹ in attesa di formalizzazione. La suddivisione per area geografica vede il 91% di questi lavori collocarsi in Italia e il 9% all'estero.

Il portafoglio lavori verrà eseguito per 1,655 miliardi di euro lungo l'orizzonte del Piano, mentre per i residui 2,164 miliardi di euro si prevede l'esecuzione negli anni successivi al 2020. Dalle analisi effettuate con il supporto del management, lo scrivente ha verificato che ulteriori lavori per un importo pari a 775 milioni di euro sono previsti in esecuzione entro il 2025, mentre il residuo è previsto, sulla base delle informazioni attualmente disponibili, produrre fatturato successivamente a tale anno¹².

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

dove:

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

5. La valutazione operata dallo scrivente

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

5.1 La metodologia valutativa utilizzata ai fini della valutazione di Itinera

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

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

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

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

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

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

5.2 La data di riferimento della valutazione

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

5.3 I dati prospettici assunti a riferimento per la valutazione

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

Fonte. Dati forniti dal management

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

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

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

- un equity risk premium pari al 5,5%, valore largamente utilizzato nella prassi professionale;
- uno small size premium pari al 3,74%¹³
- un beta levered pari a 0,89¹⁴;
- un costo del capitale azionario, pari al 10%, determinato sulla base dei parametri sopra elencati;
- un costo del debito al lordo di imposta pari al 4%, ottenuto applicando al reference rate¹⁵ uno spread pari al 3,1% desunto dai dati di mercato riferiti ad un panel di imprese comparabili;
- un costo del debito netto di imposta determinato applicando il coefficiente di imposta IRES pari al 24%;
- rapporti di struttura finanziaria $[D/(D+E)]$ ed $[E/(D+E)]$ pari, rispettivamente, al 7,5% e al 92,5%, riferibili al menzionato panel di imprese comparabili

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

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

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

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



Tabella 9. Itinera: calcolo del WACC

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

Fonte. Elaborazioni dello scrivente su dati di mercato

5.5 Lo sviluppo della valutazione con la metodologia reddituale

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

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

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

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

dove:

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

Per questa ragione sono stati assunti:

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



Osservando i dati storici, lo scrivente riscontra come, sull'orizzonte 2013 - 2015¹⁶, l'EBIT medio sia risultato pari a 25 milioni di euro e il NOPAT medio, calcolato applicando l'aliquota fiscale media prevista nel Piano (pari al 30,6%), sia risultato pari a 17,4 milioni di euro, superiore a quanto espresso nel Piano con riferimento agli anni 2016 - 2017, lievemente inferiore rispetto alla media dei valori 2018 - 2020 e 2019 - 2020 (del 5% e del 9%, rispettivamente).

Va osservato che la decisione di utilizzare un NOPAT terminale medio come sopra esposto ha l'effetto di tenere conto, ai fini del calcolo del TV, anche delle performances reddituali espresse negli anni meno favorevoli. Questa circostanza attribuisce alla valutazione un carattere prudenziale. L'obiettivo strategico della Società, uno sviluppo prospettico delle attività che vedrà, al termine del Piano, un fatturato concentrato per oltre il 50% sui mercati esteri¹⁷, caratterizzati da una marginalità maggiore, è più ambizioso e mira a conseguire risultati reddituali superiori.

I risultati di sintesi di questo procedimento sono esposti nella tabella 10, di seguito riportata e includono già la somma algebrica di Surplus assets e PFN¹⁸; si tratta dunque di valori del capitale economico di Itinera.

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

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

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

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

¹⁸ Su questi passaggi si tornerà nel paragrafo 5.7.

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

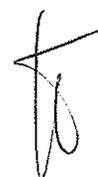
Per queste ragioni, la determinazione di un NOPAT terminale come media che includa gli anni 2016 e 2017 tende a dare maggiore rilevanza alle attuali condizioni di funzionamento della Società, ancora focalizzata sul mercato italiano (e a una performance media significativamente inferiore a quella storica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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

In particolare, sono stati effettuati i seguenti passaggi:

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

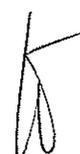
In sintesi, questo secondo approccio valorizza, secondo condizioni maggiormente conservative rispetto al Piano redatto dalla Società, la nuova configurazione operativa che Itinera andrà ad assumere per effetto della implementazione della nuova strategia, dichiarata e in corso di realizzazione.

5.6 Sintesi della valutazione operata con la metodologia reddituale

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

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

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



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

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

Nel caso di specie, si è operato come segue:

- è stato sommato il valore delle partecipazioni detenute dalla Società, pari a 92,5 milioni di euro. Questo dato risulta dal bilancio di Itinera al 31 dicembre 2015, oggetto di revisione da parte di Deloitte. Esso è stato assunto dallo scrivente in quanto nessun rilievo è stato riscontrato dal revisore sulla posta contabile in oggetto;
- sono stati sottratti i debiti bancari e verso società di leasing, complessivamente pari a 63,4 milioni di euro;
- sono stati sottratti i debiti verso dipendenti per indennità di fine rapporto (4,7 milioni di euro);
- sono stati sommati i claims attivi, non contabilizzati in bilancio ma rilevanti ai fini valutativi¹⁹. Si tratta di attività latenti, rivenienti dalla circostanza che la Società ha iscritto, nei registri di contabilità lavori, valori

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

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

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

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

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

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



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

- si sono così ottenuti due valori del multiplo pari, rispettivamente, a 5,86x e a 5,52x;
- i due multipli rettificati sono stati applicati all'EBITDA medio di Itinera quale risulta sull'orizzonte di previsione esplicita del Piano (2016 - 2020), pari a 35,9 milioni di euro, ottenendo un Enterprise Value pari a 210 milioni di euro nel primo caso e a 198 milioni di euro nel secondo caso;
- sono state algebricamente sommate le poste che consentono il passaggio dall'Enterprise Value al valore del capitale economico, ad eccezione dei claims attivi²⁰;
- il totale di queste poste, pari a 54 milioni, conduce ad un valore del capitale economico di Itinera compreso in un intervallo tra 252 e 264 milioni di euro.

6. Conclusioni

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

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

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

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

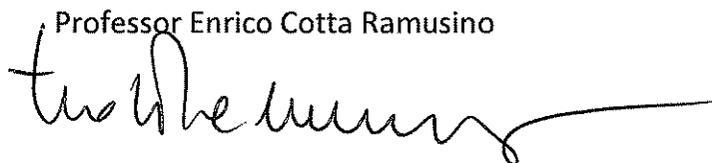
²⁰ Sulla base dell'ipotesi, prudenziale nel caso di specie, che il valore dei claims attivi sia un'informazione già incorporata nei prezzi di mercato.



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

Pavia, 4 aprile 2016

Professor Enrico Cotta Ramusino



Allegati

Allegato 1 - Beta e Credit Spread

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

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

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

Allegato 1 (1 di 1)

BETA calculation

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

*Non considera le rilevazioni minima e massima

Allegato 2 (1 di 4)

NOPAT Terminale: NOPAT Medio 2020-2019

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

Allegato 2 (2 di 4)

NOPAT Terminale: NOPAT Medio 2020-2018

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

Allegato 2 (3 di 4)

NOPAT Terminale: NOPAT Medio 2020-2017

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

Σ Discounted NOPAT 51,2

Long Term NOPAT	14,3
WACC	9,5%
"g rate"	2,0%
Undiscounted Terminal Value	190,5
Discount Factor	0,6
Discounted Terminal Value	121,0
EV - Income Model	172,2
Equity Investments	92,5
Total EV - Income Model	264,6

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

Allegato 2 (4 di 4)

NOPAT Terminale: NOPAT Medio 2020-2016

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

Allegato 3 (1 di 10)

Rettifiche New Intake 0% & Ebitda Margin Medio

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

Allegato 3 (2 di 10)

Rettifiche New Intake 0% & Ebitda Margin Minimo

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

Σ Discounted NOPAT 51,2

Long Term NOPAT 16,3

WACC 9,5%

"g rate" 2,0%

Undiscounted Terminal Value 217,4

Discount Factor 0,6

Discounted Terminal Value 138,1

EV - Income Model 189,3

Equity Investments 92,5

Total EV - Income Model 281,8

(Bank Loans) (60,9)

(Leasing) (2,5)

(TRF) (4,7)

Claims Q4 2015 17,1

Cash & Equivalents 13,3

Financial Receivables 16,2

Equity Value - Income Model 260,2

Allegato 3 (3 di 10)

Rettifiche New Intake 5% & Ebitda Margin Medio

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

Allegato 3 (4 di 10)

Rettifiche New Intake 5% & Ebitda Margin Minimo

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

Allegato 3 (5 di 10)

Rettifiche New Intake 10% & Ebitda Margin Medio

<i>Income Model - Asset Side €/mln</i>	2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy	399,6	294,2	366,8	350,4	363,8	
Abroad	22,9	459,0	233,6	366,5	257,4	651,5
Revenues	412,5	453,2	620,3	712,9	621,2	
Y-o-Y growth	9,6%	9,6%	36,9%	14,9%	-12,9%	
EBITDA	26,7	14,8	39,2	53,1	38,2	43,3
Y-o-Y growth	-44,7%	165,5%	35,4%	-28,0%		
Ebitda Margin	6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,2%	6,6%
Provisions	(2,0)	(1,4)	(3,1)	(3,6)	(3,1)	(3,0)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(10,0)	(12,7)	(15,9)	(17,8)	(15,8)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	-2,4%
EBIT	16,9	3,4	23,4	33,7	17,3	24,6
ROS Margin	4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,8%	3,8%
Taxes	(5,2)	(1,0)	(7,2)	(10,3)	(5,3)	(7,5)
% Ebit	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT	11,7	2,4	16,3	23,4	12,0	17,0
Discount Factor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
Discounted NOPAT	10,7	2,0	12,4	16,3	7,6	
Σ Discounted NOPAT	49,9					
Long Term NOPAT	17,0					
WACC	9,5%					
"g rate"	2,0%					
Undiscounted Terminal Value	227,2					
Discount Factor	0,6					
Discounted Terminal Value	144,3					
EV - Income Model	193,3					
Equity Investments	92,5					
Total EV - Income Model	285,8					
(Bank Loans)	(60,9)					
(Leasing)	(2,5)					
(TRF)	(4,7)					
Claims Q4 2015	17,1					
Cash & Equivalents	13,3					
Financial Receivables	16,2					
Equity Value - Income Model	264,2					

Allegato 3 (6 di 10)

Rettifiche New Intake 10% & Ebitda Margin Minimo

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

Allegato 3 (7 di 10)

Rettifiche New Intake 15% & Ebitda Margin Medio

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

Allegato 3 (8 di 10)

Rettifiche New Intake 15% & Ebitda Margin Minimo

<i>Income Model - Asset Side €/mbn</i>	2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy	389,6	292,6	363,2	344,9	397,5	
Abroad	22,6	157,3	249,3	353,0	245,9	
Revenues	412,2	449,8	612,6	698,0	603,4	638,0
Y-o-Y growth	9,1%	9,1%	36,2%	13,9%	-13,6%	
EBITDA	26,7	14,5	38,7	51,9	36,5	38,6
Y-o-Y growth	-45,5%	165,9%	34,3%	7,4%	-29,6%	6,1%
Ebitda Margin	6,5%	3,2%	6,3%	7,4%	6,1%	
Provisions	(2,0)	(1,3)	(3,1)	(3,5)	(3,0)	(2,9)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(10,0)	(12,6)	(15,5)	(17,1)	(15,4)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,4%
EBIT	16,9	3,2	23,0	32,9	16,4	20,3
ROS Margin	4,1%	0,7%	3,8%	4,7%	2,7%	3,2%
Taxes	(5,2)	(1,0)	(7,0)	(10,1)	(5,0)	(6,2)
% Ebit	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT	11,7	2,2	16,0	22,8	11,4	14,1
Discount Factor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
Discounted NOPAT	10,7	1,9	12,2	15,9	7,2	
Σ Discounted NOPAT	47,9					
Long Term NOPAT	14,1					
WACC	9,5%					
"g rate"	2,0%					
Undiscounted Terminal Value	187,8					
Discount Factor	0,6					
Discounted Terminal Value	119,3					
EV - Income Model	167,1					
Equity Investments	92,5					
Total EV - Income Model	259,6					
(Bank Loans) (Leasing) (TRF)	(60,9) (2,5) (4,7)					
Claims Q4 2015 Cash & Equivalents Financial Receivables	17,1 13,3 16,2					
Equity Value - Income Model	238,1					

Allegato 3 (9 di 10)

Rettifiche New Intake 20% & Ebitda Margin Medio

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

Allegato 3 (10 di 10)

Rettifiche New Intake 20% & Ebitda Margin Minimo

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

Allegato 4 (1 di 1) Multipli di Mercato

EBITDA

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

EV/EBITDA

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

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

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

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

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

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

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

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

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

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

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

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

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

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

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

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

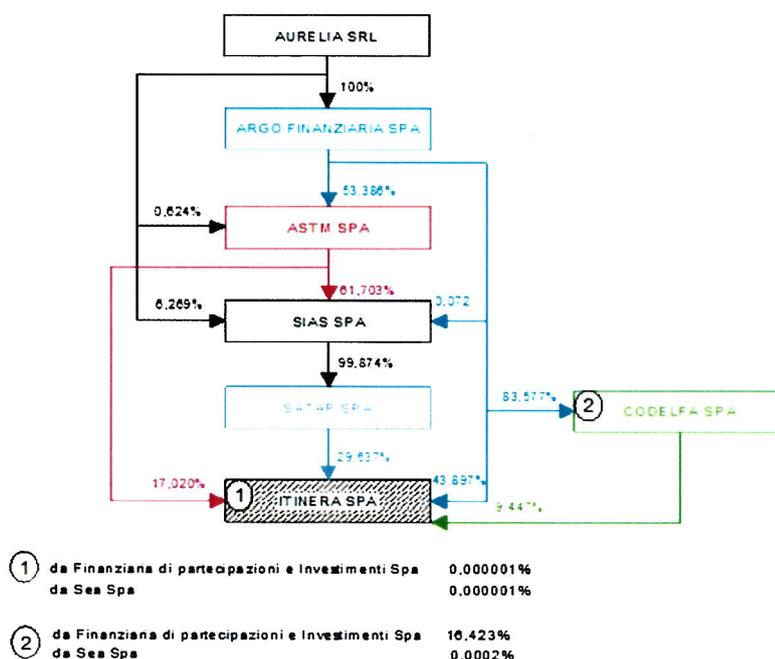
Socio	N. azioni	% capitale
ASTM S.p.A.	13.888.000	17,020442%
Finanziaria di Costruzioni S.p.A. (*)	35.817.907	43,896646%
Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A.	1	0,000001%
Partecipazioni Costruzioni S.p.A. (**)	7.708.000	9,446541%
SATAP S.p.A.	24.182.091	29,636368%
SEA Segnaletica Stradale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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

*** azioni proprie

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

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

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

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

3. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

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

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

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

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

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

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

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

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

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

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

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

5.1 DESCRIZIONE SINTETICA DELLE METODOLOGIE ADOTTATE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Gli Amministratori riferiscono che il Prezzo di Emissione:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RICONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

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

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

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

Euro 11,64 per azione

di cui Euro 11,14 a titolo di sovrapprezzo.

8. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

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

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

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

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

Al riguardo, in considerazione delle specifiche caratteristiche dell'Operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori ai fini dell'individuazione, nelle circostanze, del Prezzo di Emissione delle nuove azioni di ASTM, come riportati nel paragrafo 3.2.2 della Relazione degli Amministratori, nonché sulla loro corretta applicazione.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

11. CONCLUSIONI

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

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Santo Rizzo
Socio

Torino, 4 aprile 2016