



**SPACE2 SPA**

**AVIO SPA**

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



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

Agli Azionisti di  
Space2 SpA

e

Agli Azionisti di  
Avio SpA

### 1. *Motivo ed oggetto dell'incarico*

A seguito di istanza di nomina sottoscritta congiuntamente da Space2 SpA ("Space2" o "Società Incorporante") e da Avio SpA ("Avio", "Società Incorporanda" o, congiuntamente a Space2, "Società"), PricewaterhouseCoopers SpA ("PwC" o "Esperto Comune") ha ricevuto dal Tribunale di Milano, con Decreto del 10 ottobre 2016, l'incarico di redigere, in qualità di Esperto Comune designato ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio fra le azioni di Space2 e le azioni di Avio ("Rapporto di Cambio") nell'ambito della fusione per incorporazione di Avio in Space2 ("Fusione"). A tal fine, abbiamo ricevuto da Space2 e da Avio il progetto di fusione ("Progetto di Fusione") corredato dalle relazioni illustrative degli amministratori ("Relazioni") che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'articolo 2501 quinquies del Codice Civile, il Rapporto di Cambio.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle assemblee straordinarie degli azionisti di Space2 e Avio in prima convocazione in data 1 dicembre 2016.

### 2. *Sintesi dell'operazione*

Gli amministratori di Space2 e Avio ("Amministratori") riferiscono nelle loro Relazioni che la Fusione rappresenta il completamento dell'operazione di integrazione societaria tra Space2 e Avio ("Operazione"), la cui esecuzione, come descritto nelle Relazioni, si articolerà nei seguenti passaggi:

- la scissione parziale e proporzionale di Space2 a favore di Space3 SpA ("Space3"), società per azioni costituita da Space2 in data 6 ottobre 2016 nella forma di *Special Investment Vehicle* ("SIV"), il cui capitale sociale, alla data della presente relazione, è interamente posseduto da Space2 ("Scissione");
- l'acquisizione da parte di Space2, di Leonardo Finmeccanica SpA ("LF") e di taluni managers di Avio ("Managers"), tramite un veicolo da loro appositamente costituito e denominato In

---

#### *PricewaterhouseCoopers SpA*

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

Orbit SpA (“In Orbit”), del capitale sociale di Avio ad oggi detenuto da (i) Cinven Limited (“Cinven”) per una quota complessiva pari al 56,02 per cento del capitale, (ii) altri investitori istituzionali (“Altri investitori”) per una quota complessiva pari al 25,13 per cento del capitale e (iii) Viasimo Sarl (“Viasimo”) per una quota pari al 4,53 per cento del capitale sociale, pari a complessive n° 342.715.637 azioni ordinarie di Avio rappresentative dell’85,68 per cento del capitale sociale, a fronte del pagamento di un corrispettivo pari a circa Euro 137 milioni (“Acquisizione”), sulla base di una valutazione negoziale del 100 per cento del capitale sociale di Avio pari a circa Euro 160 milioni;

- la fusione per incorporazione di Avio in Space2 (“Fusione”) con contestuale assegnazione ai soci di Avio diversi da Space2 di azioni ordinarie emesse da Space2 - sulla base di una valorizzazione di Euro 10 per azione - di cui quest’ultima chiederà l’ammissione alla quotazione su un mercato regolamentato italiano.

Secondo quanto riferito dagli Amministratori nel Progetto di Fusione e nelle Relazioni, la Fusione verrà attuata mediante l’annullamento delle azioni della Società Incorporanda detenute dagli azionisti di Avio alla data di efficacia della Fusione e l’assegnazione ai titolari di azioni di Avio alla data di efficacia della Fusione diversi da Space2 di azioni di nuova emissione rivenienti dall’aumento di capitale di Space2 a servizio del Rapporto di Cambio.

In particolare, dal Progetto di Fusione e dalle Relazioni emerge che il Rapporto di Cambio della Fusione è stato determinato dai Consigli di Amministrazione in n° 0,0399 azioni Space2 ogni n° 1 azione Avio, fermo restando che tale rapporto sarà oggetto di aggiustamento, conformemente a quanto indicato nelle Relazioni.

Come riportato nelle Relazioni, l’assemblea degli azionisti di Space2 sarà chiamata ad approvare un aumento di capitale a servizio del Rapporto di Cambio della Fusione per massimi nominali Euro 89.816.890, da eseguirsi entro il 30 giugno 2017, mediante emissione di massime n° 8.981.689 azioni ordinarie, prive di indicazione del valore nominale, aventi le stesse caratteristiche delle azioni ordinarie di Space2.

Come riportato nelle Relazioni l’efficacia della Fusione sarà sospensivamente condizionata al verificarsi delle seguenti condizioni:

- il rilascio da parte di Consob e di Borsa Italiana SpA dei provvedimenti di ammissione a quotazione su un mercato regolamentato italiano delle azioni di nuova emissione a servizio del concambio della Fusione;
- l’approvazione dell’operazione di Fusione da parte delle Assemblee Straordinarie delle Società;
- l’approvazione, entro il 31 dicembre 2016, dell’Operazione da parte dell’assemblea degli azionisti di Space2 nelle modalità previste dall’articolo 49, comma 1, lettera g), del Regolamento Emittenti, al fine di esentare LF dall’obbligo di promuovere un’offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni di Space2 post-Fusione successivamente al completamento dell’Operazione;
- l’approvazione, entro il 31 dicembre 2016, da parte dell’assemblea degli azionisti di Space3 della Scissione;

- la circostanza per cui, entro il 30 gennaio 2017, il numero delle azioni di Space2 oggetto dell'esercizio del diritto di recesso sia superiore al 33 per cento meno un'azione del capitale di Space2;
- la circostanza per cui, entro il 30 gennaio 2017, l'esborso complessivo a cui sarebbe tenuta Space2 a fronte dell'esercizio del diritto di recesso ("Esborso per il Recesso") sia superiore al 33 per cento delle somme vincolate (come definite dallo statuto attuale di Space2) risultanti alla data del 19 ottobre 2016;
- l'approvazione, entro il 31 dicembre 2016, da parte dell'assemblea degli azionisti di Avio del Progetto di Fusione e del nuovo statuto della società risultante dalla Fusione che entrerà in vigore alla data di efficacia della Fusione;
- l'ottenimento, entro il decimo giorno precedente alla data in cui si terrà l'assemblea degli azionisti di Space2, del pronunciamento positivo del Governo Italiano, ai sensi dell'articolo 1, Dgls 15 marzo 2012, n° 21, convertito con modificazioni dalla legge 11 maggio 2012, n° 56, nonché del dpr n° 35/2014 e del DPCM n° 108/2014 (la "Normativa *Golden Power*"), in relazione all'Operazione;
- l'ottenimento, entro il 21 novembre 2016, di un parere favorevole circa la congruità del rapporto di cambio previsto nel Progetto di Fusione rilasciato dall'esperto indipendente ai sensi dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile;
- l'esperimento, entro il 28 febbraio 2017, delle necessarie procedure di informazione e consultazione sindacali ai sensi delle applicabili disposizioni del Codice del Lavoro francese in relazione al cambio di controllo a seguito dell'Acquisizione, relativamente ad alcune società francesi controllate da Avio;
- l'ottenimento, entro il 21 novembre 2016, di: (i) una rinuncia scritta da parte delle controparti contrattuali del gruppo Avio ad esercitare i loro diritti di risoluzione previsti da alcuni contratti specificatamente individuati nello *Share and Purchase Agreement* ("SPA"), per effetto del cambio di controllo di Avio in relazione all'Acquisizione e alla Fusione; (ii) l'approvazione scritta dell'Acquisizione e della Fusione da parte degli azionisti ovvero degli organi sociali di alcune società partecipate, direttamente o indirettamente, da Avio elencate nello SPA, ai sensi delle previsioni degli applicabili patti parasociali ovvero statuti di tali società;
- l'ottenimento, entro il 28 febbraio 2017, dell'autorizzazione all'Acquisizione e alla Fusione da parte del Governo francese ai sensi dell'articolo l 151-3 e degli articoli R 153-1 e ss del "*Code Monétaire et Financier*";
- la decorrenza, entro il 28 febbraio 2017, del termine di 60 giorni previsto dall'articolo 2503 del Codice Civile in relazione all'opposizione dei creditori di Space2 e Avio in relazione alla Fusione, senza che nessun creditore abbia fatto opposizione;
- l'assenza di qualsiasi "Effetto Pregiudizievole Rilevante" (come definito nello SPA) alla, o prima della, data di esecuzione dell'Operazione;

Inoltre, gli Amministratori nel Progetto di Fusione riferiscono che, gli accordi contrattuali relativi all'Acquisizione prevedono quanto segue:

- a) Space2 si è impegnata ad acquistare n. 235.134.222 azioni ordinarie (rappresentative del 58,78% del capitale sociale di Avio) e LF si è impegnata ad acquistare n. 107.581.415 azioni ordinarie (rappresentative del 26,90% del capitale sociale di Avio), fermo restando che in ipotesi di esercizio del diritto di recesso, al fine di neutralizzare l'effetto diluitivo derivante sulla partecipazione di spettanza di LF a seguito della Fusione, LF acquisterà ulteriori azioni di Avio fino a massime n. 114.988.030 azioni (rappresentative del 28,75% del capitale) in ipotesi di massimo recesso - ossia nel caso in cui il diritto di recesso sia esercitato con riferimento al 33% meno un'azione del capitale sociale ordinario di Space2 e Space2 proceda all'acquisto di tutte le azioni oggetto di esercizio del diritto di recesso - e assumendo che In Orbit acquisti il numero massimo delle azioni dai Managers. Rimane inteso che il numero complessivo di azioni che potranno essere acquistate da Space2, da LF e da In Orbit (pari a n. 342.715.637 azioni) e il corrispettivo che sarà complessivamente pagato a Cinven Limited ai sensi del contratto di Acquisizione rimarranno in ogni caso invariati; pertanto, le ulteriori azioni Avio che fossero eventualmente acquistate da LF in ipotesi di esercizio del diritto di recesso andrebbero in deduzione del numero massimo di 235.134.222 azioni Avio acquistabili da parte di Space2 e LF pagherebbe un prezzo per azione più basso rispetto al prezzo per azione che sarebbe pagato da Space2;
- b) gli Altri Investitori dovranno aderire al contratto di Acquisizione entro il 21 novembre 2016, fermo restando che l'esecuzione del medesimo contratto è sospensivamente condizionata alle seguenti condizioni sospensive, apposte nell'esclusivo interesse di LF e di Space2 e, pertanto, rinunciabili da parte di Space2 e LF congiuntamente: (i) entro il 21 novembre 2016, la trasmissione da parte di Cinven Limited a Space2 e LF dell'evidenza dell'adesione al contratto da parte degli Altri Investitori con riferimento a tutte le azioni Avio detenute da questi ultimi; e (ii) entro il 1° febbraio 2017, la trasmissione da parte di Cinven Limited a Space2 e LF dell'evidenza del rilascio a Cinven Limited da parte di tutti gli Altri Investitori (con una soglia di tolleranza prevista nel contratto) di valide ed irrevocabili procure notarili conferite ai fini di dare esecuzione, in loro nome e per loro conto, al contratto di Acquisizione;
- c) quanto premesso ai punti (a) e (b), a fini di chiarimento, ipotizzando che - ad esito della rinuncia alle condizioni di cui al punto (b) da parte di Space2 e di LF - la partecipazione complessiva in Avio oggetto di Acquisizione risultasse pari all'80%, in ipotesi di massimo recesso - ossia nel caso in cui il diritto di recesso sia esercitato con riferimento al 33% meno un'azione del capitale sociale ordinario di Space2 e Space2 proceda all'acquisto di tutte le azioni per le quali sia esercitato il diritto di recesso - sulla base del meccanismo di riallocazione di azioni tra Space2 e LF di cui al precedente punto (a), LF acquisterà n. 122.559.890 mentre Space2 acquisterà n. 174.895.020 azioni, assumendo che In Orbit acquisti il numero massimo delle azioni previsto dal contratto.

La Fusione sarà efficace a decorrere dalla data indicata nell'atto di Fusione, che potrà coincidere o essere successiva a quella dell'ultima delle iscrizioni di cui all'articolo 2504-bis Codice Civile e che, in ogni caso, non potrà essere antecedente alla data di inizio delle negoziazioni sul mercato regolamentato italiano delle azioni di concambio ordinarie di Space2.

Le operazioni della Società Incorporanda saranno imputate al bilancio di Space2 a decorrere dalla data di efficacia giuridica della Fusione, come sopra indicata.

Il Consiglio di Amministrazione di Space2 si è avvalso di Leonardo & Co. quale proprio advisor finanziario (“Advisor”), il quale ha anche rilasciato in data 19 ottobre 2016 una *fairness opinion* sul concambio. Il Consiglio di Amministrazione di Space2 si è avvalso, inoltre, del supporto dello Studio Legale BonelliErede & Co.

Il Consiglio di Amministrazione di Avio si è avvalso del supporto dello Studio Legale Chiomenti.

### **3. Natura e portata della presente relazione**

Al fine di fornire agli azionisti di Space2 e Avio idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene, inoltre, il nostro parere sull’adeguatezza, nelle circostanze, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell’esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, supportati dalle indicazioni dell’Advisor incaricato (per la sola Space2), non abbiamo effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente incarico, una valutazione economica delle Società.

### **4. Documentazione utilizzata**

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

1. il progetto di scissione parziale e proporzionale di Space2 (“Progetto di Scissione”) a favore di Space3, approvato in data 19 ottobre 2016 dal Consiglio di Amministrazione di Space2;
2. il Progetto di Fusione per incorporazione di Avio in Space2, approvato in data 19 ottobre 2016 dai Consigli di Amministrazione delle Società ai sensi e per gli effetti degli articoli 2501-ter del Codice Civile;
3. le Relazioni predisposte dai Consigli di Amministrazione delle Società ed approvate in data 19 ottobre 2016, che illustrano e giustificano sotto il profilo giuridico ed economico, ai sensi e per gli effetti dell’articolo 2501-quinquies del Codice Civile, il Progetto di Fusione e, in particolare, il Rapporto di Cambio delle azioni, nonché i criteri di determinazione dello stesso;
4. la *fairness opinion* rilasciata in data 19 ottobre 2016 dall’Advisor, su nomina di Space2 in merito alla congruità, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio, unitamente alla presentazione di supporto delle analisi valutative alla base di suddetto documento;

5. la seguente documentazione, utilizzata dall'Advisor per la preparazione dei suddetti documenti e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:
- situazioni patrimoniali proforma di Space2 post Scissione al 30 giugno 2016 determinate nei diversi scenari di esercizio del diritto di recesso ipotizzati dagli Amministratori;
  - *Binding Offer* per l'acquisizione di Avio inviata da parte di LF e la Space2 a Cinven Limited in data 30 settembre 2016;
  - lettera di risposta alla *Binding offer* per l'acquisizione di Avio inviata da Cinven Limited a Space2 e LF in data 5 ottobre 2016;
  - *Term sheet* tra Space2 e Cinven Limited relativo all'acquisizione di Avio;
  - *Term sheet* di coinvestimento tra Space2 e LF firmato in data 19 ottobre 2016;
  - SPA tra Space2 , LF e In Orbit, da una parte, e Cinven Limited, Cinven Funds e Viasimo, dall'altra, regolante, tra le altre cose, (a) i termini e le condizioni dell'Acquisizione, e (b) gli adempimenti da porre in essere in vista della realizzazione dell'Operazione;
  - *Representations & Warranties Agreement* rilasciate dai Managers in data 19 ottobre 2016;
  - bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2015 di Space2, oltre alla relazione semestrale intermedia al 30 giugno 2016, corredati rispettivamente dalla relazione di revisione e dalla relazione di revisione contabile limitata, predisposte da KPMG SpA rispettivamente in data 24 marzo 2016 e 27 luglio 2016, nonché documentazione fiscale rilevante (Modello Unico 2016, Irap 2016 e calcoli delle imposte);
  - bilancio consolidato e separato al 31 dicembre 2015 di Avio, oltre alla relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2016, corredati rispettivamente dalle relazioni di revisione, predisposte da Deloitte & Touche SpA rispettivamente in data 1 aprile 2016 e 5 settembre 2016 (quest'ultima relazione di revisione volontaria);
  - *business plan 2016 - 2020* di Avio contenuto nel documento preparato dal management di Avio in data 1 aprile 2016. Il piano 2016-2018 è stato approvato dal Consiglio di Amministrazione di Avio in data 31 marzo 2016;
  - documento denominato "*Corporate Presentation*" di Avio del mese di maggio 2016;
  - documento denominato "*Management Presentation*" di Avio del 21 gennaio 2015;
  - documento denominato "*Management Meeting*" di Avio del 28 giugno 2016;
  - documento denominato "*Management Meeting*" di Avio del 10 agosto 2016;
  - documento denominato "*Environmental Due Diligence, Avio Colleferro Site*" redatto da Tauw Italia Srl per conto di Avio in data 5 luglio 2016;
  - "*Financial Due Diligence*" in *draft for discussion* redatta da KPMG Advisory SpA per conto di Avio in data 1 agosto 2016;
  - documento denominato "*Avio Group – Key issues report*" redatto da Marsh SpA per conto di Avio in data 15 luglio 2016;
  - *Legal Due Diligence* redatta per conto di Avio dallo Studio Chiomenti in data 24 agosto 2016;
  - "*Vendor Tax Due Diligence*" in *draft for discussion* redatta dallo Studio Associato Consulenza legale e tributaria - KPMG per conto di Avio in data 27 giugno 2016;



- “Strategic Business Due Diligence for the first and second Steering Committee” redatte da LCA - Leoni Corporate Advisors in data 21 luglio e in data 28 luglio 2016;
- “Strategic and Business Due Diligence” redatta da LCA - Leoni Corporate Advisors in data 2 agosto 2016;
- stima delle proiezioni dei flussi di cassa 2016-2018 relativi all’incasso dei crediti Iva di Avio;
- stima delle proiezioni dei flussi di cassa relativi all’utilizzo dei fondi rischi di Avio;
- bozza di stima delle proiezioni dei flussi di cassa dei finanziamenti e dei contributi relativi alla legge 808/85 di Avio;
- stima del periodo di utilizzo delle imposte anticipate e differite di Avio sulla base delle previsioni di imponibili fiscali previsti per il periodo 2016-2018 oggetto del Piano Industriale approvato dal Consiglio di Amministrazione di Avio S.p.A. in data 31 marzo 2016, nonché sulla base di una proiezione di tali previsioni su di un orizzonte temporale successivo ritenuto rappresentativo del ciclo di vita del business di Avio;
- stima delle proiezioni dei flussi di cassa di Elv SpA e Regulus SA.

6. Abbiamo inoltre esaminato la seguente documentazione:

- statuti sociali delle Società, nonché la bozza dello statuto di Space2 post Fusione;
- regolamento dei “Market Warrant Space2 SpA” estratto dal sito web della società Space 2 - [www.space2spa.com](http://www.space2spa.com);
- regolamento dei “Sponsor Warrant Space2 SpA” estratto dal sito web della società Space 2 - [www.space2spa.com](http://www.space2spa.com);
- documento denominato “Investor Presentation” di ottobre 2016 estratto dal sito web della società Space 2 - [www.space2spa.com](http://www.space2spa.com);
- “Memorandum” rilasciato dallo Studio BonelliErede & Co in data 14 ottobre 2016 ed allegato al verbale del Consiglio di Amministrazione del 19 ottobre 2016;
- “Note of Advice” rilasciata dall’Avv Luke Pearce in data 11 ottobre 2016 ed allegata al verbale del Consiglio di Amministrazione del 19 ottobre 2016;
- prospetto informativo relativo all’ammissione alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana SpA delle azioni ordinarie e dei market warrant di Space2 SpA estratto dal sito web della società Space 2 - [www.space2spa.com](http://www.space2spa.com);
- bozza del documento di registrazione predisposto ai fini del processo di IPO di Avio (documento non depositato formalmente presso Borsa Italiana e Consob, ma oggetto di interlocuzioni solo di carattere informale);
- estratto del verbale del Consiglio di Amministrazione di Avio del 19 ottobre 2016, versione *redacted*, conforme alla versione depositata con l’istanza “Golden Power”, trasmessoci in allegato alla lettera di attestazione;
- estratto del verbale del Consiglio di Amministrazione di Avio del 19 ottobre 2016, versione *redacted*, conforme alla versione depositata con l’istanza “Golden Power”, trasmessoci in allegato alla lettera di attestazione;
- comunicato stampa emesso da Space2 in data 20 ottobre 2016;
- informazioni di mercato raccolte attraverso data provider;



- informazioni e documenti integrativi ritenuti utili ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettere sottoscritte dai legali rappresentanti delle Società in data 31 ottobre 2016, per quanto a conoscenza degli Amministratori, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni effettuate per quanto riguarda la determinazione del Rapporto di Cambio.

## **5. Metodologie di valutazione adottate dai consigli di amministrazione per la determinazione del Rapporto di Cambio**

### **5.1. Valori attribuiti alle società partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio di Fusione dagli Amministratori di Space2**

La Relazione del Consiglio di Amministrazione di Space2 riferisce che i Consigli di Amministrazione di Space2 e di Avio sono giunti alla determinazione del Rapporto di Cambio di Fusione sulla base di un'analisi condotta utilizzando diversi criteri di valutazione di seguito descritti, volta a valorizzare le due società coinvolte dalla Fusione e, sulla base del valore unitario per azione di Avio e di Space2, calcolare un rapporto di proporzionalità tra il numero delle azioni di Avio detenute dai soci di Avio alla data di efficacia della Fusione - destinate a essere annullate per effetto della Fusione - e il numero delle azioni di nuova emissione di Space2 destinate ad essere assegnate in concambio ai soci di Avio a fronte di tale annullamento.

Si precisa che il Consiglio di Amministrazione di Space2 ha chiesto all'Advisor di rilasciare una *fairness opinion* sulla congruità del Rapporto di Cambio di Fusione. Nella Relazione degli amministratori di Space2 si riferisce che l'Advisor ha rilasciato il parere richiesto, ritenendo che - sulla base delle assunzioni, considerazioni e qualificazioni espresse nel parere - alla data di tale parere il Rapporto di Cambio di Fusione (calcolato sulla base della formula illustrata nel seguito), sia congruo, dal punto di vista finanziario, per Space2.

Le situazioni patrimoniali di riferimento per la Fusione ai sensi dell'art. 2501-quater c.c. sono costituite dalla relazione semestrale intermedia al 30 giugno 2016, per Space2, e dalla relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2016 per Avio (unitamente le "Situazioni Patrimoniali"). Le valutazioni sono state elaborate dagli Amministratori (i) per quanto riguarda Space2, tenendo altresì conto di eventi rilevanti di natura patrimoniale e/o finanziaria che si verificheranno in futuro secondo tempistiche e modalità già note in data attuale, in quanto connessi alla realizzazione dell'Operazione e (ii) per quanto riguarda Avio, tenendo altresì conto della consistenza patrimoniale al 31 dicembre 2015, in quanto data di riferimento per la definizione della valorizzazione del 100% del capitale netto di Avio secondo il meccanismo del c.d. "locked box" presente nello SPA. Inoltre, gli Amministratori di Space2 rilevano come il management di Avio abbia confermato che i risultati *current trading* per il primo semestre 2016 siano sostanzialmente in linea con le stime elaborate per il medesimo periodo temporale all'interno del piano industriale di Avio.

## **Valorizzazione di Space2**

Ai fini della Fusione gli Amministratori hanno attribuito a Space2 un valore patrimoniale calcolato sulla base delle assunzioni e in applicazione dei criteri di seguito descritti.

Space2 è un veicolo di investimento che, tramite il collocamento delle proprie azioni sul MIV, ha raccolto le risorse necessarie per ricercare e selezionare una società target con cui effettuare un'operazione di aggregazione.

A fini valutativi, poiché attualmente il principale asset di Space2 è costituito dalla rilevante liquidità raccolta al momento del suddetto collocamento, gli Amministratori hanno scelto di utilizzare il principale metodo patrimoniale, ovvero il metodo del NAV.

Con l'applicazione del metodo del NAV il valore del capitale di Space2 è determinato in base al valore equo di ciascuna delle attività e passività finanziarie della società disgiuntamente considerate. Per "valore equo" si intende il valore di realizzo delle attività e di estinzione delle passività al netto degli effetti fiscali eventualmente applicabili. Si tratta di un metodo di tipo patrimoniale semplice.

Ai fini del calcolo del NAV sono state considerate dagli Amministratori le seguenti poste patrimoniali di Space2:

- a) il patrimonio netto proforma post Scissione al 30 giugno 2016;
- b) l'incasso derivante dal pagamento del Prezzo di Sottoscrizione a cui i portatori dei Market Warrant Space2 potranno sottoscrivere le Azioni Ordinarie Space2 che saranno potenzialmente emesse ipotizzando l'esercizio dei Market Warrant Space2 da parte dei relativi titolari alla data di efficacia della Fusione, sulla base del valore risultante del NAV per azione;
- c) il beneficio fiscale che la società post fusione trarrebbe grazie (i) ai costi deducibili sostenuti da Space2 e (ii) all'applicazione dell'agevolazione relativa alla disciplina in materia di Aiuto alla Crescita Economica ("ACE").

Relativamente al punto (a) sopra, il patrimonio netto proforma di Space2 al 30 giugno 2016 avrà necessariamente un valore variabile a seconda della consistenza delle disponibilità liquide, il cui importo, come sopra descritto, varierà in dipendenza dell'esercizio del diritto di recesso (e, in particolare, dell'importo dell'Esborso per il Recesso).

Relativamente al punto (c) sopra, a fini prudenziali il beneficio fiscale è stato stimato in quattro differenti scenari di valorizzazione della componente ACE: (a) beneficio fiscale ACE non riconosciuto; (b) beneficio fiscale ACE riconosciuto per 5 anni; (c) beneficio fiscale ACE riconosciuto per 8 anni; e (d) beneficio fiscale ACE riconosciuto perennemente.

Il tasso utilizzato per attualizzare i benefici fiscali futuri è stato posto pari a quello considerato da Space2 nella valutazione di Avio.

Il beneficio fiscale è stato, inoltre, stimato nei due differenti scenari in cui (i) Space2 non deve sostenere l'Esborso per il Recesso e (ii) Space2 deve sostenere in massima misura l'Esborso per il Recesso.

È stato quindi calcolato il valore unitario per azione Space2, dividendo il valore patrimoniale complessivo di Space2 per un numero di azioni determinato sommando (i) le azioni ordinarie Space2 in circolazione (comprehensive delle azioni ordinarie Space2 oggetto di esercizio del diritto di recesso che

siano state assegnate ad altri soci nell'ambito dell'offerta in opzione); (ii) il numero di azioni ordinarie Space2 rivenienti dalla conversione della prima tranches di azioni speciali (pari al 35% del numero complessivo di Azioni Speciali alla data di efficacia della Fusione); (iii) le azioni speciali ancora in circolazione, ovvero non ancora convertite in azioni ordinarie Space2 ai sensi dell'art. 5 dello statuto; e (iv) le azioni ordinarie Space2 che saranno potenzialmente emesse ipotizzando l'esercizio dei market warrant Space2 da parte dei relativi titolari alla data di efficacia della Fusione sulla base del valore risultante del NAV per azione.

Tale calcolo presuppone che alle azioni ordinarie Space2 e alle azioni speciali sia attribuito lo stesso valore unitario ai fini della Fusione, sulla base delle seguenti valutazioni riportate dagli amministratori di Space2: per le azioni speciali, si è considerato che queste sono prive del diritto al dividendo e del diritto di voto; tuttavia, esse incorporano un'opzione di conversione in azioni ordinarie Space2 a titolo gratuito e con un moltiplicatore al raggiungimento di determinate soglie. Sulla base di questi elementi, il valore attribuibile alle azioni speciali dagli amministratori di Space2 è stato stimato pari a quello delle azioni ordinarie Space2.

Sulla base della metodologia sopra descritta, gli amministratori di Space2 sono pervenuti ai seguenti risultati:

- nello scenario in cui Space2 non deve sostenere l'Esborso per il Recesso, il valore unitario per azione Space2 risulta compreso tra Euro 9,60 e Euro 10,52 a seconda che si ipotizzi che il beneficio fiscale ACE non sia riconosciuto ovvero sia riconosciuto perennemente;
- nello scenario che all'estremo opposto ipotizza che Space2 debba sostenere in massima misura l'Esborso per il Recesso, il valore unitario per azione Space2 risulta compreso tra Euro [9,53] e Euro 10,89 a seconda che si ipotizzi che il beneficio fiscale ACE non sia riconosciuto ovvero sia riconosciuto perennemente.

Sulla base del suddetto calcolo, dei criteri sopra illustrati e del processo negoziale, il valore unitario delle azioni Space2 (sia azioni ordinarie sia azioni speciali) ai fini della Fusione risulta pertanto pari a:

Euro 10,00.

### **Valorizzazione di Avio**

Ai fini della Fusione gli amministratori di Space2 hanno attribuito al capitale di Avio un valore calcolato sulla base delle assunzioni e in applicazione dei criteri di seguito descritti. Il metodo del Discounted Cash Flow ("DCF") quale metodo principale al fine di determinare il valore del capitale di Avio per la sua flessibilità e capacità di cogliere e valutare la generazione di cassa, la redditività, la crescita e il profilo di rischio specifici della società. Il metodo dei moltiplicatori di mercato è stato invece adottato quale metodo di controllo.

#### **Metodo del DCF**

Il metodo del DCF determina il valore di un'azienda in misura pari al valore attuale dei flussi di cassa che l'azienda stessa dovrebbe generare in futuro - considerandone quindi l'attitudine a produrre reddito e a monetizzarlo, indipendentemente dalle altre caratteristiche - deducendo da tale valore

l'indebitamento finanziario netto ("Indebitamento Finanziario Netto") in essere alla data di riferimento della valutazione.

I flussi che sono utilizzati sono rappresentati dai flussi monetari netti della gestione caratteristica, depurati di quanto concerne la gestione finanziaria e la gestione extra caratteristica al fine di esprimere il valore dell'azienda in relazione ai flussi monetari generati prevalentemente dalle scelte gestionali.

I singoli flussi di cassa nonché il patrimonio residuale sono attualizzati in base ad un tasso rappresentativo del costo del capitale dell'azienda, calcolato come media ponderata del costo dei mezzi di terzi e del costo opportunità del capitale di rischio ("Weighted Average Cost of Capital" – WACC) calcolato con riferimento ad un tasso risk free del 2,16%, un equity risk premium del 6,50% ed un beta pari a 0,92 ed un size risk premium del 2,54%.

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata con riferimento ad un arco temporale compreso tra la data di valutazione al 31 dicembre 2015 e l'anno 2020 in modo da ovviare alla ridotta affidabilità dei flussi di cassa stimati per periodi più lunghi e il valore residuo di Avio è stato determinato applicando due differenti metodologie:

- il metodo del tasso di crescita perpetua al flusso stimato per il periodo 2020;
- il metodo del multiplo EV/EBITDA di uscita al 2020.

Al risultato del procedimento di attualizzazione dei flussi, chiamato valore delle attività operative o Enterprise Value ("EV"), gli Amministratori di Space2 hanno in seguito (i) sottratto algebricamente il valore dell'Indebitamento Finanziario Netto dell'azienda, il valore del patrimonio di pertinenza di terzi ed il valore di libro del fondo per rischi ed oneri e del fondo per benefici ai dipendenti e (ii) sommato il valore di libro delle società partecipate ed il 50% del valore di libro delle attività per imposte anticipate. Inoltre, è stato sottratto il valore dei cd. leakages previsti nel periodo compreso tra il 1° gennaio 2016 e la data di esecuzione dello SPA, fatta eccezione per una serie di pagamenti consentiti espressamente e individuati di comune accordo tra le parti determinando così l'Equity Value dell'azienda. Nel caso di specie, gli amministratori hanno applicato il metodo del DCF basandosi su un piano industriale di Avio per il periodo 2016 - 2020 elaborato sulla base di assunzioni economico-finanziarie nell'ipotesi che Avio continui ad operare autonomamente (ipotesi stand alone). Sulla base delle suddette ipotesi, gli amministratori di Space2 sono pervenuti a una valutazione per il 100% del capitale netto di Avio incluso nell'intervallo di Euro 205,5 milioni e Euro 268,7 milioni.

### **Metodo dei moltiplicatori di mercato**

Come riferito nella relazione degli amministratori di Space2 secondo il metodo dei multipli di mercato, il valore di una società dipende dalle indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione. Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di Borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori. Data la natura di tale metodo, risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, fra le società incluse nel campione di riferimento e le società oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è, infatti, strettamente dipendente dalla confrontabilità delle società che costituiscono il campione. I titoli prescelti devono inoltre presentare un buon grado di liquidità e non riguardare società i cui corsi

potrebbero essere influenzati da particolari situazioni contingenti. Gli amministratori di Space2 evidenziano come non esistano società quotate, in Italia o all'estero, perfettamente comparabili. Purtroppo hanno potuto costruire un campione di società quotate di dimensioni variabili che, sebbene differiscano da Avio per tipologia di business, dimensioni e struttura, operano nello stesso mercato di riferimento di Avio. La scelta dei multipli ritenuti maggiormente significativi dagli amministratori per l'analisi è stata effettuata sulla base delle caratteristiche proprie del settore e dell'attuale contesto di mercato. A tal fine gli stessi hanno selezionato quali multipli maggiormente significativi l'EV/EBITDA e l'EV/EBIT. Tali multipli sono stati calcolati prendendo a riferimento i prezzi medi a tre mesi ponderati per i volumi negoziati alla data del 17 ottobre 2016.

I moltiplicatori utilizzati dagli amministratori di Space2 per la valutazione di Avio sono i valori medi e mediani delle metriche EV/EBITDA e EV/EBIT per gli anni 2016E, 2017E e 2018E (multipli EV/EBITDA pari a 10,1 – 10,2, 9,4 – 9,5, 8,8 – 9,0; multipli EV/EBIT pari a 13,4 – 15,6, 12,6 – 14,0, 11,4 – 12,1.

Gli amministratori di Space2 riferiscono che EV/EBITDA e EV/EBIT sono stati applicati rispettivamente all'EBITDA e all'EBIT prospettici di Avio. All'EV risultante si è in seguito (i) sottratto algebricamente il valore dell'Indebitamento Finanziario Netto dell'azienda, il valore del patrimonio di pertinenza di terzi ed il valore di libro del fondo per rischi ed oneri e del fondo per benefici ai dipendenti e (ii) si è sommato il valore di libro delle società partecipate ed il 50% del valore di libro delle attività per imposte anticipate; inoltre, è stato sottratto il valore dei cd. leakages previsti nel periodo compreso tra il 1° gennaio 2016 e la data di esecuzione dello SPA, fatta eccezione per una serie di pagamenti consentiti espressamente e individuati di comune accordo tra le parti determinando così l'Equity Value dell'azienda.

### **Conclusioni sul valore patrimoniale di Avio**

Sulla base dei suddetti criteri e del processo negoziale (che ha tenuto in considerazione particolari fattori quali la peculiarità dell'asset soggetto a "Golden Power", l'assenza di garanzie da parte dell'azionista venditore, il non riconoscimento di un premio di controllo all'azionista di maggioranza, nonché i relativi sconti dimensionali e di mercato fattorizzabili in sede di IPO), gli amministratori di Space2 hanno attribuito ad Avio un valore patrimoniale pre valorizzazione dei leakages pari a Euro 167.000.000. A tale valore è stato sottratto il valore netto dei leakages, allo stato attuale stimato pari a Euro 7.311.396, determinando così un valore patrimoniale di Avio ai fini della Fusione pari a Euro 159.688.605. È stato quindi calcolato il valore unitario per azione Avio, dividendo il valore patrimoniale complessivo di Avio, pari a Euro 159.688.605, per il numero totale di azioni ordinarie Avio, pari a 400.000.000.

Sulla base del suddetto calcolo e dei criteri sopra illustrati, il valore unitario delle azioni Avio ai fini della Fusione risulta pertanto pari a:

Euro 0,3992

arrotondando il valore unitario alla quarta cifra decimale.

## **5.2. Valori attribuiti alle società partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio di Fusione dagli amministratori di Avio**

I Consigli di Amministrazione di Space2 e di Avio sono giunti alla determinazione del Rapporto di Cambio della Fusione sulla base di un'analisi, condotta utilizzando diversi criteri di valutazione di seguito descritti, volta a valorizzare le due società coinvolte dalla Fusione e, sulla base del valore unitario per azione di Avio e di Space2, calcolare un rapporto di proporzionalità tra il numero delle azioni di Avio detenute dai soci di Avio alla Data di Efficacia della Fusione - destinate a essere annullate per effetto della Fusione - e il numero delle azioni di nuova emissione di Space2 destinate ad essere assegnate in concambio ai soci di Avio a fronte di tale annullamento.

Anche gli amministratori di Avio evidenziano come le situazioni patrimoniali di riferimento per la Fusione ai sensi dell'art. 2501-quater cod. civ. per entrambe le società sono costituite dalle situazioni patrimoniali al 30 giugno 2016. Le valutazioni sono state elaborate (i) per quanto riguarda Space2, tenendo altresì conto di eventi rilevanti di natura patrimoniale e/o finanziaria che si verificheranno in futuro secondo tempistiche e modalità già note in data attuale, in quanto connessi alla realizzazione dell'Operazione; e (ii) per quanto riguarda Avio, tenendo altresì conto della consistenza patrimoniale al 31 dicembre 2015, in quanto data di riferimento per la definizione della valorizzazione del 100% del capitale netto di Avio secondo il meccanismo del c.d. "locked box" presente nello SPA. Inoltre, il management di Avio ha confermato che i risultati current trading per il primo semestre 2016 sono sostanzialmente in linea con le stime elaborate per il medesimo periodo temporale all'interno del piano industriale di Avio.

### **Valorizzazione di Space2**

Ai fini della Fusione gli amministratori di Avio hanno attribuito a Space2 un valore patrimoniale calcolato sulla base delle assunzioni e in applicazione dei criteri di seguito descritti.

Space2 è un veicolo di investimento che, tramite il collocamento delle proprie azioni sul MIV, ha raccolto le risorse necessarie per ricercare e selezionare una società target con cui effettuare un'operazione di aggregazione.

A fini valutativi, poiché attualmente il principale asset di Space2 è costituito dalla rilevante liquidità raccolta al momento del suddetto collocamento, anche gli amministratori di Avio hanno scelto di utilizzare il principale metodo patrimoniale, ovvero il metodo del Net Asset Value ("NAV").

Il metodo del NAV determina il valore del capitale di Space2 in base al valore equo di ciascuna delle attività e passività finanziarie della società disgiuntamente considerate. Per "valore equo" si intende il valore di realizzo delle attività e di estinzione delle passività al netto degli effetti fiscali eventualmente applicabili. Si tratta di un metodo di tipo patrimoniale semplice.

Ai fini del calcolo del NAV sono state considerate le seguenti poste patrimoniali di Space2:

- a) il patrimonio netto proforma post Scissione al 30 giugno 2016;
- b) l'incasso derivante dal pagamento del prezzo di sottoscrizione a cui i portatori dei Market Warrant Space2 potranno sottoscrivere le azioni ordinarie Space2 che saranno potenzialmente emesse ipotizzando l'esercizio dei Market Warrant Space2 da parte dei relativi titolari alla Data di Efficacia della Fusione sulla base del valore risultante del NAV per azione;

- c) il beneficio fiscale che la società post fusione trarrebbe grazie (i) ai costi deducibili sostenuti da Space2 e (ii) all'applicazione dell'agevolazione relativa alla disciplina in materia di Aiuto alla Crescita Economica ("ACE").

Relativamente al punto (a) sopra gli amministratori di Avio riferiscono che il patrimonio netto proforma di Space2 al 30 giugno 2016 avrà necessariamente un valore variabile a seconda della consistenza delle disponibilità liquide il cui importo, come sopra descritto, varierà in dipendenza del numero dei diritti di recesso esercitati dagli azionisti di Space2 che non abbiano concorso all'approvazione della Fusione (e, in particolare, dell'importo corrisposto da Space2 ex art. 2437-*quater*, Cod. Civ.).

Relativamente al punto (c) sopra, a fini prudenziali il beneficio fiscale è stato stimato in quattro differenti scenari di valorizzazione della componente ACE: (a) beneficio fiscale ACE non riconosciuto; (b) beneficio fiscale ACE riconosciuto per 5 anni; (c) beneficio fiscale ACE riconosciuto per 8 anni; e (d) beneficio fiscale ACE riconosciuto perennemente.

Il tasso utilizzato per attualizzare i benefici fiscali futuri è stato posto pari a quello considerato da Space2 nella valutazione di Avio.

Il beneficio fiscale è stato, inoltre, stimato dagli amministratori di Avio nei due differenti scenari in cui: (i) Space2 non sia tenuta a corrispondere alcun esborso a fronte dell'esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti di Space2 che non abbiano concorso all'approvazione della Fusione e (ii) Space2 sia tenuta a corrispondere in massima misura l'esborso relativo all'esercizio del diritto di recesso da parte dei predetti azionisti.

È stato quindi calcolato dai medesimi amministratori il valore unitario per azione Space2, dividendo il valore patrimoniale complessivo di Space2 per un numero di azioni determinato sommando (i) le azioni ordinarie Space2 in circolazione (comprensive delle azioni ordinarie Space2 oggetto di esercizio del diritto di recesso che siano state assegnate ad altri soci nell'ambito dell'offerta in opzione); (ii) il numero di azioni ordinarie Space2 rivenienti dalla conversione della prima tranche di azioni speciali (pari al 35% del numero complessivo di azioni speciali alla Data di Efficacia della Fusione); (iii) le azioni speciali ancora in circolazione, ovvero non ancora convertite in azioni ordinarie Space2 ai sensi dell'art. 5 dello statuto di Space2; e (iv) le azioni ordinarie Space2 che saranno potenzialmente emesse ipotizzando l'esercizio dei Market Warrant Space2 da parte dei relativi titolari alla Data di Efficacia della Fusione sulla base del valore risultante del NAV per azione.

Gli amministratori di Avio riferiscono che tale calcolo presuppone che alle azioni ordinarie Space2 e alle azioni speciali sia attribuito lo stesso valore unitario ai fini della Fusione, sulla base delle seguenti valutazioni: per le azioni speciali, si è considerato che queste sono prive del diritto al dividendo e del diritto di voto; tuttavia, esse incorporano un'opzione di conversione in azioni ordinarie Space2 a titolo gratuito e con un moltiplicatore al raggiungimento di determinate soglie. Sulla base di questi elementi, il valore attribuibile alle azioni speciali Space2 è stato stimato pari a quello delle azioni ordinarie Space2.

Sulla base della metodologia sopra descritta, gli amministratori di Avio sono pervenuti ai seguenti risultati:

- nello scenario in cui Space2 non sia tenuta a sostenere alcune esborso a fronte dell'esercizio del recesso, il valore unitario per azione Space2 risulta compreso tra Euro 9,60 e Euro 10,52 a



- seconda che si ipotizzi che il beneficio fiscale ACE non sia riconosciuto ovvero sia riconosciuto perennemente;
- nello scenario che all'estremo opposto ipotizza che Space2 sia tenuta a sostenere in massima misura l'esborso a fronte dell'esercizio del diritto di recesso, il valore unitario per azione Space2 risulta compreso tra Euro 9,53 e Euro 10,89 a seconda che si ipotizzi che il beneficio fiscale ACE non sia riconosciuto ovvero sia riconosciuto perennemente.

Sulla base del suddetto calcolo, dei criteri sopra illustrati e del processo negoziale il valore unitario delle azioni Space2 (sia azioni ordinarie sia azioni speciali) ai fini della Fusione risulta pertanto pari a:

Euro 10,00

### **Valorizzazione di Avio**

Ai fini della Fusione gli amministratori di Avio hanno attribuito al capitale di Avio un valore calcolato sulla base delle assunzioni e in applicazione dei criteri di seguito descritti. Gli amministratori di Avio hanno utilizzato il metodo del DCF quale metodo principale al fine di determinare il valore del capitale di Avio per la sua flessibilità e capacità di cogliere e valutare la generazione di cassa, la redditività, la crescita e il profilo di rischio specifici della società. Gli amministratori hanno quindi scelto il metodo dei moltiplicatori di mercato quale metodo di controllo.

#### **Metodo del DCF**

Il metodo del DCF determina il valore di un'azienda in misura pari al valore attuale dei flussi di cassa che l'azienda stessa dovrebbe generare in futuro - considerandone quindi l'attitudine a produrre reddito e a monetizzarlo, indipendentemente dalle altre caratteristiche - deducendo da tale valore l'indebitamento finanziario netto ("Indebitamento Finanziario Netto") in essere alla data di riferimento della valutazione.

I flussi che sono utilizzati sono rappresentati dai flussi monetari netti della gestione caratteristica, depurati di quanto concerne la gestione finanziaria e la gestione extra caratteristica al fine di esprimere il valore dell'azienda in relazione ai flussi monetari generati prevalentemente dalle scelte gestionali. I singoli flussi di cassa nonché il patrimonio residuale sono attualizzati in base ad un tasso rappresentativo del costo del capitale dell'azienda, calcolato come media ponderata del costo dei mezzi di terzi e del costo opportunità del capitale di rischio ("Weighted Average Cost of Capital" – WACC) calcolato con riferimento ad un tasso risk free del 2,16%, un equity risk premium del 6,50% ed un beta pari a 0,92 ed un size risk premium del 2,54%.

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata con riferimento ad un arco temporale compreso tra la data di valutazione al 31 dicembre 2015 e l'anno 2020 in modo da ovviare alla ridotta affidabilità dei flussi di cassa stimati per periodi più lunghi e il valore residuo di Avio è stato determinato applicando due differenti metodologie:

- il metodo del tasso di crescita perpetua al flusso stimato per il periodo 2020;
- il metodo del multiplo EV/EBITDA di uscita al 2020.

Al risultato del procedimento di attualizzazione dei flussi, chiamato valore delle attività operative o Enterprise Value ("EV"), gli amministratori di Avio hanno in seguito (i) sottratto algebricamente il

valore dell'Indebitamento Finanziario Netto dell'azienda, il valore del patrimonio di pertinenza di terzi ed il valore di libro del fondo per rischi ed oneri e del fondo per benefici ai dipendenti e (ii) sommato il valore di libro delle società partecipate ed il 50% del valore di libro delle attività per imposte anticipate. Inoltre, è stato sottratto il valore dei cd. *leakages* previsti nel periodo compreso tra il 1 gennaio 2016 e la data di esecuzione dello SPA, fatta eccezione per una serie di pagamenti consentiti espressamente e individuati di comune accordo tra le parti determinando così l'Equity Value dell'azienda. Nel caso di specie, gli amministratori hanno applicato il metodo del DCF basandosi su un piano industriale di Avio per il periodo 2016 - 2020 elaborato sulla base di assunzioni economico-finanziarie nell'ipotesi che Avio continui ad operare autonomamente (ipotesi stand alone). Sulla base delle suddette ipotesi, gli amministratori di Avio sono pervenuti a una valutazione per il 100% del capitale netto di Avio incluso nell'intervallo Euro 205,5 milioni e Euro 268,7 milioni.

### **Metodo dei moltiplicatori di mercato**

Come riferito nella relazione degli amministratori di Avio secondo il metodo dei multipli di mercato, il valore di una società dipende dalle indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione. Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di Borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori. Data la natura di tale metodo, risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, fra le società incluse nel campione di riferimento e le società oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è, infatti, strettamente dipendente dalla confrontabilità delle società che costituiscono il campione. I titoli prescelti devono inoltre presentare un buon grado di liquidità e non riguardare società i cui corsi potrebbero essere influenzati da particolari situazioni contingenti. Gli amministratori di Avio evidenziano come non esistano società quotate, in Italia o all'estero, perfettamente comparabili. Purtroppo hanno potuto costruire un campione di società quotate di dimensioni variabili che, sebbene differiscano da Avio per tipologia di business, dimensioni e struttura, operano nello stesso mercato di riferimento di Avio. La scelta dei multipli ritenuti maggiormente significativi dagli amministratori per l'analisi è stata effettuata sulla base delle caratteristiche proprie del settore e dell'attuale contesto di mercato. A tal fine gli stessi hanno selezionato quali multipli maggiormente significativi l'EV/EBITDA e l'EV/EBIT. Tali multipli sono stati calcolati prendendo a riferimento i prezzi medi a tre mesi ponderati per i volumi negoziati alla data del 17 ottobre 2016.

I moltiplicatori utilizzati dagli amministratori di Avio per la valutazione di Avio sono i valori medi e mediani delle metriche EV/EBITDA e EV/EBIT per gli anni 2016E, 2017E e 2018E (multipli EV/EBITDA pari a 10,1 – 10,2, 9,4 – 9,5, 8,8 – 9,0; multipli EV/EBIT pari a 13,4 – 15,6, 12,6 – 14,0, 11,4 – 12,1).

Gli amministratori di Avio riferiscono che i moltiplicatori EV/EBITDA e EV/EBIT sono stati applicati rispettivamente all'EBITDA e all'EBIT prospettici di Avio. All'EV risultante si è in seguito (i) sottratto algebricamente il valore dell'Indebitamento Finanziario Netto dell'azienda, il valore del patrimonio di pertinenza di terzi ed il valore di libro del fondo per rischi ed oneri e del fondo per benefici ai dipendenti e (ii) si è sommato il valore di libro delle società partecipate ed il 50% del valore di libro delle attività per imposte anticipate; inoltre, è stato sottratto il valore dei cd. *leakages* previsti nel

periodo compreso tra il 1° gennaio 2016 e la data di esecuzione dello SPA, fatta eccezione per una serie di pagamenti consentiti espressamente e individuati di comune accordo tra le parti determinando così l'Equity Value dell'azienda.

### **Conclusioni sul valore patrimoniale di Avio**

Sulla base dei suddetti criteri e del processo negoziale (che ha tenuto in considerazione particolari fattori quali (a) la peculiarità dell'asset soggetto alla disciplina di cui alla l. 11 maggio 2012 n. 56 in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, (b) l'assenza di garanzie da parte degli azionisti venditori, (c) il non riconoscimento di un premio di controllo all'azionista di maggioranza, nonché (d) i relativi sconti dimensionali e di mercato fattorizzabili in sede di quotazione), gli amministratori di Avio hanno attribuito ad Avio un valore patrimoniale pre valorizzazione dei leakages pari a Euro 167.000.000. A tale valore è stato sottratto il valore netto dei leakages, allo stato attuale stimato pari a Euro 7.311.396, determinando così un valore patrimoniale di Avio ai fini della Fusione pari a Euro 159.688.605. È stato quindi calcolato il valore unitario per azione Avio, dividendo il valore patrimoniale complessivo di Avio, pari a Euro 159.688.605, per il numero totale di azioni ordinarie Avio, pari a 400.000.000.

Sulla base del suddetto calcolo e dei criteri sopra illustrati, il valore unitario delle azioni Avio ai fini della Fusione risulta pertanto pari a:

Euro 0,3992

arrotondando il valore unitario alla quarta cifra decimale.

### **6. *Difficoltà di valutazione incontrate dai Consigli di Amministrazione di Space2 e di Avio***

Si riassumono di seguito le principali difficoltà incontrate dai Consigli di Amministrazione di Space2 e di Avio nell'ambito delle valutazioni effettuate al fine della determinazione del Rapporto di Cambio:

- le quotazioni delle azioni Space2 sul mercato MIV – segmento professionale SIV - si riferiscono a un numero di scambi relativamente limitato; in considerazione di ciò, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno non utilizzare i prezzi espressi da questi scambi quale riferimento per la valutazione delle azioni in sede di determinazione del Rapporto di Cambio;
- la valutazione di Avio è basata non solo sui dati economici consuntivi relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015, ma anche su dati economici prospettici utilizzati per l'applicazione del metodo DCF e del metodo dei moltiplicatori e che sottendono per loro natura alcuni elementi di incertezza; eventuali scostamenti che si manifestassero nei prossimi esercizi tra i risultati previsti e quelli effettivi potrebbero avere effetti anche significativi sulle stime proposte;

- i moltiplicatori utilizzati per la valutazione di Avio sono calcolati sulla base dei prezzi di mercato dei titoli delle società quotate maggiormente comparabili con Avio. Tuttavia le società del campione proposto presentano comunque differenze talvolta significative, per il profilo dimensionale, la struttura del capitale e la tipologia di business operato, rispetto ad Avio.

**7. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dai Consigli di Amministrazione di Space 2 e di Avio**

I Consigli di Amministrazione di Space2 e di Avio sono pervenuti alla determinazione di un Rapporto di Cambio da calcolarsi secondo la seguente formula:

***Rapporto di Cambio Base \* Aggiustamento NAV***

Dove:

- 1) Il Rapporto di Cambio Base sarà calcolato secondo la seguente formula:

$$\frac{\text{Prezzo per Azione Avio (Euro 0,3992)}}{\text{Prezzo per Azione Space2 (Euro 10,00)}}$$

e

- 2) l'Aggiustamento NAV sarà calcolato come segue:

- nel caso in cui il NAV Effettivo sia pari o superiore al NAV di Riferimento, ove il NAV di Riferimento è calcolato come NAV Stimato meno un importo pari a Euro 500.000 (ed è quindi pari a Euro 149.986.000), sarà pari a uno (1);
- qualora invece, il NAV Effettivo sia inferiore al NAV Di Riferimento (pari a Euro 149.986.000), l'Aggiustamento NAV sarà pari a:

$$1 / ( 1 - ( ( \text{NAV Di Riferimento} - \text{NAV Effettivo} ) / \text{numero totale di azioni Space2 post Scissione inclusivo delle azioni ordinarie rivenienti della prima tranche di conversione delle azioni speciali} ) / \text{Prezzo per Azione Space2} )$$

Dove:

- il NAV Effettivo indica l'effettiva consistenza di disponibilità liquide e voci equivalenti di Space2, al netto di eventuali passività, esistenti alla data di stipula dell'atto di Fusione;
- il NAV Stimato è pari a Euro 150.486.000,00.

Il Rapporto di Cambio e il Rapporto di Cambio Base saranno approssimati al quarto decimale incluso.

Alla luce della suddetta formula gli Amministratori specificano come l'Aggiustamento NAV sarà applicabile solo nel caso in cui la differenza tra il NAV Stimato e il NAV Effettivo sia superiore a Euro 500.000 fermo restando che, ai fini dell'aggiustamento, si terrà conto solo dell'importo eccedente Euro 500.000.

Riferiscono ancora gli Amministratori che:

- dall'applicazione della suddetta formula deriva che, qualora la differenza tra il NAV Stimato e il NAV Effettivo sia inferiore a Euro 500.000, la Società Incorporante assegnerà n° 0,0399 azioni Space2 in concambio ogni n° 1 azioni Avio;
- il Rapporto di Cambio definitivo, quale risultante dall'applicazione della suddetta formula, sarà reso noto non appena disponibile con apposito comunicato stampa pubblicato sul sito internet di Space2 - [www.space2spa.com](http://www.space2spa.com).

## **8 Lavoro svolto**

### **8.1. Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata**

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

Come indicato in precedenza, i Consigli di Amministrazione del 19 ottobre 2016 di Space2 e Avio hanno deliberato di effettuare la Fusione sulla base delle Situazioni Patrimoniali al 30 giugno 2016, approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 26 luglio 2016 e in data 1 settembre 2016.

In riferimento alle relazioni semestrali al 30 giugno 2016, sono state da noi effettuate talune procedure, anche tramite incontri e discussioni con le Direzioni di Space2 e Avio e con le società di revisione KPMG SpA, revisore legale di Space2, e Deloitte & Touche SpA, revisore legale di Avio, volte a rilevare i principi contabili utilizzati ed i fatti salienti concernenti la loro redazione, nonché una discussione critica degli ammontari in esse esposti.

Le sopra menzionate procedure sulle relazioni semestrali al 30 giugno 2016 sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 3.

Abbiamo inoltre raccolto, attraverso discussione con le Direzioni di Space2 e Avio, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura delle relazioni semestrali al 30 giugno 2016, al fine di analizzare eventuali aspetti significativi ai fini del nostro lavoro. Secondo quanto confermatoci dagli

Amministratori, alla data della presente relazione non si sono verificati eventi o circostanze tali da rendere necessari aggiustamenti o rettifiche alle informazioni utilizzate dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio.

Abbiamo discusso con il management di Avio e con Leoni Corporate Advisors i criteri e le logiche di costruzione del *business plan* 2016 - 2020 di Avio fermo restando le incertezze ed i limiti intrinseci in ogni dato di natura previsionale.

## **8.2. Lavoro svolto con riferimento ai metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio**

Con riferimento ai metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, abbiamo inoltre svolto le seguenti procedure:

- discusso con le Direzioni delle Società e con l'Advisor di Space2 il lavoro complessivamente svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del Rapporto di Cambio e, in particolare, gli approcci valutativi e le metodologie adottate, onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- verificato la completezza e l'uniformità dei procedimenti valutativi seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio e la loro applicazione, ancorché considerando le peculiarità di ciascuna società;
- riscontrato la non contraddittorietà delle motivazioni degli Amministratori di entrambe le Società riguardanti i metodi valutativi da essi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati nel processo valutativo rispetto alle fonti di riferimento ed alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- verificato la correttezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni fornite dall'Advisor di Space2;
- verificato che i metodi di valutazione fossero applicati in modo uniforme;
- sviluppato autonome analisi di sensitività nell'ambito dei metodi adottati dagli Amministratori.

## **9. Commenti e precisazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio**

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli amministratori consiste in una stima dei valori economici relativi alle singole società oggetto della fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili.

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

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato nel loro profilo relativo e non possono essere, di per sé, assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione a diverse operazioni.

A tal proposito, è comunque opportuno ricordare che il principio dell'omogeneità valutativa non implica necessariamente che gli organi amministrativi delle Società debbano adottare i medesimi criteri valutativi.

In tale contesto, ancorché non esplicitato nell'ambito delle rispettive Relazioni, ciascuno dei Consigli di Amministrazione, al fine di consentire un adeguato apprezzamento delle specificità delle Società, ha nella fattispecie utilizzato metodi di valutazione differenti in relazione alle stesse.

Gli Amministratori sono pervenuti alla determinazione di un Rapporto di Cambio da calcolarsi secondo la formula illustrata nel paragrafo 7.

Come richiamato nel paragrafo 5.1, gli amministratori di Space2 precisano di aver chiesto all'Advisor di rilasciare una *fairness opinion* sulla congruità del Rapporto di Cambio e che l'Advisor ha rilasciato il parere richiesto, ritenendo che - sulla base delle assunzioni, considerazioni e qualificazioni espresse nel parere - alla data di tale parere il Rapporto di Cambio (*rectius*: il Rapporto di Cambio Base), sia congruo, dal punto di vista finanziario, per Space2.

Le Relazioni predisposte dagli amministratori di Space2 e di Avio per illustrare l'operazione di Fusione indicano le metodologie dagli stessi adottate, con il supporto dell'Advisor nel caso di Space2, ed i risultati ottenuti ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Gli amministratori di Avio non si sono avvalsi del supporto di alcun *financial advisor* ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Al riguardo, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli amministratori di Space2 con il supporto dell'Advisor e dagli amministratori di Avio, per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione:

- l'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di Space2 e di Avio è stata effettuata dai Consigli di Amministrazione per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale;
- le valutazioni elaborate dagli Amministratori sono state condotte considerando Space2 e Avio su base c.d. "*stand alone*" ad eccezione dell'inclusione nella valutazione di Space2 del beneficio fiscale derivante dalla Fusione. Tali valutazioni riflettono pertanto la situazione attuale e le prospettive future delle Società, considerate trascurando gli effetti della Fusione stessa e le sinergie con essa conseguibili, ossia in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti di gestione dovuti alla Fusione stessa. Come da prassi in questo contesto, le



sinergie conseguibili dalla fusione, pertanto, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo delle Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;

- è in linea con la prassi e la tecnica professionale l'utilizzo della metodologia DCF, scelta da parte degli Amministratori quale metodologia principale per la valutazione di Avio. Il metodo DCF risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina e dai principi di valutazione generalmente accettati. Nelle Relazioni di entrambi i Consigli di Amministrazione vengono illustrate le caratteristiche teoriche della metodologia valutativa in oggetto nonché, sinteticamente, talune scelte effettuate per la sua concreta applicazione;
- la metodologia dei multipli di mercato determina il valore di una società dalla valutazione attribuita dal mercato ad altre società aventi caratteristiche comparabili, determinando il rapporto tra il valore borsistico di società comparabili e talune grandezze finanziarie e applicando successivamente i multipli così determinati alle corrispondenti grandezze finanziarie della società oggetto di valutazione al fine di determinarne il valore. Il riferimento a tale metodologia, individuato dagli Amministratori di entrambe le società quale metodo di controllo per la valutazione di Avio, è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale. Nelle relazioni di entrambi i Consigli di Amministrazione vengono illustrate le caratteristiche teoriche della metodologia valutativa in oggetto nonché, sinteticamente, talune scelte effettuate per la sua concreta applicazione;
- gli Amministratori concludono nelle Relazioni che la valorizzazione di Avio è stata basata sui suddetti criteri e sul processo negoziale *“che ha tenuto in considerazione particolari fattori quali la peculiarità dell'asset soggetto a “Golden Power”, l'assenza di garanzie da parte dell'azionista venditore, il non riconoscimento di un premio di controllo all'azionista di maggioranza, nonché i relativi sconti dimensionali e di mercato fattorizzabili in sede di IPO”*;
- in merito al “processo negoziale” si desume che gli Amministratori, ai fini della determinazione del valore di Avio per la Fusione, abbiano utilizzato il prezzo indicato nel contratto sottoscritto in data 19 ottobre 2016 tra i Fondi Cinven, Cinven Limited e Viasimo, da una parte, e Space2, LF e In Orbit, dall'altra parte, che disciplina l'Acquisizione;
- a conferma di ciò, sebbene l'applicazione di tale metodologia non emerga esplicitamente dalle Relazioni, sia gli amministratori di Space2 che gli amministratori di Avio ci hanno infatti attestato per iscritto che *“il valore di Avio, ai fini dell'operazione di fusione per incorporazione di Avio in Space2 pari a Euro 159.688.605,00 corrisponde al prezzo determinato per l'acquisto del 100 per cento del capitale sociale di Avio nell'ambito dell'Acquisizione (come definito nello Share and Purchase Agreement, par. 1.1.51)”*;
- l'utilizzo del prezzo di cui sopra richiama il cd. metodo delle transazioni comparabili. Conseguentemente la scelta degli Amministratori di Avio risulta, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria;
- gli amministratori di entrambe le società hanno utilizzato il NAV come unico metodo per la valutazione di Space2. Tale metodo è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con la prassi professionale in sede di valutazione di una SPAC come Space2. Gli Amministratori hanno inoltre tenuto conto delle diverse categorie di azioni e dei warrant di Space2 secondo un approccio in linea con la prassi valutativa

prevalente. Gli Amministratori riferiscono che il valore unitario delle azioni di Space2 (sia azioni ordinarie che azioni speciali) ai fini della Fusione è basato sul calcolo e sui criteri illustrati nelle Relazioni e sul processo negoziale. In proposito rileviamo come tale valore ricada nell'intervallo di valori unitari per azione Space2 determinato dagli Amministratori sulla base della metodologia NAV. Conseguentemente la scelta degli Amministratori risulta, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria;

- sebbene non esplicitato nelle Relazioni, gli Amministratori non hanno ritenuto di utilizzare la metodologia dei prezzi di Borsa (che determina il valore di una società sulla base della capitalizzazione dei relativi titoli negoziati sui mercati regolamentati), né la metodologia dei *target price* degli analisti di ricerca (che determina il valore di una società sulla base delle valutazioni obiettivo che gli analisti finanziari pubblicano sulla società stessa) ai fini della valutazione di Space2. Le scelte degli Amministratori appaiono, nelle specifiche circostanze, non arbitrarie se si considera (i) la scarsa significatività dei prezzi di mercato delle azioni ordinarie Space2, tenuto conto della scarsa liquidità del prezzo di Borsa delle stesse, (ii) l'assenza di copertura di ricerca e pertanto di *target price* per le azioni ordinarie Space2;
- le analisi di sensitività da noi elaborate per valutare l'impatto di variazioni nelle differenti ipotesi valutative e nei parametri assunti nell'ambito delle metodologie adottate dagli Amministratori, ivi incluso i benefici fiscali derivanti dalla Fusione, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della loro applicazione, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi.

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

In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:

- le valutazioni di Avio effettuate dai Consigli di Amministrazione delle Società si fondano su previsioni economico-patrimoniali desunte dal business plan di Avio. Il business plan di Avio è basato su un insieme di ipotesi che includono assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri ed azioni degli organi amministrativi che non necessariamente si verificheranno. Deve inoltre essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi utilizzate dagli Amministratori ai fini 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 e dello scenario macroeconomico. Va ancora tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate;
- le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo dei multipli di mercato, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una

tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione. In aggiunta, Avio presenta profili di *business* ed economico-finanziari che la rendono limitatamente comparabile con le società quotate operanti nel settore di riferimento;

- le situazioni patrimoniali proforma di Space2 post Scissione al 30 giugno 2016 determinate nei diversi scenari di esercizio del diritto di recesso ipotizzati dagli Amministratori – con il supporto dell'Advisor nel caso di Space2 - nell'ambito dell'applicazione del metodo del NAV non sono stati sottoposti a revisione contabile;
- come richiamato nella Relazione degli Amministratori di Space2, l'Advisor ha rilasciato la *fairness opinion* richiamata nel precedente paragrafo 4, ritenendo che - sulla base delle assunzioni, considerazioni e qualificazioni espresse nel parere - alla data di tale parere il Rapporto di Cambio (*rectius*: il Rapporto di Cambio Base), sia congruo, dal punto di vista finanziario, per Space2. Ai fini del rilascio della presente relazione, quindi, tale parere rileva esclusivamente con riferimento agli amministratori di Space2 e limitatamente al Rapporto di Cambio Base determinato dagli Amministratori e non alla formula indicata nel precedente paragrafo 7;
- come sopra evidenziato ciascuno dei Consigli di Amministrazione ha nella fattispecie utilizzato metodi di valutazione differenti in relazione alle Società. A tal proposito, è opportuno ricordare che il principio dell'omogeneità valutativa da applicarsi nelle operazioni di fusione non implica necessariamente che gli organi amministrativi delle Società debbano adottare i medesimi criteri valutativi. Considerando le differenti caratteristiche di Space2 e di Avio, tale approccio appare ragionevole e non arbitrario in quanto consente un adeguato apprezzamento delle specificità delle società stesse.

Si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti di rilievo:

- esula dall'oggetto della nostra attività ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'operazione, i relativi adempimenti, la tempistica, l'avvio e l'esecuzione dell'operazione stessa;
- il valore di Avio a cui gli Amministratori sono addivenuti ai fini della Fusione è basato su criteri metodologici analitici e su fattori negoziali che si sostanziano nel prezzo teorico riconosciuto per l'acquisto del 100% del capitale sociale di Avio nell'ambito dell'Acquisizione;
- l'assemblea degli azionisti di Space2, convocata in data 1 dicembre 2016, sarà altresì chiamata a deliberare sui seguenti ordini del giorno:
  - (i) autorizzazione del Consiglio di Amministrazione all'esecuzione dell'operazione di integrazione societaria tra Space2 SpA e Avio SpA quale "Operazione Rilevante" in base a quanto previsto nello statuto di Space2;
  - (ii) approvazione del progetto di scissione parziale e proporzionale di Space2 SpA a favore di Space3 SpA.
  - (iii) approvazione del progetto di ammissione alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana SpA delle azioni ordinarie

- (iv) e dei “Market Warrant Space2 SpA”.  
autorizzazione alla richiesta di esclusione dalle negoziazioni sul Mercato Telematico degli Investment Vehicles delle azioni ordinarie e dei “Market Warrant Space2 SpA”, subordinatamente al rilascio del provvedimento di ammissione dei medesimi strumenti finanziari sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana SpA.

Le sopra richiamate delibere esulano dall’oggetto del presente parere.

**11. Effetti sul Rapporto di Cambio connessi al valore futuro del NAV effettivo di Space2**

Come indicato nel Progetto di Fusione, i Consigli di Amministrazione di Space2 e di Avio sono pervenuti alla determinazione di un rapporto di cambio da calcolarsi secondo la seguente formula:

***Rapporto di Cambio Base \* Aggiustamento NAV***

Dove:

- 1) Il Rapporto di Cambio Base sarà calcolato secondo la seguente formula:

$$\frac{\text{Prezzo per Azione Avio (Euro 0,3992)}}{\text{Prezzo per Azione Space2 (Euro 10,00)}}$$

e

- 2) l’Aggiustamento NAV sarà calcolato come segue:

- nel caso in cui il NAV Effettivo sia pari o superiore al NAV di Riferimento, ove il NAV di Riferimento è calcolato come NAV Stimato meno un importo pari a Euro 500.000 (ed è quindi pari a Euro 149.986.000), sarà pari a uno (1);
- qualora invece, il NAV Effettivo sia inferiore al NAV Di Riferimento (pari a Euro 149.986.000), l’Aggiustamento NAV sarà pari a:

$$1 / ( 1 - ( ( \text{NAV Di Riferimento} - \text{NAV Effettivo} ) / \text{numero totale di azioni Space2 post Scissione inclusivo delle azioni ordinarie rivenienti della prima tranche di conversione delle azioni speciali} ) / \text{Prezzo per Azione Space2} )$$

Dove:

- il NAV Effettivo indica l’effettiva consistenza di disponibilità liquide e voci equivalenti di Space2, al netto di eventuali passività, esistenti alla data di stipula dell’atto di Fusione;
- il NAV Stimato è pari a Euro 150.486.000.

Il Progetto di Fusione illustra come:

- alla luce della suddetta formula, si evinca che l'Aggiustamento NAV sarà applicabile solo nel caso in cui la differenza tra il NAV Stimato e il NAV Effettivo sia superiore a Euro 500.000 fermo restando che, ai fini dell'aggiustamento, si terrà conto solo dell'importo eccedente Euro 500.000;
- dall'applicazione della suddetta formula derivi che, qualora la differenza tra il NAV Stimato e il NAV Effettivo sia inferiore a Euro 500.000, la Società Incorporante assegnerà n° 0,0399 azioni in concambio ogni n° 1 azioni Avio;
- il Rapporto di Cambio e il Rapporto di Cambio Base saranno approssimati al quarto decimale incluso;
- il Rapporto di Cambio definitivo, quale risultante dall'applicazione della suddetta formula, sarà reso noto non appena disponibile con apposito comunicato stampa pubblicato sul sito internet di Space [www.space-spa.com](http://www.space-spa.com).

## **12. Conclusioni**

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrato nella presente relazione, nonché di quanto indicato nei precedenti paragrafi 9, 10 e 11, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, con l'assistenza dell'Advisor per Space2, siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi, siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di Fusione.

Roma, 31 ottobre 2016

PricewaterhouseCoopers SpA



Corrado Testori  
(Revisore legale)