



Prof. Angelo Provasoli

RELAZIONE DI STIMA
DEL RAPPORTO DI CAMBIO NELLA FUSIONE
TRA IMPREGILO S.P.A. E SALINI S.P.A.

Milano, 24 giugno 2013

A handwritten signature in black ink, located in the bottom right corner of the page.

INDICE

	Pagine
1. <u>I LINEAMENTI DELL'OPERAZIONE DI FUSIONE.</u>	4
1.1. <u>Premessa e incarico.</u>	4
1.2. <u>Le peculiarità delle valutazioni di fusione.</u>	8
1.3. <u>La data di riferimento della stima e gli elementi informativi analizzati.</u>	10
2. <u>I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI.</u>	13
2.1. <u>La scelta dei criteri di valutazione.</u>	13
2.2. <u>Il criterio di valutazione principale.</u>	17
2.2.1. Il criterio finanziario <i>unlevered</i> .	17
2.3. <u>I criteri di valutazione di controllo.</u>	20
2.3.1. Il criterio dei multipli di Borsa di società comparabili.	20
2.3.2. Il criterio dei multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa di Impregilo.	21
3. <u>L'APPLICAZIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE.</u>	22
3.1. <u>I piani economico-finanziari di Impregilo e Salini.</u>	22
3.2. <u>L'applicazione del criterio di valutazione principale.</u>	25
3.2.1. L'applicazione del criterio finanziario <i>unlevered</i> .	25
3.3. <u>L'applicazione dei criteri di valutazione di controllo.</u>	28
3.3.1. L'applicazione del criterio dei multipli di Borsa di società comparabili.	28
3.3.2. L'applicazione del criterio dei multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa di Impregilo.	31

4.	<u>LE SINTESI VALUTATIVE E I RAPPORTI DI CAMBIO.</u>	33
4.1.	<u>Capitale e numero di azioni di Impregilo e Salini.</u>	33
4.2.	<u>I valori delle azioni e il rapporto di cambio.</u>	34
4.3.	<u>Le analisi di sensitività.</u>	36
4.4.	<u>I limiti, gli assunti e le principali difficoltà valutative.</u>	38
4.5.	<u>Conclusioni sul rapporto di cambio.</u>	41

1. I LINEAMENTI DELL'OPERAZIONE DI FUSIONE.

1.1. Premessa e incarico.

La presente relazione si inquadra nell'ambito delle analisi e degli approfondimenti condotti dai Consigli di Amministrazione delle società Impregilo S.p.A. ("Impregilo"), quotata presso il Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana S.p.A., e Salini S.p.A. ("Salini" e, congiuntamente con Impregilo, anche le "Società"), funzionali al perfezionamento della concentrazione delle due entità, tramite l'istituto giuridico della fusione.

L'integrazione delle entità in parola è parte di un più ampio progetto, intrapreso da Salini nella seconda metà del 2011, volto al progressivo rafforzamento del proprio investimento strategico in Impregilo e alla creazione di un *player* di rilievo internazionale nel settore delle costruzioni. In particolare, l'operazione di fusione di prossima realizzazione si colloca al termine di una serie di atti che hanno condotto Salini, nel marzo del 2013, ad acquisire il controllo di diritto di Impregilo.

I principali elementi informativi ed eventi pregressi utili per inquadrare l'operazione oggetto della presente relazione sono i seguenti:

- Salini è società interamente posseduta da Salini Costruttori S.p.A. Essa è stata costituita il 6 dicembre 2011 e ha iniziato a operare il 1° gennaio 2012, data in cui ha avuto efficacia il conferimento in natura (da parte del socio unico) del ramo d'azienda operativo nel settore delle costruzioni infrastrutturali e comprensivo, tra le altre attività, di una partecipazione in Impregilo pari al 15% circa del capitale, acquistata nella seconda metà del 2011;
- nel periodo gennaio-luglio 2012, Salini ha incrementato, a mezzo di numerosi acquisti sul mercato, la quota di partecipazione nel capitale ordinario di Impregilo, fino a giungere alla percentuale del 29,8%;

- in data 17 luglio 2012, l'Assemblea ordinaria degli azionisti di Impregilo, su proposta del socio Salini, ha deliberato a maggioranza la revoca degli amministratori in carica e la nomina di un nuovo Consiglio di Amministrazione, composto da consiglieri espressi in maggioranza della medesima Salini;
- in data 27 settembre 2012, tra Impregilo e Salini Costruttori S.p.A. è stato sottoscritto un accordo di cooperazione organizzativa e commerciale, al fine di avviare una strategia di collaborazione volta a cogliere le opportunità di mercato, nonché a conseguire risparmi di costo per effetto di sinergie operative e industriali (mantenendo la separazione giuridica tra le due imprese)¹;
- nel periodo marzo-aprile 2013, Salini ha promosso e completato un'Offerta Pubblica di Acquisto ("OPA") volontaria sulla totalità delle azioni ordinarie di Impregilo S.p.A. Ad esito dell'offerta, Salini ha ottenuto il 92,1% del capitale ordinario di Impregilo;
- non essendo l'OPA finalizzata alla revoca della quotazione delle azioni ordinarie di Impregilo, successivamente alla conclusione dell'offerta Salini ha provveduto (tramite la vendita di azioni sul mercato) al ripristino del flottante necessario ad assicurare la regolare negoziazione delle azioni medesime. Ad esito di tali operazioni Salini è giunta a

¹ Nel dettaglio, "mediante la sottoscrizione dell'Accordo, le Parti intendono individuare, valutare e, ove possibile, realizzare sinergie commerciali e industriali reciproche, al fine di (i) contare su una forte presenza commerciale a livello mondiale; (ii) costituire un team di risorse integrato e con competenze più ampie, valorizzando le capacità manageriali di Impregilo e Salini; (iii) ampliare le proprie referenze ed il track record in modo da poter partecipare a gare di appalto per la realizzazione di commesse caratterizzate da più elevate complessità e dimensioni; e (iv) beneficiare di sinergie di costo e operative, ferme restando le individualità, le strutture e la consistenza delle singole imprese". Inoltre, "nell'ambito delle strategie di collaborazione oggetto dell'Accordo, le Parti hanno ravvisato l'opportunità di definire una procedura per la cooperazione continuativa nella selezione delle Commesse di potenziale reciproco interesse e nella partecipazione alle relative Gare, prevedendo un principio di allocazione paritaria delle quote di partecipazione alle Commesse medesime" (cfr. "Documento informativo relativo all'accordo strategico di cooperazione commerciale e organizzativa tra Impregilo S.p.A. e Salini Costruttori S.p.A.", pagg. 7-9; la sottolineatura è aggiunta). L'accordo strategico menzionato prevede dunque la partecipazione in egual misura (50% ciascuna) delle due Società a tutte le gare/commesse (e ai relativi ricavi e costi) avviate successivamente alla data di efficacia dell'accordo stesso (27 settembre 2012).

detenere una partecipazione nel capitale sociale ordinario di Impregilo pari all'88,83%;

- da ultimo, i Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini, rispettivamente in data 13 e 14 maggio 2013, hanno deliberato l'avvio delle attività propedeutiche alla realizzazione della fusione tra le due società.

Dal punto di vista formale, il progetto di integrazione societaria in corso di realizzazione prevede la fusione per incorporazione di Salini in Impregilo. Si tratta, tecnicamente, di un'operazione c.d. di "fusione inversa", in quanto la società incorporante, cioè Impregilo, è direttamente controllata (come detto, tramite un'interessenza partecipativa pari all'88,83% del capitale) dal soggetto incorporato, cioè Salini. Va precisato inoltre che, in conseguenza del ricorso all'indebitamento finanziario per la realizzazione dell'OPA lanciata da Salini su Impregilo, la progettata fusione integra la fattispecie di cui all'art. 2501 *bis* del Codice Civile (fusione a seguito di acquisizione con indebitamento o *merger leveraged buy out*, nella terminologia anglosassone).

Si ricorda che, secondo le norme civilistiche, i Consigli di Amministrazione delle società partecipanti alla fusione hanno il compito di proporre alle rispettive Assemblee dei Soci il c.d. "rapporto di cambio" pertinente all'operazione, espressivo del numero di azioni dell'incorporante da fornire a servizio della fusione per ogni azione dell'incorporata. Il rapporto di cambio proposto dagli amministratori è soggetto al parere di congruità di uno o più esperti designati dal Tribunale, ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile. Alle Assemblee dei Soci delle imprese coinvolte spetta, infine, il compito di deliberare in ordine al rapporto di cambio proposto dagli amministratori e verificato dagli esperti.

In tale contesto, in data 13 maggio 2013, il Consiglio di Amministrazione di Impregilo ha incaricato il sottoscritto Angelo Provasoli, Professore di

Economia Aziendale presso l'Università L. Bocconi e Dottore Commercialista, di redigere la relazione di stima del rapporto di cambio delle azioni ordinarie di Salini rispetto alle azioni ordinarie di Impregilo nell'ambito dell'operazione sopra descritta². In particolare, la presente relazione ha lo scopo di fornire al Consiglio di Amministrazione di Impregilo informazioni, dati e riferimenti economici utili per individuare il rapporto in parola nell'operazione di fusione tra le due Società da proporre alle rispettive Assemblee dei Soci.

* * *

La presente relazione è strutturata come segue:

- nel prosieguo del presente capitolo si svolgono considerazioni in merito agli aspetti peculiari delle valutazioni nei contesti di fusione (cfr. § 1.2), alla data di riferimento della stima e al corredo informativo adottato (cfr. § 1.3);
- nel cap. 2 si delinea l'architettura valutativa prescelta e si descrivono, sotto il profilo metodologico, i criteri adottati per la stima dei valori economici del capitale delle Società (*equity value*) propedeutici alla definizione del rapporto di cambio ritenuto congruo nel quadro dell'operazione di fusione in parola;
- nel cap. 3 si espongono le risultanze dell'applicazione dei criteri individuati. Nel capitolo in parola, si illustrano, in sintesi, anche i tratti salienti dei piani economico-finanziari consolidati di Impregilo e Salini;
- nel cap. 4 si definisce la stima dell'intervallo entro cui, a parere del sottoscritto, può congruamente essere fissato il rapporto di cambio tra le azioni ordinarie delle Società in occasione delle deliberazioni dei Consigli di Amministrazione delle medesime. Il rapporto di cambio è calcolato all'esito del confronto tra i valori unitari delle azioni ordinarie

² Si anticipa che il capitale sociale di Impregilo è composto, oltre che da azioni ordinarie, anche da azioni di risparmio quotate alla Borsa di Milano. Gli strumenti finanziari appartenenti a tale ultima categoria non sono tuttavia interessati dal concambio.



delle società interessate alla fusione. In tale capitolo si indicano anche i limiti, gli assunti e le principali difficoltà della stima.

1.2. Le peculiarità delle valutazioni di fusione.

L'operazione di fusione per incorporazione (quale quella in esame) si realizza per il tramite dell'integrazione di due (o più) soggetti giuridici. La fusione determina l'estinzione di una società (incorporata) e il trasferimento del patrimonio e dei rapporti giuridici ad essa riferibili in seno alla società incorporante.

Ad esito dell'operazione si ha l'annullamento delle azioni della società incorporata e l'assegnazione ai soci della medesima (diversi dall'entità incorporante) di azioni della società incorporante (esistenti o di nuova emissione) in proporzione al rapporto di cambio deliberato.

Nel profilo economico, il rapporto di cambio è in principio stimato rispettando l'equilibrio dei valori in capo alle compagini azionarie delle società coinvolte nell'operazione.

I lineamenti generali sopra definiti valgono anche in caso di fusione inversa. In questa ipotesi la peculiarità dell'operazione è costituita dal fatto che oggetto di annullamento e di concambio sono le azioni della società controllante. In altri termini, la società controllante (Salini), nella fattispecie, cessa di esistere e i suoi azionisti ricevono azioni della società controllata (Impregilo). Per effetto della fusione e del conseguente concambio gli azionisti della controllante (Salini Costruttori S.p.A.) vengono a disporre in via diretta della partecipazione nella già controllata (Impregilo), detenuta da Salini pre-fusione, e ricevono un'ulteriore quota di partecipazione nella medesima Impregilo. Tale quota è funzione del valore economico delle attività nette (anche del debito contratto per la realizzazione della richiamata OPA) di Salini, ulteriori rispetto alla partecipazione in Impregilo, "apportate" per effetto della fusione inversa in Impregilo medesima.

Ciò premesso, va rilevato che l'operazione di fusione implica un procedimento di stima complesso e articolato. Le stime di fusione richiedono preliminarmente la determinazione dei valori del capitale economico (*equity value*) delle società direttamente interessate dall'operazione e si concludono con la determinazione del rapporto di cambio fra le azioni delle stesse. La stima dei valori assoluti del capitale delle singole società costituisce un passo intermedio nel procedimento valutativo, la cui finalità ultima, per quanto indicato, è la stima del rapporto tra i valori delle società stesse. Pertanto, secondo la dottrina e la prassi in materia, le stime di fusione devono essere orientate all'ottenimento di valori assoluti del capitale delle società partecipanti significativamente confrontabili nella fase di calcolo del rapporto di cambio. Di conseguenza, le valutazioni nell'ambito di operazioni di fusione devono essere condotte secondo una logica generale di omogeneità e uniformità di approccio lungo tutto il processo valutativo. In termini tecnici, il principio di omogeneità sopra enunciato si traduce tipicamente: (i) nell'adozione di una base informativa omogenea e confrontabile; (ii) nella scelta di criteri di valutazione relativamente uniformi per le diverse società, ove operanti nel medesimo settore; (iii) nell'assunzione di scelte applicative di fondo coerenti per le società interessate dalla fusione, pur tenendo conto delle peculiarità che caratterizzano le specifiche realtà.

In sintesi, quindi, la finalità ultima delle valutazioni in questione non è tanto la stima dei livelli assoluti dei valori dei capitali economici delle imprese interessate alla fusione, quanto piuttosto l'ottenimento di valori significativamente raffrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio. Conseguentemente, le valutazioni aziendali eseguite per gli scopi che costituiscono i presupposti della presente perizia non possono essere assunte per finalità differenti.

1.3. La data di riferimento della stima e gli elementi informativi analizzati.

Le analisi valutative sono state principalmente fondate sui dati delle situazioni patrimoniali consolidate di Impregilo e Salini al 31 dicembre 2012, rettifiche al fine di riflettere gli effetti di taluni eventi significativi avvenuti successivamente alla data di chiusura dell'esercizio (31 dicembre 2012) e prima della data della presente relazione. In particolare, si segnala che:

- per Impregilo, la situazione patrimoniale consolidata al 31 dicembre 2012 è stata rettificata (pro-formata) per considerare gli effetti derivanti (i) dalla cessione, avvenuta nel gennaio 2013, dell'ultima *tranche* (6,5%) della partecipazione detenuta dal gruppo nel capitale della società brasiliana EcoRodovias Infrastruttura e Logistica S.A.³ e (ii) dalla distribuzione, nel maggio 2013, da parte della società di un dividendo straordinario ai propri azionisti ordinari (e quindi anche a Salini, cfr. *infra*) per complessivi € 602,2 milioni;
- per Salini, nello stato patrimoniale pro-forma al 31 dicembre 2012 sono stati riflessi gli effetti relativi (i) all'incremento della partecipazione in Impregilo (dal 29,8% al 92,1%) a seguito dell'OPA condotta sulle azioni ordinarie di tale società, completata da Salini nell'aprile 2013 (ii) all'assunzione di debiti finanziari funzionali al finanziamento dell'operazione *sub* (i), (iii) alla successiva vendita (in ragione del 3,3% circa del capitale ordinario) sul mercato di azioni Impregilo al fine di ricostituire il flottante e (iv) all'incasso della quota di pertinenza del dividendo straordinario distribuito da Impregilo nel 2013, anche utilizzata a riduzione del debito *sub* (ii).

Chi scrive ha incorporato nelle proprie analisi le informazioni e i fatti societari rilevanti noti fino alla data della presente relazione, data alla quale sono riferiti

³ Si ricorda che una quota pari al 22,74% della partecipazione in tale società è stata ceduta dal gruppo Impregilo (in particolare dalla società *subholding* Impregilo International Infrastructures NV, controllata da Impregilo S.p.A.) nella seconda metà del 2012.

i valori stimati. I dati di mercato sono stati considerati fino all'11 giugno 2013.

* * *

Ai fini dell'espletamento dell'incarico conferito, chi scrive ha esaminato i seguenti principali elementi informativi⁴:

- statuti vigenti di entrambe le Società;
- bilanci separati e consolidati di Impregilo e Salini al 31 dicembre 2012;
- situazioni patrimoniali consolidate pro-forma di Impregilo e Salini al 31 dicembre 2012 (inclusi i prospetti contenenti la posizione finanziaria netta), che riflettono gli effetti degli eventi significativi verificatisi successivamente alla data di chiusura dell'esercizio 2012 e sopra menzionati;
- tabella riportante la posizione finanziaria netta di Impregilo al 31 marzo 2013, pro-formata per tener conto degli effetti degli eventi straordinari *post data* di chiusura (i.e. distribuzione del dividendo straordinario);
- relazione trimestrale consolidata di Impregilo al 31 marzo 2013;
- documento "Piano industriale stand-alone Salini SpA 2016", predisposto dal *management* della società con il supporto del consulente strategico "The Boston Consulting Group" e approvato dal Consiglio di Amministrazione di Salini in data 10 giugno 2013;
- documento "Piano industriale stand-alone Impregilo 2016", predisposto dal *management* della società con il supporto del consulente strategico "The Boston Consulting Group" e approvato dal Consiglio di Amministrazione di Impregilo in data 11 giugno 2013;
- documento "Piano industriale consolidato Salini-Impregilo al 2016", predisposto dal *management* delle due Società con il supporto del consulente strategico "The Boston Consulting Group" e approvato dai

⁴ Si precisa che la documentazione societaria è stata messa a disposizione dalle Società tramite l'allestimento di apposita *data room*.

- Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini nelle medesime date di approvazione dei piani *stand-alone*;
- per Impregilo e Salini, prospetti di Conto Economico, Stato Patrimoniale e Rendiconto Finanziario consolidati, completi di dettagli, in formato *excel*, relativi al periodo 2013-2016;
 - documento “Accordo di fusione tra Impregilo S.p.A. e Salini S.p.A.”, stipulato in data 27 maggio 2013;
 - “Documento informativo relativo all’accordo strategico di cooperazione commerciale e organizzativa tra Impregilo S.p.A. e Salini Costruttori S.p.A.”, datato 4 ottobre 2012, corredato delle relative appendici⁵;
 - documento “Salini-Impregilo, overview of the Group, markets of reference and competitors”, predisposto dal *management* delle Società nel maggio 2013;
 - “Documento di Offerta (...) Pubblica di Acquisto volontaria totalitaria (...) avente per oggetto azioni ordinarie di Impregilo S.p.A. offerente Salini S.p.A.”, pubblicato in data 16 marzo 2013;
 - lettere Impregilo e Salini datate, rispettivamente, 19 e 21 giugno 2013, con cui si informa il sottoscritto circa l’inesistenza di eventi e/o fatti da segnalare rispetto a quanto reso disponibile in *data room*;
 - comunicati stampa di Impregilo, pubblicati tra l’inizio del 2013 e la data di riferimento della presente relazione;
 - recenti *equity report* degli analisti finanziari relativi a Impregilo e a società quotate ad essa comparabili;
 - bilanci recenti di società quotate comparabili a Impregilo e Salini;
 - dati di mercato ed altre informazioni economiche utili alla stima tratti da fonti pubbliche (Fondo Monetario Internazionale, Banca Centrale

⁵ In particolare tali appendici comprendono (i) il parere del *Corporate Governance Advisory Board*, reso in data 6 settembre 2012, (ii) il parere del Comitato per Operazioni con Parti Correlate, reso in data 25 settembre 2012, e (iii) il parere del *Corporate Governance Advisory Board*, reso in data 27 settembre 2012.

Europea, Banca d'Italia, New York University – Stern School of Business, KPMG “*Corporate and indirect tax survey 2012*”) e da database specializzati (Bloomberg, Thomson Financial Reuters).

Chi scrive si è inoltre confrontato in più occasioni, anche mediante apposite riunioni, con il *management* delle due Società e con i consulenti delle stesse ai fini di una più approfondita comprensione e discussione degli elementi informativi da essi forniti.

2. I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI.

2.1. La scelta dei criteri di valutazione.

La dottrina aziendale e la pratica professionale hanno elaborato differenti metodi per la stima del valore economico delle aziende. Tra di essi si ricordano sinteticamente i seguenti:

- (a) metodi patrimoniali, che stimano il valore economico del capitale d'impresa sulla base del valore corrente degli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale;
- (b) metodi reddituali, che stimano il valore economico del capitale d'impresa in funzione delle prospettive di generazione di reddito;
- (c) metodi misti patrimoniali-reddituali, che associano i principi essenziali dei metodi reddituali e di quelli patrimoniali. Tra questi si annovera il metodo “UEC”, che procede alla stima autonoma del valore di avviamento del complesso da valutare in funzione delle sue prospettive di generazione di reddito e ne somma algebricamente il valore a quello del patrimonio netto espresso a valori correnti;
- (d) metodi finanziari, che si fondano sui flussi di cassa attesi generati dall'azienda e disponibili per gli azionisti e/o i creditori;
- (e) metodi dei multipli c.d. “di mercato”, che stimano il valore del capitale d'impresa sulla base di moltiplicatori impliciti (i) nei prezzi di Borsa

delle azioni di società comparabili a quella oggetto della stima o (ii) nei corrispettivi concordati in transazioni aventi ad oggetto società (*target*) ad essa simili;

- (f) metodi delle quotazioni dirette di Borsa, che apprezzano il valore economico di società quotate in base al prezzo delle loro azioni rilevato per intervalli temporali significativi, prossimi alla data di riferimento della valutazione.

* * *

Nel caso di specie, la scelta dei criteri di stima utilizzati nel quadro del modello valutativo adottato è stata orientata, oltre che dalle indicazioni della dottrina aziendale e della prassi professionale in materia, anche dalle evidenze desunte (i) dall'analisi degli *equity report* recentemente predisposti dagli analisti finanziari che seguono il titolo Impregilo e le altre società quotate ad essa comparabili attive nel settore delle costruzioni e (ii) dalle *fairness opinion* predisposte dagli *advisor* in occasione dell'OPA promossa da Salini su Impregilo.

L'architettura valutativa qui utilizzata al fine di giungere alla stima del rapporto di cambio tra le azioni ordinarie delle Società che si confrontano nella fusione si compone di un metodo principale e di due altri aventi ruolo di controllo delle risultanze del metodo principale.

Il metodo finanziario *unlevered* (*unlevered discounted cash flow model* o "DCF", nella terminologia anglosassone, cfr. *supra*, *sub d*) è stato assunto come riferimento valutativo principale. I profili metodologici di tale criterio sono illustrati nel § 2.2.1.

Sono stati utilizzati a fini di controllo:

- (i) il criterio dei multipli di mercato desunti dai prezzi di Borsa di società comparabili a quelle oggetto di stima (cfr. *supra*, *sub e*). Tale criterio è descritto nel dettaglio nel § 2.3.1;

- (ii) il criterio dei multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa delle azioni di Impregilo (unica società quotata tra quelle oggetto di stima). Tale criterio è descritto al § 2.3.2 nei dettagli applicativi.

La scelta di utilizzare contemporaneamente più metodi di valutazione è preferita dalla prassi ed è apprezzabile in termini metodologici. L'uso di più criteri consente di considerare, in differenti e complementari profili, l'appetibilità delle aziende oggetto di stima e di fornire riscontri incrociati dei risultati ottenuti, con vantaggio per la "robustezza" delle conclusioni estimative.

L'utilizzo di una pluralità di criteri favorisce, nel contempo, anche la migliore delimitazione della fascia più ragionevole dei valori attribuibili alle singole società e con essi dei rapporti di cambio.

* * *

Va osservato che il valore economico di Salini è anche il riflesso del suo assetto patrimoniale nel quale spicca la partecipazione di controllo (88,83%) nel capitale ordinario di Impregilo.

In tale quadro chi scrive, in sede valutativa, ha:

1. anzitutto stimato con ognuno dei metodi selezionati, il valore economico del capitale (*equity value*) di Impregilo;
2. successivamente calcolato il valore economico del capitale (*equity value*) di Salini quale sommatoria de: (a) il valore economico della partecipazione detenuta da Salini in Impregilo, pari al valore *pro quota* della partecipata stimato *sub 1*)⁶, e (b) il valore economico del *business* di Salini, al netto del debito, diverso dalla partecipazione in Impregilo, stimato, di volta in volta, con il medesimo criterio impiegato per la stima del capitale di Impregilo⁷.

⁶ Senza cioè applicare premi di maggioranza, cfr. *infra*.

⁷ Nella stima del capitale di Salini si tiene conto, tra l'altro, del debito finanziario contratto a servizio dell'OPA effettuata su Impregilo, al netto della quota già ripagata a seguito dell'incasso del dividendo straordinario distribuito da Impregilo e percepito da Salini.

In merito agli orientamenti assunti nella stima si osserva che:

- alla luce del carattere proprio delle valutazioni di fusione, come anticipato nel § 1.2, il lavoro estimativo è stato ispirato dal principio generale di omogeneità dei criteri valutativi impiegati e delle fonti informative adottate. In particolare, secondo tale principio la stima dei rapporti di cambio è stata effettuata utilizzando per ciascuna delle imprese coinvolte nell'operazione di fusione, nel rispetto delle specificità di ognuna, (i) una base informativa (piani industriali, informazioni finanziarie, ecc.) omogenea, (ii) metodologie di valutazione uniformi e (iii) parametri applicativi, per ciascun criterio, reciprocamente coerenti;
- la valutazione dei complessi aziendali appartenenti ad Impregilo e Salini è stata condotta in ottica *stand alone*, cioè prescindendo dalla valorizzazione e dall'attribuzione delle potenziali sinergie attese dall'integrazione delle due Società. Le sinergie da integrazione che si originano per effetto del contributo congiunto di ciascuna delle imprese coinvolte nell'aggregazione e i relativi benefici sono difficilmente attribuibili all'una o all'altra entità oggetto di unione⁸;
- considerato che la fusione è un'operazione di natura organizzativa e non acquisitiva i rapporti di cambio non considerano premi di controllo;
- nell'applicazione dei soli criteri di mercato, la valutazione considera il differente *status* delle due Società che si confrontano nella fusione, l'una quotata e l'altra non quotata. La considerazione del diverso *status* trova spiegazione nel fatto che le valutazioni basate sui multipli di Borsa esprimono valori di mercato che incorporano un premio implicito associato alla liquidità del titolo.

⁸ Come si specificherà nel seguito (cfr. § 3.1), nei piani economico-finanziari di Impregilo e Salini utilizzati per la stima sono state considerate le sinergie commerciali e industriali derivanti dall'accordo di cooperazione strategica sottoscritto tra Salini e Impregilo in data 27 settembre 2012. La considerazione, ai fini valutativi, dei benefici derivanti da tali sinergie non è incoerente con l'adozione della logica *stand alone* sopra menzionata. Ciò in quanto i benefici in parola non discendono dall'integrazione societaria (fusione) tra Salini e Impregilo ma derivano da condizioni gestionali (i.e. l'accordo di cooperazione) già esistenti alla data della fusione.

2.2 Il criterio di valutazione principale.

2.2.1. Il criterio finanziario *unlevered*.

Secondo tale metodologia, il valore di un complesso aziendale è funzione dei flussi di cassa futuri attesi che esso è in grado di generare autonomamente. Il criterio in parola, conseguentemente, procede alla attualizzazione, ad un tasso rappresentativo del costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital*, in breve “wacc”), dei flussi di cassa annui “disponibili” (*free cash flow*) attesi per il complesso aziendale oggetto di valutazione.

In particolare, in coerenza con la prospettiva valutativa *asset side* del criterio finanziario *unlevered*, la stima del valore economico del capitale proprio (*equity value*) è ottenuta sommando algebricamente al valore del capitale investito netto (*Enterprise value* o EV) dell’azienda considerata la sua posizione finanziaria netta (PFN)⁹.

Il valore del capitale investito netto (*enterprise value* o “EV”) di un’impresa derivante dall’applicazione del criterio finanziario *unlevered* è il risultato della sommatoria dei seguenti elementi:

- valore attuale dei flussi di cassa operativi “disponibili” (“CF” nella formula (1) nel seguito riportata), attesi per un periodo limitato di previsione analitica di “n” anni. Tali flussi, quindi, non includono componenti di natura finanziaria (sono cioè flussi *unlevered*);
- valore attuale del *terminal value* (“TV” nella formula (1) nel seguito riportata), ossia del valore assunto dal complesso aziendale al termine dell’orizzonte di previsione analitica. Tale valore è funzione dei flussi

⁹ Si segnala inoltre che:

- ove il complesso aziendale sia anche costituito da partecipazioni in imprese non consolidate integralmente o proporzionalmente (*equity investments*), il valore di *enterprise value* deve essere incrementato in ragione del valore di tali partecipazioni; ciò in quanto i flussi ad esse relativi non sono inclusi nei *free cash flow* consolidati;
- nel caso in cui siano presenti azionisti di minoranza (*minority interests* o *minorities*) in società partecipate (e consolidate integralmente) dalla società oggetto di stima, il valore delle rispettive quote deve essere sottratto ai fini della stima dell’*equity value* (di pertinenza della capogruppo).

che il complesso aziendale è in grado di generare in “perpetuità”, successivamente al termine del periodo di previsione analitica. Il *terminal value* è stimato capitalizzando lungo un orizzonte temporale infinito il flusso di cassa atteso per il periodo successivo all’ultimo di previsione analitica (“ CF_{n+1} ”).

L’algoritmo di calcolo che traduce in termini applicativi il criterio valutativo in analisi è il seguente:

$$EV = \sum_{t=1}^n (CF_t \cdot v^t) + TV_n \cdot v^n + EI \quad (1)$$

dove:

- EV è l’*enterprise value* del complesso aziendale oggetto di valutazione;
- n è il numero di anni di cui si compone il periodo di previsione analitica dei flussi di cassa “disponibili”;
- CF_t è il flusso di cassa “disponibile” del complesso aziendale oggetto di valutazione atteso nel periodo t ;
- TV_n è il *terminal value* del complesso aziendale al tempo n (cioè, al termine del periodo di previsione analitica), calcolato in termini matematici tramite la formula $TV_n = CF_{n+1}/(wacc - g)$;
- v^n è il coefficiente di attualizzazione, pari a $1/(1+wacc)^n$;
- $wacc$ è il costo medio ponderato del capitale proprio e del debito finanziario netto;
- g è il tasso annuo di crescita dei flussi di cassa “disponibili” attesi in perpetuità del complesso aziendale;
- EI è il valore delle partecipazioni in imprese non consolidate integralmente o proporzionalmente (*equity investments*).

Ciò posto, il valore del capitale proprio (*equity value* o “ W ”) è ottenuto applicando il seguente algoritmo:

$$W = EV + / - PFN - \min \quad (2)$$

dove:

- W è l'*equity value* del complesso aziendale oggetto di stima;
- EV è l'*enterprise value*;
- PFN è la posizione finanziaria netta, pari al valore dei debiti finanziari al netto della cassa e delle attività finanziarie prontamente liquidabili¹⁰;
- min è il valore delle *minorities*, cioè l'interessenza dei soci di minoranza nel capitale di società partecipate dalla società oggetto di stima (e consolidate integralmente).

* * *

Il tasso di attualizzazione (wacc), coerentemente con la prassi valutativa prevalente, è calcolato assumendo a riferimento una struttura finanziaria “medio-rappresentativa” di settore. In particolare, la formula valutativa adottata per la stima del wacc è la seguente:

$$wacc = Ke \cdot \frac{E}{D + E} + Kd \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{D + E} \quad (3)$$

dove:

- Ke e Kd sono, rispettivamente, il costo del capitale proprio e del capitale di debito lordo di imposta;
- E/(D+E) e D/(D+E) sono rispettivamente i “pesi”, “medio-rappresentativi” del settore, riferibili al capitale proprio (*equity*, E) e a quello di debito (*debt*, D) sul totale delle fonti di finanziamento (D+E);
- t è l'aliquota espressiva del risparmio d'imposta connesso alla deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

¹⁰ Tale aggregato va sottratto all'EV per ottenere l'*equity value* nel caso in cui le poste passive siano superiori per importo a quelle attive (o sommata nel caso opposto).

Il costo del capitale proprio (K_e), *input* necessario al calcolo del wacc secondo la formula (3), è espressivo della rischiosità specifica non diversificabile associata al complesso aziendale da valutare. Esso è quantificato secondo l'approccio del *Capital Asset Pricing Model* ("CAPM"), sulla base del seguente algoritmo:

$$K_e = r_f + \beta \cdot ERP + crp \quad (4)$$

dove:

- r_f è il rendimento degli investimenti privi di rischio (*risk-free rate*);
- β è il coefficiente espressivo del rischio sistematico (non diversificabile) del complesso aziendale oggetto di stima;
- **ERP** è il premio per il rischio tipico degli investimenti azionari (*equity risk premium*);
- **crp** è il premio per il rischio Paese in cui l'impresa opera (*country risk premium*).

La declinazione operativa del criterio è esposta nel § 3.2.1.

2.3. I criteri di valutazione di controllo.

2.3.1. Il criterio dei multipli di Borsa di società comparabili.

Secondo tale criterio, il valore di un complesso aziendale è stimato sulla base di moltiplicatori calcolati assumendo a riferimento i prezzi di Borsa delle azioni di imprese comparabili a quelle oggetto di valutazione rilevati in periodi significativi.

La dottrina e la prassi distinguono tra multipli "*asset side*" o "*unlevered*" (EV/Ebitda, EV/Ebit, ecc.) e multipli "*equity side*" o "*levered*" (*Price/Earnings*, *Price/Book Value*, ecc.). I primi stimano direttamente il valore del capitale investito netto (*enterprise value* o "EV") del complesso aziendale e pervengono al calcolo del capitale proprio (*equity value*),

sommando algebricamente all'EV la Posizione Finanziaria Netta ("PFN"), le *minorities* e gli *equity investments*¹¹. I multipli *equity side* invece giungono direttamente alla quantificazione del valore del capitale proprio (*equity value*). Nel caso di specie, anche alla luce delle indicazioni rivenienti dagli *equity report* predisposti dagli analisti che seguono le imprese quotate del settore costruzioni (tra cui Impregilo), si è preferito riferirsi a multipli *asset side*, identificati sulla base delle *performance* di un campione di società quotate ritenute comparabili a quelle oggetto di stima.

In particolare, i multipli adottati sono i seguenti:

- (a) EV/Ebitda, che rapporta il valore economico del capitale investito netto dell'impresa (l'*enterprise value*), alla sua marginalità operativa lorda (Ebitda);
- (b) EV/Ebit, che rapporta l'*enterprise value* dell'impresa alla sua redditività operativa (Ebit).

Una volta selezionati i moltiplicatori, il criterio dei multipli di Borsa si sviluppa nelle seguenti fasi: (i) identificazione delle imprese quotate comparabili componenti il campione di riferimento; (ii) calcolo dei moltiplicatori selezionati per ciascuna delle imprese del campione ed elaborazione di uno o più moltiplicatori rappresentativi; (iii) applicazione alle pertinenti grandezze del complesso aziendale oggetto di valutazione del multiplo di sintesi osservato per il campione esaminato.

La declinazione operativa del criterio è esposta nel § 3.3.1.

2.3.2. Il criterio dei multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa di Impregilo.

La capitalizzazione di Borsa potrebbe essere considerata in via diretta solamente ai fini della stima del valore di mercato di Impregilo (Salini, infatti, non ha titoli quotati presso un mercato regolamentato). Nel rispetto del

¹¹ Si veda altresì la nota n. 9.

principio di omogeneità che deve ispirare le valutazioni di fusione, si può utilizzare la capitalizzazione di Borsa di Impregilo quale riferimento per la stima del valore economico di entrambe le Società, assumendo a tal fine i parametri impliciti nelle quotazioni rilevate per Impregilo. Ciò in ragione della similarità dei *business* delle Società e della loro reciproca complementarietà.

In particolare, l'approccio seguito si declina, nel caso di specie, nelle seguenti fasi:

- (i) determinazione della capitalizzazione di mercato di Impregilo, osservata lungo un periodo temporale significativo antecedente la data di riferimento della stima;
- (ii) calcolo di moltiplicatori (EV/Ebitda, EV/Ebit) impliciti nella valorizzazione di Impregilo *sub* (i). Si segnala, sin d'ora, che i multipli impliciti espressi dalle quotazioni dell'azione Impregilo possono essere calcolati, alternativamente, assumendo a riferimento (quale denominatore dei moltiplicatori prescelti):
 - a. le grandezze reddituali (Ebitda, Ebit) attese espresse nel *business plan* elaborato dal *management* di Impregilo;
 - b. le corrispondenti grandezze di Impregilo risultanti dalle stime (*consensus*) elaborate dagli analisti finanziari che seguono il titolo;
- (iii) applicazione dei multipli impliciti di Impregilo, calcolati nelle due varianti menzionate al punto precedente, alle grandezze reddituali (Ebitda, Ebit) tratte dai *business plan* di Salini e di Impregilo.

La declinazione operativa del criterio è esposta nel § 3.3.2.

3. L'APPLICAZIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE.

3.1. I piani economico-finanziari di Impregilo e Salini.

I criteri di valutazione delineati nel cap. 2 sono stati applicati assumendo a riferimento i dati risultanti dai *Business Plan* ("BP") delle due Società per il

periodo 2013-2016, approvati dai rispettivi CdA in data 10 giugno 2013 (Salini) e 11 giugno 2013 (Impregilo).

I BP sono stati predisposti con l'ausilio di un comune consulente strategico (The Boston Consulting Group). La presenza di un consulente comune, ai fini della redazione dei *Business Plan* delle due Società, è considerata rilevante nella presente analisi valutativa in quanto concorre a rafforzare l'omogeneità di approccio alle stime del *management* delle due Società. Chi scrive ha avuto modo di rapportarsi con il *management* e con il consulente ai fini delle migliore comprensione delle ipotesi e delle valutazioni sottese ai piani.

I BP considerati nella stima dei concambi sono quelli consolidati di ciascuno dei due gruppi che si confrontano nella fusione. Con riguardo a Salini, il BP rileva distintamente i flussi di dividendi annui attesi (pro quota) generati da Impregilo dai flussi generati dall'attività operativa del Gruppo. Nello Stato Patrimoniale attinente il BP di Salini è indicata separatamente la partecipazione di controllo in Impregilo.

Si segnala che, in base a quanto esposto al sottoscritto, i due BP rappresentano l'evoluzione economico-finanziaria ritenuta ragionevole dal *management* dei due gruppi in una prospettiva *stand alone*. I BP, pertanto, non incorporano le sinergie che la fusione potrà generare. Essi invece includono le sole sinergie commerciali e industriali attese dall'accordo di cooperazione strategica sottoscritto dalle due Società in data 27 settembre 2012.

Le ipotesi di crescita del fatturato dei due gruppi sono ragionevolmente confrontabili. In particolare, per il periodo di piano, il *compounded average growth rate* (CAGR)¹² del fatturato Impregilo è pari al 16,4% mentre quello di Salini è pari al 18,7%. La dinamica del fatturato prospettico tiene conto sia dell'entità delle commesse già contrattualizzate alla data di riferimento della stima (c.d. *backlog*), sia del valore delle nuove commesse attese (c.d. *new order intake*) non ancora specificate né identificate alla medesima data. Le

¹² Il *compounded average growth rate* (CAGR) è pari alla media geometrica dei tassi di crescita annui osservati in un determinato periodo temporale.

ipotesi di sviluppo del fatturato e quelle delle marginalità relative alle nuove commesse sono identiche per i due gruppi. Entrambi i piani assumono che il *new order intake* annuo sia mediamente pari a € 3,7 miliardi. La misura delle nuove commesse annue attese appare superiore a quella risultante dai dati storici medi di Impregilo e di Salini (rispettivamente, in media, € 2,6 miliardi ed € 3,2 miliardi). I *management* ritengono ragionevoli le stime in parola anche considerato l'effetto dell'accordo commerciale stipulato nel corso del 2012. Il rapporto tra *backlog* e *new order intake* appare coerente nelle stime previsionali dei due gruppi. Infatti, la percentuale di ricavi riferiti a *backlog* cumulata sul periodo di piano rispetto al totale è pari a circa il 60% per Impregilo e per Salini.

Anche le redditività operative (esprese in termini di *Ebitda margin* e di *Ebit margin*) di Salini e Impregilo risultano sostanzialmente allineate. Infatti:

- l'*Ebitda margin* a tendere nel 2016 di Impregilo è pari al 12,5%, quello di Salini è il 13,0%;
- analoghe considerazioni valgono per l'*Ebit margin* nel 2016: 8,2% per Impregilo e 8,5% per Salini.

Dal lato patrimoniale, anzitutto si rileva che la dinamica e l'incidenza sul fatturato delle *capex* totali (del settore costruzioni e del settore concessioni) risultano coerenti tra Salini e Impregilo. In particolare:

- il CAGR 2013-2016 delle *capex* è sostenuto per entrambe le Società (26,9% per Impregilo, 38,9% per Salini);
- le incidenze delle *capex* sul fatturato di Salini e di Impregilo tendono a convergere lungo il periodo di piano. A fine piano (2016) tali incidenze sono pari a 7,2% per Impregilo e a 7,3% per Salini.

Differenziata tra i due gruppi è la dinamica dell'investimento in capitale circolante netto (*net working capital*, NWC¹³). Le difformità si spiegano alla

¹³ Esclusi i fondi per rischi / oneri e TFR.

luce delle specificità gestionali di Salini e Impregilo e dei relativi *backlog*¹⁴. Peraltro, si segnala che, con riguardo alle nuove commesse, le ipotesi di investimenti / disinvestimenti in capitale circolante netto sono omogenee per le Società.

3.2. L'applicazione del criterio di valutazione principale.

3.2.1. L'applicazione del criterio finanziario *unlevered*.

I valori economici di Impregilo e Salini, calcolati sulla base del criterio finanziario *unlevered*, sono riportati nella tabella n. 3.1.

Tabella n. 3.1 – I valori economici di Impregilo e Salini secondo il criterio finanziario *unlevered*.

Criterio finanziario <i>unlevered</i>		
(dati in € milioni)	Impregilo	Salini
Enterprise value (EV)	1.324	2.129
di cui valore Salini ex. partecipazione in Impregilo		848
Equity value complessivo (W)	1.469	1.426

Con riferimento agli aspetti applicativi, si segnala quanto segue:

- il valore attuale dei flussi di cassa *unlevered* del periodo di previsione analitica è stimato mediante l'attualizzazione, al costo medio ponderato del capitale (quantificato nei termini esposti nel punto successivo), dei *free cash flow* annui attesi nel periodo 2013-2018 per i complessi aziendali oggetto di valutazione. In particolare, (i) i flussi relativi al periodo 2013-2016 sono determinati sulla base dei piani di Salini e Impregilo approvati dai rispettivi CdA (descritti nei termini essenziali nel § 3.1); (ii) i flussi del periodo successivo (2017-2018) sono stati stimati attraverso un'estrapolazione dei dati di piano al fine di giungere ad una situazione a regime (c.d. "*steady state*") delle due Società.

¹⁴ In particolare si segnala che il NWC di Impregilo è influenzato nel periodo di piano dall'incasso dei corrispettivi già maturati sulle commesse venezuelane.

L'estrapolazione dei dati 2017-2018 è stata effettuata con l'obiettivo di giungere alla sostanziale convergenza delle dinamiche economico-finanziarie delle Società (a fine periodo di BP – 2016 – ancora significativamente influenzate dai progetti in *backlog*) verso una situazione rappresentativa di quella attesa nel medio-lungo termine (*steady state*), anche alla luce delle evidenze ritraibili dalle società comparabili. Nello *steady state*, infatti, il *backlog* è atteso in sostanziale esaurimento e i flussi reddituali delle due Società saranno generati esclusivamente dal *new order intake*¹⁵.

A seguito di approfondimenti svolti con il *management* di Impregilo, sono stati considerati nella valutazione gli effetti di taluni eventi attesi estranei all'attività ordinaria, apprezzandone il profilo di rischio;

- il costo medio ponderato del capitale (*wacc*), utilizzato ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa del periodo di previsione analitica, è pari al 14,6% per Impregilo e al 13,2% per Salini. Tali saggi sono stati stimati – sulla base della formula (3) riportata nel § 2.2.1 – assumendo a riferimento una struttura finanziaria “medio-rappresentativa” di settore e adottando parametri di mercato.

I diversi valori dei tassi delle due Società sono associati ai differenti profili di rischio dei Paesi in cui esse operano (misura differenziata di *country risk premium*).

I *wacc* delle Società apprezzano, tra l'altro, i profili di rischio connessi alla realizzazione dei piani aziendali (c.d. “*execution risk*”);

- il *terminal value* (TV) è calcolato capitalizzando – ad un tasso pari al costo medio ponderato del capitale (*wacc*) ridotto del saggio di crescita previsto nel lungo termine (*g*; cfr. *infra*) – il flusso di cassa *unlevered* atteso per il periodo successivo all'ultimo di previsione analitica. Nel

¹⁵ Si ricorda, infatti, che l'accordo strategico del 27 settembre 2012 (cfr. § 1.1) prevede la partecipazione in egual misura (50% ciascuna) delle due Società a tutte le gare/commesse (e ai relativi ricavi e costi) avviate e vinte successivamente alla data di efficacia dell'accordo.

dettaglio, tale flusso è stato stimato assumendo a riferimento il dato relativo all'ultimo esercizio di previsione analitica (2018), incrementato del saggio di crescita g . Ai fini della capitalizzazione del flusso terminale, si è assunta una misura di $wacc$ uguale per le due Società (corrispondente a quella utilizzata per Salini con riferimento al periodo di previsione analitica, pari al 13,2%);

- il tasso di crescita g è stato assunto in misura pari all'1,75%, in coerenza con i saggi di inflazione attesi nel lungo termine nell'Eurozona¹⁶;
- gli *equity investments* si riferiscono alle partecipazioni di minoranza (non consolidate) detenute da Impregilo e da Salini. Tali poste, il cui valore non è incluso nella stima dell'*enterprise value*, sono state valorizzate in ragione dei valori di bilancio (*carrying amount*) al 31 dicembre 2012;
- la posizione finanziaria netta (PFN), utilizzata ai fini della stima dell'*equity value* delle due Società, è calcolata sulla base dei dati contabili esposti nelle situazioni patrimoniali consolidate pro-forma di Impregilo e Salini al 31 dicembre 2012 (le cui componenti di pro-formazione sono state descritte nel § 1.3). Va osservato che la PFN di Impregilo è caratterizzata da poste attive (cassa e attività finanziarie prontamente liquidabili) superiori per importo a quelle passive (debiti finanziari). Per tale motivo essa è sommata all'*enterprise value* di Impregilo al fine di giungere alla stima dell'*equity value*. Nel caso di Salini, invece, la PFN è negativa (cioè, i debiti finanziari sono superiori alle poste attive sopra menzionate): ai fini della stima dell'*equity value* tale PFN è sottratta all'*enterprise value*;
- le *minorities* (interessenze di terzi) esprimono la quota del valore di Impregilo e Salini di pertinenza degli azionisti di minoranza in imprese partecipate dalle Società e consolidate integralmente nei bilanci di gruppo delle medesime. Tali interessenze di terzi, valorizzate nel caso di

¹⁶ I dati di inflazione attesa sono tratti dal *World economic outlook* di fonte International Monetary Fund (IMF), aprile 2013.

specie sulla base del dato di bilancio al 31 dicembre 2012, sono state sottratte dalla stima dell'*equity value* di Impregilo e Salini;

- il valore economico dell'interessenza detenuta da Salini nel capitale ordinario di Impregilo (88,83%) è pari al valore *pro quota* dell'*equity value* della partecipata¹⁷, stimato applicando il criterio in questione.

3.3. L'applicazione dei criteri di valutazione di controllo.

3.3.1. L'applicazione del criterio dei multipli di Borsa di società comparabili.

I valori economici di Impregilo e Salini, determinati sulla base del criterio dei multipli di Borsa di società comparabili, sono riportati nelle tabelle n. 3.2 e 3.3.

Tabella n. 3.2 – Multiplo EV / Ebitda: i valori economici di Impregilo e Salini.

(dati in € milioni)	<u>Campione allargato</u>				<u>Campione ristretto</u>			
	<u>Impregilo</u>		<u>Salini</u>		<u>Impregilo</u>		<u>Salini</u>	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Multiplo EV/Ebitda adj.	4,3x	3,9x	4,3x	3,9x	4,2x	3,9x	4,2x	3,9x
Equity value complessivo (W)	1.326	1.567	1.326	1.642	1.302	1.567	1.285	1.643

Tabella n. 3.3 – Multiplo EV / Ebit: i valori economici di Impregilo e Salini.

(dati in € milioni)	<u>Campione allargato</u>				<u>Campione ristretto</u>			
	<u>Impregilo</u>		<u>Salini</u>		<u>Impregilo</u>		<u>Salini</u>	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Multiplo EV/Ebit adj.	6,6x	6,0x	6,6x	6,0x	7,0x	6,3x	7,0x	6,3x
Equity value complessivo (W)	1.137	1.529	1.130	1.596	1.183	1.590	1.217	1.696

Con riferimento agli aspetti applicativi del criterio in esame, si segnala quanto segue:

¹⁷ Per le ragioni descritte nel § 2.1, nella stima del valore della partecipazione di Salini in Impregilo non è stato considerato il premio di maggioranza.

- il campione delle società comparabili di Impregilo e Salini utilizzato ai fini del calcolo dei multipli è stato costruito sulla base (i) delle informazioni desunte dai *database* finanziari Thomson Financial Reuters e Bloomberg e (ii) delle evidenze tratte dai *report* degli analisti che seguono Impregilo e altre società quotate del settore “costruzioni”. Il *panel* di *comparable* così individuato è composto da 10 società (nel seguito “Campione allargato”)¹⁸. Tra queste sono state identificate 4 imprese ritenute maggiormente comparabili (per attività svolta, area geografica e dimensione) rispetto a Impregilo e Salini (nel seguito “Campione ristretto”)¹⁹;
- con riferimento agli elementi informativi impiegati per il calcolo dei multipli (EV, Ebitda, Ebit), si segnala che, per ciascuna società del campione:
 - l’EV è pari alla capitalizzazione di Borsa (calcolata sulla base dei prezzi azionari medi, ponderati per i volumi negoziati, nei 3 mesi precedenti la data dell’11 giugno 2013) aggiustata, in aumento o in riduzione, per tener conto dei valori della PFN, degli *equity investment* e delle interessenze dei terzi (*minorities*). I valori di tali aggregati sono tratti dalle più recenti situazioni contabili disponibili;
 - i valori di Ebitda e di Ebit utilizzati sono quelli stimati dagli analisti finanziari per gli esercizi 2013 e 2014, tratti dal *consensus* di fonte Thomson Financial Reuters²⁰;
- i valori mediani dei moltiplicatori selezionati sono stati rettificati (in diminuzione) per tener conto del fatto che i multipli delle imprese comparabili risultano, in un periodo storico significativo,

¹⁸ Le società incluse nel Campione allargato sono le seguenti: Astaldi, Balfour Beatty, Bilfinger, Bouygues, Hochtief, Koninklijke BAM Groep, Lemminkainen, OHL, Skanska, Strabag.

¹⁹ Il Campione ristretto comprende le seguenti società: Astaldi, Hochtief, Skanska, Strabag.

²⁰ È stato escluso il multiplo basato sul *consensus* 2015 poiché i saggi di sviluppo del piano delle due Società e quelli considerati dagli analisti per i *comparable* non sono confrontabili.

sistematicamente e stabilmente più elevati di quelli osservati per Impregilo²¹;

- con riguardo ai dati specifici di Impregilo e Salini utilizzati nell'applicazione del metodo in esame si precisa che:
 - sono stati assunti i dati di Ebitda ed Ebit 2013 e 2014 di BP, rettificati, per Impregilo, al fine di eliminare l'effetto di poste non ricorrenti (“*non recurring items*”) in essi contenute;
 - le grandezze patrimoniali (*equity investments*, PFN e *minorities*) sono calcolate sulla base dei dati contabili esposti nelle più recenti situazioni patrimoniali consolidate di Impregilo e Salini, pro-formate nei termini esposti nel precedente § 1.3;
- a seguito di approfondimenti svolti con il *management*, l'*equity value* di Impregilo considera taluni effetti associati ad eventi attesi estranei all'attività ordinaria, apprezzati i relativi profili di rischio;
- il valore netto (ottenuto tramite l'applicazione dei moltiplicatori sopra indicati) degli elementi patrimoniali attivi e passivi di Salini diversi dalla partecipazione in Impregilo è stato rettificato, in riduzione, per le ragioni esposte nel § 2.1 (differente *status* dei titoli delle due Società);
- il valore economico dell'interessenza detenuta da Salini nel capitale ordinario di Impregilo (88,83%) è pari al valore *pro quota* dell'*equity value* della partecipata, stimato applicando il criterio in questione.

²¹ Il nuovo *Business Plan* di Impregilo sviluppa la previsione analitica dei flussi di cassa in termini più estesi di quella rappresentata nel piano precedentemente approvato dal *management* e noto ai mercati in funzione dell'OPA. Il nuovo piano non pare invece caratterizzarsi per saggi di sviluppo dei suoi aggregati significativamente diversi da quelli assunti nel *business plan* precedente.

3.3.2. L'applicazione del criterio dei multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa di Impregilo.

I valori economici delle Società, stimati sulla base del criterio dei multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa di Impregilo, sono riportati nelle tabelle n. 3.4 e 3.5²².

Tabella n. 3.4 – Multiplo EV/Ebitda implicito: i valori economici di Impregilo e Salini.

(dati in € milioni)	<u>Multipli impliciti nel consensus</u>				<u>Multipli impliciti nel BP</u>					
	Impregilo		Salini		Impregilo			Salini		
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Multiplo EV/Ebitda adj.	3,7x	3,2x	3,7x	3,2x	4,1x	3,0x	2,3x	4,1x	3,0x	2,3x
Equity value complessivo (W)	1.202	1.369	1.114	1.319	1.287	1.287	1.287	1.260	1.186	1.282

Tabella n. 3.5 – Multiplo EV/Ebit implicito: i valori economici di Impregilo e Salini.

(dati in € milioni)	<u>Multipli impliciti nel consensus</u>				<u>Multipli impliciti nel BP</u>					
	Impregilo		Salini		Impregilo			Salini		
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Multiplo EV/Ebit adj.	6,3x	4,9x	6,3x	4,9x	7,9x	4,7x	3,6x	7,9x	4,7x	3,6x
Equity value complessivo (W)	1.102	1.320	1.065	1.253	1.287	1.287	1.287	1.413	1.199	1.292

Come anticipato nel § 2.3.2, il criterio è stato applicato secondo due varianti, che si differenziano per le grandezze reddituali (Ebitda, Ebit) di Impregilo utilizzate per il calcolo dei moltiplicatori impliciti nella sua valorizzazione di Borsa.

Nella prima variante (“multipli impliciti nel *consensus*”) le grandezze reddituali utilizzate per il calcolo dei multipli impliciti sono tratte dai *consensus* stimati per Impregilo dagli analisti finanziari; (ii) nella seconda (“multipli impliciti nel BP”) le grandezze sono tratte dal BP di Impregilo.

Ciò posto, i principali aspetti applicativi sono riassunti nel seguito:

- i multipli selezionati sono l'EV/Ebitda e l'EV/Ebit;

²² La stima eseguita in base ai multipli impliciti nel BP di Impregilo è estesa al 2015 poiché i saggi di sviluppo dei piani delle due Società sono confrontabili.

- con riferimento agli elementi informativi impiegati per il calcolo dei multipli impliciti, si precisa che:
 - l'EV è pari alla capitalizzazione di Borsa (calcolata sulla base dei prezzi medi dell'azione Impregilo, ponderati per i volumi negoziati, nei 3 mesi precedenti la data dell'11 giugno 2013) rettificata (i) in riduzione, in ragione della PFN (attiva) e degli *equity investment* di Impregilo e (ii) in aumento, delle interessenze dei terzi (*minorities*) della medesima società. I valori di tali aggregati sono tratti dall'ultima situazione contabile disponibile della società, pro-formata nei termini indicati nel § 1.3;
 - i dati di Ebitda e di Ebit di Impregilo adottati sono: (i) nella prima variante ("multipli impliciti nel *consensus*") quelli stimati dagli analisti finanziari per gli esercizi 2013 e 2014, tratti dal *consensus* di fonte Thomson Financial Reuters; (ii) nella seconda variante ("multipli impliciti nel BP") quelli previsti nel BP di Impregilo per il periodo 2013-2015, rettificati in ragione dei c.d. "*non recurring items*";
- ai fini dell'applicazione dei multipli ottenuti si segnala quanto segue:
 - i multipli sono stati applicati ai dati di Ebitda ed Ebit (2013-2014 o 2013-2015 a seconda della variante) tratti dai BP di Impregilo e di Salini. In coerenza con le scelte adottate in sede di applicazione dei multipli di Borsa, gli Ebitda e gli Ebit di Impregilo sono stati rettificati al fine di eliminare l'effetto delle poste non ricorrenti;
 - le grandezze patrimoniali (*equity investments*, PFN e *minorities*) sono calcolate sulla base dei dati contabili esposti nelle situazioni patrimoniali consolidate di Impregilo e Salini più recenti disponibili, pro-formate nei termini esposti nel precedente § 1.3;
- in coerenza con quanto svolto nel § 3.3.1, a seguito di approfondimenti svolti con il *management*, l'*equity value* di Impregilo considera taluni

effetti associati ad eventi attesi estranei all'attività ordinaria, apprezzati i relativi profili di rischio;

- in coerenza con quanto svolto nel § 3.3.1, il valore netto degli elementi patrimoniali attivi e passivi di Salini diversi dalla partecipazione in Impregilo è stato rettificato, in riduzione, per la motivazione descritta al precedente § 2.1 (differente *status* dei titoli delle due Società);
- il valore economico dell'interessenza detenuta da Salini nel capitale ordinario di Impregilo (88,83%) è pari al valore *pro quota* dell'*equity value* della partecipata, stimato applicando il criterio in questione.

4. LE SINTESI VALUTATIVE E I RAPPORTI DI CAMBIO.

4.1. Capitale e numero di azioni di Impregilo e Salini.

Alla data della presente relazione, il capitale sociale di Impregilo è suddiviso in n. 402.457.937 azioni ordinarie e in n. 1.615.491 azioni di risparmio, prive del valore nominale. Gli strumenti finanziari in parola sono quotati presso il Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana S.p.A. Alla medesima data, il capitale sociale di Salini è suddiviso in n. 62.400.000 azioni ordinarie del valore nominale unitario di € 1,00. Si precisa inoltre che, alla data in questione, entrambe le società non detengono azioni proprie in portafoglio.

Ciò posto, va segnalato che la fusione in esame si realizzerà mediante il concambio delle azioni ordinarie di Salini con azioni ordinarie di Impregilo. Le azioni di risparmio di Impregilo non sono quindi oggetto di concambio.

In tale contesto, i valori economici unitari delle azioni ordinarie di Impregilo e Salini, rilevanti per il calcolo del rapporto di cambio, sono determinati rapportando distintamente i valori economici del capitale (*equity value*) di Impregilo e Salini, stimati adottando i criteri descritti nel cap. 2 nei termini esposti nel cap. 3, alle basi azionarie di ciascuna Società.

In particolare, per il calcolo del valore economico unitario delle azioni ordinarie di Impregilo occorre considerare la compresenza nel capitale sociale

della società anche delle azioni di risparmio. A questo riguardo, secondo la più consolidata prassi e la più autorevole dottrina in materia, il valore economico unitario dell'azione ordinaria è ottenuto dividendo il valore economico complessivo del capitale delle Società (*equity value*) per il numero delle c.d. "azioni ordinarie equivalenti". Il numero complessivo delle azioni ordinarie equivalenti è il risultato della somma (i) del numero delle azioni ordinarie della società e (ii) di quello delle azioni di risparmio opportunamente riespresso. La riespressione del numero di azioni di risparmio è eseguita in funzione del rapporto fra i prezzi medi di Borsa delle due tipologie di azioni calcolati lungo un orizzonte temporale significativo. Nel caso di specie, l'orizzonte temporale assunto ai fini in parola è pari a 3 mesi solari antecedenti l'11 giugno 2013²³. Nella tabella n. 4.1 si espone il procedimento di calcolo del numero di "azioni ordinarie equivalenti" di Impregilo.

Tabella n. 4.1 – La determinazione del numero di "azioni ordinarie equivalenti" di Impregilo.

Calcolo azioni ordinarie equivalenti Impregilo	
N. azioni ordinarie	402.457.937
N. azioni di risparmio	1.615.491
Rapporto tra prezzo medio azione di risparmio e prezzo medio azione ordinaria	4,6x
N. azioni di risparmio riespresso in azioni ordinarie	7.450.195
N. azioni "ordinarie equivalenti"	409.908.132

4.2. I valori delle azioni e il rapporto di cambio.

Nel presente paragrafo si stima il rapporto di cambio tra le azioni di Impregilo e quelle di Salini sulla base dei criteri identificati. In particolare, nella tabella n. 4.2 sono riportati, distintamente per ciascuno dei criteri (finanziario *unlevered*, multipli di Borsa, multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa di Impregilo):

²³ In particolare, il rapporto in parola è stato quantificato tramite il confronto tra le medie, ponderate per i volumi scambiati, dei prezzi di riferimento delle due categorie di azioni di Impregilo (di risparmio e ordinarie) nel periodo menzionato (fonte: Thomson Financial Reuters).

- i valori economici complessivi (*equity value*) delle Società stimati nella prospettiva della fusione;
- i valori economici unitari delle azioni ordinarie di Impregilo e Salini, ottenuti rapportando l'*equity value* di ciascuna società al numero delle azioni (ordinarie per Salini e “ordinarie equivalenti” per Impregilo);
- il conseguente rapporto di cambio, consistente nel numero di azioni ordinarie della società incorporante (Impregilo) da offrire in sostituzione (concambio) di ogni azione ordinaria dell’incorporata (Salini) che sarà consegnata a servizio della fusione;
- la risultante interessenza di Salini Costruttori S.p.A. nel capitale ordinario di Impregilo *post* fusione.

I risultati esposti nella tabella n. 4.2 possono essere utilmente riportati a sintesi:

- con riguardo ai multipli di Borsa di società comparabili, mediando, per ciascun anno di riferimento (2013 e 2014) e per ciascun campione considerato (allargato e ristretto), i rapporti di cambio risultanti dall’applicazione dei multipli EV/Ebitda e EV/Ebit;
- analogamente, con riguardo ai multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa di Impregilo, mediando, per ciascun anno di riferimento (2013-2014 o 2013-2015 a seconda della variante) e per ciascuna modalità applicativa (multipli impliciti nel *consensus* e multipli impliciti nel BP), i rapporti di cambio risultanti dall’applicazione dei multipli EV/Ebitda e EV/Ebit.

Tale rappresentazione di sintesi è riassunta nella terzultima colonna della tabella n. 4.2.

Tabella n. 4.2 – I valori economici complessivi e unitari di Impregilo e Salini e i conseguenti rapporti di cambio ottenuti a seguito dell'applicazione dei criteri.

Tabella n. 4.2.a) Valori economici complessivi e unitari di Impregilo e Salini e i conseguenti rapporti di cambio ottenuti a seguito dell'applicazione dei criteri									
		Impregilo		Salini		Rapporto di cambio		Azionariato post fusione*	
		complessivo (€ milioni)	azione (€)	complessivo (€ milioni)	azione (€)			% Salini Costruttori	
Criterio finanziario <i>unlevered</i>		1.469	3,58	1.426	22,85	6,38x		89,85%	
Tabella n. 4.2.b) Valori economici complessivi e unitari di Impregilo e Salini e i conseguenti rapporti di cambio ottenuti a seguito dell'applicazione dei criteri									
		Impregilo		Salini		Rapporto di cambio		Azionariato post fusione*	
		W complessivo (€ milioni)	W per azione (€)	W complessivo (€ milioni)	W per azione (€)			% Salini Costruttori	% Salini Costruttori medio
						Puntuale	Medio		
Campione allargato	2013	EV/Ebit	1.137	2,77	1.130	18,11	6,53x	90,07%	90,09%
		EV/Ebitda	1.326	3,23	1.326	21,25	6,57x	90,12%	
	2014	EV/Ebit	1.529	3,73	1.596	25,58	6,86x	90,49%	90,51%
		EV/Ebitda	1.567	3,82	1.642	26,32	6,88x	90,53%	
Campione ristretto	2013	EV/Ebit	1.183	2,88	1.217	19,50	6,76x	90,37%	90,18%
		EV/Ebitda	1.302	3,18	1.285	20,59	6,48x	90,00%	
	2014	EV/Ebit	1.590	3,88	1.696	27,19	7,01x	90,68%	90,60%
		EV/Ebitda	1.567	3,82	1.643	26,32	6,89x	90,53%	
Tabella n. 4.2.c) Valori economici complessivi e unitari di Impregilo e Salini e i conseguenti rapporti di cambio ottenuti a seguito dell'applicazione dei criteri									
		Impregilo		Salini		Rapporto di cambio		Azionariato post fusione*	
		W complessivo (€ milioni)	W per azione (€)	W complessivo (€ milioni)	W per azione (€)			% Salini Costruttori	% Salini Costruttori medio
						Puntuale	Medio		
Multipli impliciti nel consensus	2013	EV/Ebit	1.102	2,69	1.065	17,07	6,35x	89,81%	89,61%
		EV/Ebitda	1.202	2,93	1.114	17,85	6,09x	89,42%	
	2014	EV/Ebit	1.320	3,22	1.253	20,08	6,24x	89,64%	89,71%
		EV/Ebitda	1.369	3,34	1.319	21,14	6,33x	89,78%	
Multipli impliciti nel BP	2013	EV/Ebit	1.287	3,14	1.413	22,65	7,21x	90,92%	90,42%
		EV/Ebitda	1.287	3,14	1.260	20,19	6,43x	89,93%	
	2014	EV/Ebit	1.287	3,14	1.199	19,22	6,12x	89,47%	89,42%
		EV/Ebitda	1.287	3,14	1.186	19,01	6,05x	89,37%	
	2015	EV/Ebit	1.287	3,14	1.292	20,70	6,59x	90,15%	90,12%
		EV/Ebitda	1.287	3,14	1.282	20,55	6,54x	90,08%	

* : si riferisce alle sole azioni ordinarie

4.3. Le analisi di sensitività.

Chi scrive ha sottoposto ad analisi di sensitività i risultati ottenuti mediante l'applicazione del criterio principale (finanziario *unlevered*) al fine di trarre ulteriori elementi di valutazione in merito alla stabilità relativa dei valori economici e dei conseguenti concambi al mutare della misura delle principali variabili soggette a stima.

In particolare, chi scrive ha inteso saggiare le variazioni dei valori economici e dei rapporti di cambio al mutare, nell'ambito di intervalli ragionevoli e adottando ipotesi tra loro coerenti, (i) di talune ipotesi sottese allo sviluppo industriale dei *business plan* delle due Società e (ii) di specifici parametri valutativi di mercato e di contesto. Le variabili sottoposte ad analisi di sensitività, in termini omogenei per entrambe le società, sono le seguenti:

- il valore atteso annuo delle nuove commesse (c.d. “*new order intake*”) e dei correlati ricavi. In particolare, si è ipotizzata una variazione pari al $\pm 5\%$, per ogni anno di piano, dei dati di ricavo attesi derivanti da nuovi ordini;
- la redditività operativa (*Ebit margin*) relativa al *new order intake*. Ai fini delle analisi di sensitività, tale redditività è stata aumentata / diminuita, per ogni anno del periodo di previsione e ai fini del calcolo del *terminal value*, in misura pari a $0,5\%$ (*50 basis point*);
- il costo medio ponderato del capitale (*wacc*), assunto entro un *range* di $\pm 0,5\%$ rispetto alla misura di riferimento (periodo di previsione analitica: $14,6\%$ per Impregilo, $13,2\%$ per Salini; perpetuità: $13,2\%$ per entrambe le Società);
- il tasso di crescita dei flussi di cassa atteso nel lungo termine (*g*), variato in misura pari al $\pm 0,5\%$ rispetto all'ipotesi di base ($1,75\%$).

Ad esito delle analisi sopra esposte, si osserva che la variabilità del rapporto di cambio (tra le azioni ordinarie di Salini e quelle di Impregilo), risultante dall'applicazione del criterio finanziario *unlevered* al mutare degli *input* valutativi selezionati si muove nell'ambito di una fascia relativamente contenuta. In particolare:

- la variazione congiunta dei ricavi e dell'*Ebit margin* relativi al *new order intake*, nei termini sopra indicati, definisce un intervallo di rapporti di cambio compresi tra 5,82 e 6,82 azioni ordinarie di Impregilo per ogni azione di Salini, con uno scostamento di circa $\pm 9\%$ degli estremi

dell'intervallo rispetto al valore ottenuto nello scenario "base" (6,38, cfr. § 4.2);

- la variazione congiunta del wacc e del saggio di crescita g , nei termini sopra indicati definisce un intervallo di rapporti di cambio compresi tra 6,07 e 6,70 azioni ordinarie di Impregilo per ogni azione di Salini, con uno scostamento di circa $\pm 5\%$ degli estremi dell'intervallo rispetto al valore ottenuto nello scenario "base".

4.4. I limiti, gli assunti e le principali difficoltà valutative.

La presente stima deve essere apprezzata alla luce dei limiti e degli assunti sottesi al lavoro svolto e delle difficoltà valutative affrontate nel caso di specie.

Con riguardo ai limiti e agli assunti si segnala che:

- si è fatto pieno affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza degli elementi informativi forniti dal *management* delle due Società, nonché dei dati tratti dalle banche dati utilizzate (cfr. § 1.3). Inoltre, il *management* ha rappresentato a chi scrive che, rispetto agli elementi informativi forniti, non esistono, alla data della presente relazione, nuovi fatti, eventi o circostanze che possono modificare significativamente il quadro informativo rappresentato al sottoscritto. Nessun riscontro è stato pertanto svolto dal sottoscritto con riguardo a tali aspetti;
- le proiezioni economico-finanziarie di Impregilo e Salini impiegate nella valutazione sono per natura caratterizzate da elementi di aleatorietà e incertezza. Chi scrive ha assunto che le proiezioni in parola rappresentino la stima più accurata e verosimile dell'evoluzione attesa per i complessi aziendali oggetto di fusione. Non sono state svolte analisi in merito alla validità e razionalità del disegno strategico sottostante l'evoluzione economico-finanziaria delle due Società. In proposito si evidenzia che i piani economico-finanziari in questione sono stati predisposti dai

- management* (e approvati dai rispettivi CdA) con il supporto del consulente strategico The Boston Consulting Group;
- nessun riscontro è stato svolto da chi scrive circa la correttezza e la completezza delle situazioni patrimoniali pro-forma al 31 dicembre 2012 e al 31 marzo 2013 impiegate nella stima, nonché la conformità delle valutazioni di bilancio alla normativa contabile applicabile alla fattispecie;
 - l'utilizzo di dati (quali i coefficienti beta e i multipli di Borsa) tratti da osservazioni di mercato si fonda sul presupposto che essi siano applicabili ai complessi aziendali oggetto di fusione, in quanto riferiti a realtà comparabili con quelle in esame. Va tuttavia sottolineato che, alla luce della specificità che caratterizza ciascuna realtà imprenditoriale considerata, tale comparabilità è comunque parziale;
 - le analisi svolte non hanno riguardato l'individuazione di eventuali passività potenziali che non fossero riportate nei documenti resi disponibili in *data room*. Nessuna analisi è stata effettuata circa l'attitudine alla continuità aziendale ("*going concern*") delle due Società oggetto di fusione.

Si segnalano inoltre le seguenti difficoltà valutative riscontrate nel caso di specie:

- con riferimento alle commesse ad oggi esistenti e contrattualizzate (c.d. "*backlog*"), i piani ipotizzano, secondo quanto rappresentato dal *management*, flussi (di ricavi e di costi) e consistenze (attività e di passività) coerenti con quanto stabilito negli accordi con i committenti. Non è possibile escludere tuttavia che eventi futuri possano modificare anche significativamente i profili quantitativi e/o temporali dei flussi e delle consistenze rivenienti da tali commesse;
- come rilevato nel § 3.1, una parte significativa dei ricavi e dei margini operativi attesi nel periodo di piano (2013-2016) è associata a commesse

di cui è presunta l'acquisizione (c.d. "*new order intake*"). Tenuto conto della natura del *business* delle costruzioni infrastrutturali (numero limitato di commesse aventi significativo valore unitario), le nuove acquisizioni rappresentano un rilevante elemento di aleatorietà. Chi scrive ha apprezzato tale profilo di incertezza nella stima dei tassi di attualizzazione e nelle analisi di sensitività, assumendo ipotesi più prudentziali con riferimento ai ricavi e alla marginalità attesi dalle nuove commesse (cfr. § 4.3);

- il *business* di Impregilo e Salini si sviluppa in prospettiva internazionale ed è quindi esposto a rischi geopolitici significativi. A titolo di esempio, si segnalano, per Impregilo, le commesse venezuelane e, per Salini, quelle africane (Etiopia, ecc.). Chi scrive, in sede di applicazione del criterio finanziario *unlevered* (cfr. § 3.2.1), ha apprezzato tali rischi valutando separatamente le attività dislocate in contesti relativamente più rischiosi e incorporando nelle stime riferite alle attività in parola il maggior rischio Paese riferito a tali contesti;
- il piano di Impregilo ipotizza, tra l'altro:
 - l'incasso, nel corso del 2014, della penale (€ 97 milioni, al netto delle imposte) relativa alla risoluzione del contratto di appalto per la costruzione del ponte sullo Stretto di Messina stipulato tra lo Stato italiano e la società Eurolink S.C.p.A. ("Eurolink") appartenente al gruppo. Si precisa che tale aspetto è oggetto di contenzioso, in relazione al quale, ad oggi, non sono ancora state assunte decisioni degli organi giudicanti o in genere degli enti pubblici di riferimento;
 - l'incasso dei crediti derivanti dal contenzioso Fibe – CDR Campania per € 205 milioni nel 2013 (prezzo di cessione degli *asset* CDR, al netto degli oneri accessori) e per € 53 milioni nel 2014 (corrispettivo per la fornitura di servizi di rendicontazione). Al riguardo, va osservato che la Corte di Cassazione, con sentenza



resa nell'aprile 2013, si è espressa in senso favorevole ad Impregilo;

- la vendita, nel corso del 2013, di alcune partecipazioni del settore Impianti (Fisia, Fisia Babcock, Shangai Pucheng) e delle concessioni italiane.

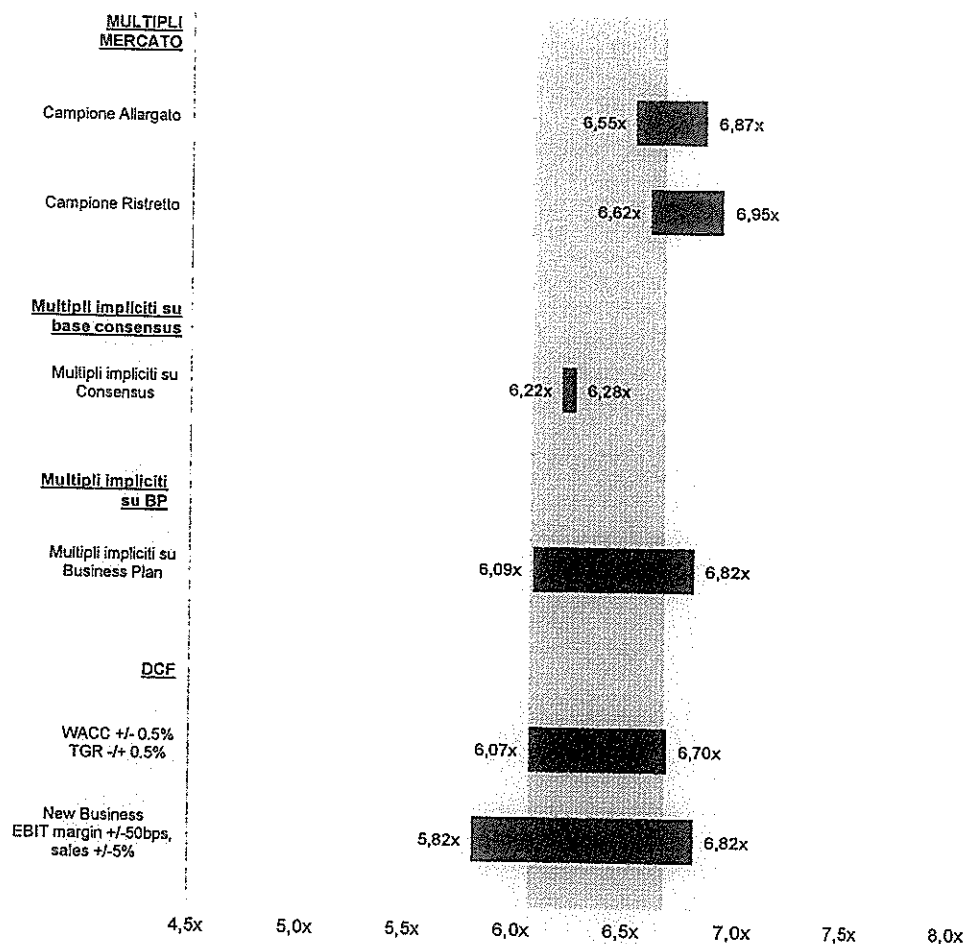
Il quadro degli eventi sopra indicati risulta, allo stato, caratterizzato da rilevanti profili di incertezza. Di tali profili di incertezza si è tenuto conto nelle stime;

- le stime di Impregilo presentano elementi di complessità per quanto attiene alla suddivisione del valore complessivo della società tra le azioni ordinarie e quelle di risparmio. In particolare, premesso che tale suddivisione è stata svolta, secondo prassi, sulla base del calcolo delle “azioni ordinarie equivalenti”, le complessità sono legate alla scelta del periodo temporale di calcolo dei rapporti tra i prezzi di mercato delle azioni di risparmio e ordinarie.

4.5. Conclusioni sul rapporto di cambio.

Le analisi svolte hanno condotto a definire intervalli significativi di rapporti di cambio con l'ausilio del criterio principale di stima descritto nelle sue applicazioni al § 3.2.1 e con l'ausilio dei criteri di controllo descritti nei §§ 3.3.1 e 3.3.2. Tali intervalli di valori sono rappresentati nella tabella 4.2. Il § 4.3 descrive gli esiti dell'analisi di sensitività. La sintesi degli intervalli dei rapporti di cambio rilevanti è riportata nella figura 4.3, assumendo, per quanto attiene i multipli di Borsa e i multipli impliciti, i valori medi e, per quanto attiene il metodo principale, l'esito dell'analisi di sensitività nei suoi estremi di 6,07 e 6,70 (cfr. § 4.3).

Figura n. 4.3 – La sintesi dei rapporti di cambio.



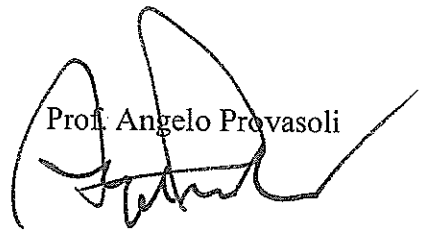
I dati riportati nella figura citata consentono di osservare conclusivamente che:

- il criterio principale di stima (finanziario *unlevered*) individua un intervallo significativo di rapporti di cambio compreso tra un minimo di 6,07 e un massimo di 6,70, con un riferimento centrale di 6,38;
- i metodi di controllo (multipli impliciti e multipli di Borsa) confermano, nel complesso, le risultanze ottenute mediante l'adozione del metodo principale, segnalando tuttavia rapporti di cambio che si collocano anche in prossimità del margine superiore dell'intervallo designato dal criterio principale.

* * *

Conclusivamente, all'esito del processo di stima condotto, in coerenza con l'incarico ricevuto (cfr. § 1.1), sulla base degli elementi informativi analizzati (cfr. § 1.3), dei metodi valutativi adottati (sia principale, sia di controllo), richiamati i limiti, gli assunti e le difficoltà valutative indicati nel § 4.4, tenuto anche conto delle analisi di sensitività condotte (i cui esiti sono sintetizzati nel § 4.3), chi scrive ritiene che l'intervallo compreso tra 6,07 e 6,70 azioni ordinarie di Impregilo per una azione ordinaria di Salini descriva l'insieme dei rapporti di cambio più significativi ed ugualmente congrui.

Milano, 24 giugno 2013


Prof. Angelo Provasoli



SALINI SPA E IMPREGILO SPA

**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE AI SENSI
DELL'ARTICOLO 2501-BIS, QUINTO COMMA, DEL CODICE
CIVILE**

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501-BIS, QUINTO COMMA, DEL CODICE CIVILE

Agli Azionisti delle Società

Salini SpA e Impregilo SpA (di seguito il "Gruppo" o le "Società").

- 1 Abbiamo esaminato, ai sensi dell'articolo 2501-bis, quinto comma, del Codice Civile, il piano economico-finanziario relativo al periodo 2013–2016 (di seguito il "Piano") della società risultante dalla progettata fusione (c.d. inversa) per incorporazione in Impregilo SpA di Salini SpA (di seguito la "Fusione") contenente i dati previsionali, le ipotesi e gli elementi posti alla base della sua formulazione, riportato nel Progetto di Fusione approvato dagli Organi Amministrativi delle Società in data 24 giugno 2013.
La responsabilità della redazione del Piano, nonché delle ipotesi e degli elementi posti alla base della sua formulazione, compete agli Organi Amministrativi delle Società.
- 2 Il Piano è stato predisposto dagli Organi Amministrativi delle Società per essere incluso nel Progetto di Fusione e nella Relazione di cui all'articolo 2501-quinquies del Codice Civile, che illustra e giustifica il Progetto di Fusione tra le Società. Il Piano è basato su un insieme di ipotesi che includono anche assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri ed azioni che dovranno essere intraprese da parte degli Organi Amministrativi. Le principali assunzioni relative al periodo 2013–2016 sono state evidenziate nel successivo paragrafo 3.
- 3 Il Piano è stato redatto su base consolidata, assumendo l'avvenuta esecuzione della Fusione, utilizzando i principi contabili internazionali IAS/IFRS adottati dal Gruppo, in continuità con i bilanci consolidati delle Società al 31 dicembre 2012. La situazione patrimoniale di riferimento per la costruzione del Piano è riferita alla data del 31 dicembre 2012. Al fine di una più omogenea rappresentazione delle grandezze patrimoniali, economiche e finanziarie del Gruppo successivamente alla Fusione, la situazione patrimoniale e finanziaria consolidata del Gruppo Salini al 31 dicembre 2012 considera, a livello di ipotesi, il consolidamento integrale del Gruppo Impregilo, evidenziando la quota di patrimonio netto che a tale data era di pertinenza degli azionisti diversi da Salini quale patrimonio netto di terzi. Inoltre si evidenzia che il processo di *Purchase Price Allocation*, previsto in caso di cambio di controllo secondo i principi contabili applicati, è ancora in corso e verrà completato nei termini previsti dai principi contabili stessi. Ai fini del Piano, la differenza emergente fra il *fair value* del prezzo sostenuto per l'acquisizione del controllo ed il *fair value* delle attività nette acquisite è stata determinata sulla base della situazione patrimoniale consolidata della Impregilo SpA alla data di acquisizione del controllo ed è stata preliminarmente allocata quale componente positivo del Patrimonio Netto consolidato. Il completamento del processo di *Purchase Price Allocation* potrà condurre ad una più puntuale allocazione dei valori a specifiche attività, passività o passività potenziali. Tuttavia il suddetto completamento del processo non influisce sulla dinamica dei flussi di cassa e della posizione finanziaria netta della società risultante dalla fusione. Qualora venisse deciso l'affrancamento fiscale dei valori emergenti dal processo di

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.812.000,00 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 70124 Via Don Luigi Guanella 17 Tel. 0805640211 - Bologna Zola Predosa 40069 Via Tevere 18 Tel. 0516186211 - Brescia 25123 Via Borgo Pietro Wuhrer 23 Tel. 0303697501 - Catania 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - Firenze 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - Genova 16121 Piazza Dante 7 Tel. 01029041 - Napoli 80121 Piazza dei Martiri 58 Tel. 08136181 - Padova 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - Palermo 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - Parma 43100 Viale Tanara 20/A Tel. 0521242848 - Roma 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - Torino 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - Trento 38122 Via Grazioli 73 Tel. 0461237004 - Treviso 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - Trieste 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - Udine 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - Verona 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001

Purchase Price Allocation, potrebbero esservi effetti positivi sui flussi finanziari complessivi del periodo di Piano.

Il Piano si basa sulle seguenti principali assunzioni relativamente al periodo 2013–2016:

- a. I flussi economici e finanziari attesi per il periodo di Piano 2013-2016 sono stati elaborati tenendo conto:
- i. dei cronoprogrammi delle singole commesse già presenti al 31 dicembre 2012 nel portafoglio dei lavori di costruzione delle società partecipanti alla fusione (*backlog*). Il portafoglio ordini a fine 2012 ammonta a 19,9 miliardi di euro e contribuirà per oltre il 60% alle previsioni economiche di Piano 2013-2016 (ricavi e margini Ebitda ed Ebit) ovvero per circa 13,8 miliardi di euro in termini di ricavi nel periodo 2013-2016. Tali ricavi sono stati stimati secondo previsioni dettagliate per il singolo progetto in base alle informazioni disponibili a maggio 2013;
 - ii. delle previsioni di acquisizione delle nuove commesse nel corso del periodo di Piano in base ad una rigorosa selezione delle opportunità commerciali seguendo ben precisi parametri di redditività e di generazione di cassa stabiliti come criteri guida per le future iniziative commerciali sempre più orientate all'acquisizione di grandi commesse e al rafforzamento della presenza in paesi ben identificati, che offrono un elevato potenziale di sviluppo, tenendo anche in considerazione l'accordo strategico e commerciale sottoscritto tra i due Gruppi; durante l'intero arco di piano, si prevedono ricavi cumulati in complessivi 23,3 miliardi di euro, una raccolta dei nuovi ordini pari a 29,8 miliardi di euro e un rapporto tra nuovi ordini e ricavi (*book-to-bill*) superiore all'unità. I relativi ricavi sono previsti nel Piano secondo il principio del *cost to cost* utilizzato in sede di redazione del bilancio; il margine operativo (EBIT) di progetto (prima dei costi centrali) relativo ai progetti di futura acquisizione è stato stimato pari al 10% dei ricavi contrattuali previsti, inferiore rispetto alla media 2013 - 2016 dei progetti in portafoglio al 31 dicembre 2012 (era pari al 10,9% al netto delle previsioni riferite alla risoluzione del contratto di appalto per la costruzione del ponte sullo Stretto di Messina) e coerente con le ipotesi dei nuovi ordini secondo quanto previsto dall'accordo commerciale Impregilo-Salini;
 - iii. della stima delle sinergie di costo ottenibili attraverso interventi mirati al recupero di efficienza in specifiche aree funzionali. A questo proposito, si stima che il valore delle sinergie a regime (a partire dal 2016) possa raggiungere i 100 milioni di euro all'anno. Le sinergie potenziali identificate fanno riferimento principalmente a: (i) risparmi su acquisti di cantiere, acquisti di servizi per i cantieri e costi centrali; (ii) risparmi su acquisti e una migliore rotazione di macchine e impianti;
 - iv. dell'incremento dei costi centrali netti in valore assoluto e su base annua sebbene, per effetto delle economie di scala, l'incidenza percentuale di tali costi rispetto ai ricavi complessivi si riduca progressivamente lungo l'orizzonte temporale del Piano (dal 3,8% nel 2013 al 3,0% nel 2016);

- v. dei costi non ricorrenti legati all'operazione di fusione e stimati in circa 25 milioni di euro;
- vi. degli investimenti previsti che, relativamente al *backlog*, sono stati stimati in linea col cronoprogramma dei diversi progetti e includono una spesa complessiva nel periodo di Piano pari a 192 milioni di euro e, relativamente alle nuove acquisizioni, sono stati stimati pari al 2,8% del valore dell'*order intake* per i progetti italiani e al 6,5% dell'*order intake* per i progetti esteri che considerano una minore incidenza media dei *sub-contractos* rispetto ai progetti italiani, per un valore complessivamente equivalente ad investimenti medi, per ciascun anno di Piano, per circa 325 milioni di euro. Relativamente agli investimenti in concessioni e in altri business si prevede un importo complessivo pari a circa 256 milioni di euro (complessivi di concessioni in *backlog* e *new order intake*);
- vii. della dinamica del circolante nel periodo 2013-2016, stimata ipotizzando giorni medi di incasso e di pagamento costanti negli anni di Piano ed in linea con la media storica delle due società, valutando assunzioni specifiche su alcuni progetti siti in determinate aree geografiche. Infine, per i progetti in portafoglio a fine 2012, sono state considerate le dinamiche di rimborso degli anticipi in coerenza con i preventivi delle relative commesse, mentre, per i nuovi progetti che saranno acquisiti nel periodo 2013-2016, è stata considerata un'ipotesi di anticipi pari al 10% del valore della singola commessa nei progetti in Africa, EU e Asia, al 7% nel resto del mondo e nullo in Italia;
- viii. della stima degli ammortamenti sulla base della vita economico-tecnica prevista;
- ix. della stima dei proventi ed oneri finanziari in base all'evoluzione dell'indebitamento finanziario netto;
- x. della stima delle imposte determinata con una tassazione annua media del 33% dell'EBT.

b. Operazioni di particolare rilevanza o di natura non ricorrente

Il Piano riflette le previsioni di sviluppo delle attività delle costruzioni in coerenza con la scelta strategica operata dal management di focalizzazione sul core business delle costruzioni e pertanto incorpora gli effetti delle operazioni di natura non ricorrente per le quali si prevedono incassi netti pari a complessivi 551 milioni di euro circa nel 2013 e 128 milioni di euro circa nel 2014, da realizzarsi anche attraverso (a) la cessione delle partecipazioni del business "Impianti", (b) la valorizzazione, realizzabile anche attraverso la cessione, di alcune partecipazioni in progetti in concessioni c.d. *greenfield*, (c) l'incasso delle pretese risarcitorie vantate dal Gruppo Impregilo nei confronti della pubblica amministrazione e riferite ai costi sostenuti in passato per la realizzazione nella regione Campania degli impianti ex-CDR per la parte non ancora ammortizzata alla data di risoluzione ex-lege dei relativi contratti di affidamento dei servizi di smaltimento rifiuti e (iv) dei crediti vantati dal Gruppo Impregilo verso le pubbliche amministrazioni campane e riferiti all'attività di gestione degli impianti ex-CDR per il periodo transitorio di gestione commissariale.

Una parte di tali incassi è relativa alla vendita del 6,5% della partecipazione residua in EcoRodovias Infraestrutura e Logística S.A. (187 milioni di euro), già realizzata nella prima parte dell'esercizio 2013.

Sono stimati, inoltre, costi per complessivi 100 milioni di euro riferiti agli oneri accessori all'acquisizione del controllo di Salini su Impregilo ed al rifinanziamento del debito con prevista emissione di un prestito obbligazionario (*bond*) da complessivi 500 milioni di euro.

c. Altre assunzioni

Nel Piano consolidato è stata considerata un'ipotesi di *payout ratio* del 40% nel periodo 2014-2016.

d. Analisi di variabilità

Il Management delle Società ha ritenuto opportuno effettuare alcune considerazioni aggiuntive con riferimento alla variabilità dei risultati prospettati; tali analisi sono state svolte in funzione del verificarsi di talune situazioni secondo profili quantitativi o temporali differenti rispetto a quanto ad oggi ritenuto dal Management ragionevolmente prevedibile.

In particolare tali analisi di variabilità sono state effettuate con riferimento:

- i. alle commesse ad oggi esistenti e contrattualizzate (c.d. "*backlog*");
- ii. ai ricavi ed ai margini operativi attesi nel periodo di Piano in merito alle commesse di cui è presunta l'acquisizione (c.d. "*new order intake*");
- iii. alle attività dislocate in contesti relativamente più rischiosi;
- iv. ad alcuni contenziosi, la cui tempistica di incasso potrebbe subire slittamenti per effetto della differente manifestazione delle relative dinamiche contenziose e/o esecutive rispetto a quanto ipotizzato nel Piano. Tali aspetti sono stati analizzati con particolare riferimento all'incasso, previsto a Piano nel 2014, della penale (97 milioni di euro, al netto delle imposte) relativa alla risoluzione del contratto di appalto per la costruzione del ponte sullo Stretto di Messina stipulato tra lo Stato Italiano e la società Eurolink S.C.p.A. ed all'incasso dei crediti derivanti dal contenzioso Fibe – CDR Campania per 205 milioni di euro e per 53 milioni di euro previsti a Piano rispettivamente nel 2013 e nel 2014. La tempistica precisa di tali incassi potrebbe subire slittamenti per effetto della differente manifestazione delle relative dinamiche contenziose e/o esecutive rispetto a quanto ipotizzato nel Piano;
- v. alla vendita, prevista nel corso del 2013, di alcune partecipazioni del settore Impianti e delle concessioni italiane, cui potrebbe essere attribuito un maggior grado di incertezza rispetto alle altre ipotesi di dismissione considerate nel Piano.



Assurance Engagements (ISAE) 3400 - "The Examination of Prospective Financial Information" emesso dall'IFAC - *International Federation of Accountants* che rappresenta uno standard di riferimento per tale tipologia di lavori.

- 5 Sulla base dell'esame degli elementi probativi a supporto delle ipotesi e degli elementi utilizzati nella formulazione del Piano, come descritti dagli Organi Amministrativi nelle note di corredo al Piano, non siamo venuti a conoscenza di fatti tali da farci ritenere, alla data odierna, che le suddette ipotesi ed elementi non forniscano una base ragionevole per la predisposizione del Piano. Inoltre, a nostro giudizio, il Piano è stato predisposto utilizzando coerentemente le ipotesi e gli elementi sopra citati ed è stato elaborato sulla base di principi contabili omogenei rispetto a quelli applicati dalle Società per la predisposizione dei bilanci consolidati.
- 6 Va tuttavia evidenziato 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, gli scostamenti fra valori consuntivi e valori preventivati nel Piano potrebbero essere significativi. Ciò anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni ipotetiche, descritte in sintesi al precedente paragrafo 3, si manifestassero.
- 7 La presente relazione è stata predisposta ai soli fini di quanto previsto dall'articolo 2501-bis, quinto comma, del Codice Civile, nell'ambito del Progetto di Fusione e non può essere utilizzata in tutto o in parte per altri scopi.
- 8 Non assumiamo la responsabilità di aggiornare la presente per eventi o circostanze che dovessero manifestarsi dopo la data odierna.

Milano, 28 giugno 2013

PricewaterhouseCoopers SpA

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Andrea Brivio".

Andrea Brivio
(Revisore legale)



**BAKER TILLY
REVISA**

Società di Revisione e
Organizzazione Contabile
40125 Bologna
Via Guido Reni 2/2
Italy

T: +39 051 267141
F: +39 051 267547

www.bakertillyrevisa.it

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI
DEGLI ARTICOLI 2501-SEXIES E 2501-BIS, QUARTO
COMMA, DEL CODICE CIVILE**

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

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

1. Motivo ed oggetto dell'incarico

Su istanza di nomina sottoscritta congiuntamente dalla Impregilo S.p.A. (nel seguito, "Impregilo") e dalla Salini S.p.A. (nel seguito "Salini") con provvedimento del 14 giugno 2013, depositato in data 25 giugno 2013, il Tribunale di Milano ha nominato la Baker Tilly Revisa S.p.A., in qualità di esperto comune designato ai sensi e per gli effetti degli artt. 2501-sexies e 2501-bis, quarto comma del Codice Civile, per la redazione della relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni di Impregilo con quelle di Salini, fissato nell'ambito dell'operazione che prevede la fusione (c.d. inversa) per incorporazione di Salini in Impregilo e di attestazione della ragionevolezza in merito all'indicazione delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione delle due società partecipanti all'operazione la seguente documentazione:

- il progetto di fusione per incorporazione di Salini in Impregilo redatto ai sensi e per gli effetti degli artt. 2501-bis, secondo comma, e 2501-ter, del Codice Civile, approvato dai Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini, che indica il rapporto di cambio e le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dall'operazione di fusione;
- la relazione della società di revisione, PricewaterhouseCoopers S.p.A. (di seguito, "PWC"), redatta ai sensi dell'art. 2501-bis, quinto comma, del Codice Civile;



- le situazioni patrimoniali dell'Impregilo e della Salini rappresentate dai relativi bilanci d'esercizio e consolidati al 31 dicembre 2012;
- le bozze delle relazioni illustrative predisposte dai Consigli di Amministrazione di Impregilo e di Salini sul progetto di fusione per incorporazione redatte ai sensi degli artt. 2501-bis, terzo comma e 2501-quinquies del Codice Civile che saranno oggetto di approvazione nei rispettivi Consigli di Amministrazione dei giorni 5 e 6 agosto 2013. Tali bozze illustrano sotto il profilo giuridico, industriale ed economico, le ragioni che giustificano la fusione per incorporazione e in particolare, la determinazione del rapporto di cambio, nonché la descrizione del Piano economico-finanziario della società risultante dalla fusione, con indicazione delle fonti delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle relative obbligazioni.

2. Sintesi dell'operazione

2.1 Società incorporante

La Società Incorporante è Impregilo S.p.A., con sede legale in Milano, Via dei Missaglia n. 97, capitale sociale interamente versato, alla data attuale, pari a Euro 718.364.456,72 suddiviso in n. 404.073.428 azioni, delle quali n. 402.457.937 azioni ordinarie e n. 1.615.491 azioni di risparmio, entrambe prive di valore nominale, quotate al Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("MTA"), società soggetta a direzione e coordinamento, ai sensi dell'art. 2497-bis cod. civ., da parte di Salini.

L'Impregilo nasce a metà degli anni Novanta dalla fusione di quattro importanti società di costruzioni italiane ed è un player mondiale attivo nel settore della progettazione e costruzione di grandi opere infrastrutturali, avendo per oggetto sociale la costruzione, in proprio e per conto di terzi, di opere stradali, portuali, idrauliche, idroelettriche, edilizie, ferroviarie, ed in genere ogni costruzione di ingegneria civile in Italia e all'estero.

La Società Incorporante opera in più di 30 paesi in 5 continenti, con una presenza consolidata nelle Americhe e in Italia ed un organico a fine 2012 pari a 11.890 dipendenti.

Forte di uno straordinario know-how tecnico e professionale, la Società Incorporante è oggi tra i protagonisti mondiali nella realizzazione di importanti impianti idroelettrici e grandi dighe (tra le quali si ricordano la Diga di Ertan in Cina, la Diga di Tarbela in



Pakistan e la diga di Karahnjukar in Islanda) e vanta la realizzazione di migliaia di chilometri di vie di comunicazione e di infrastrutture di trasporto: ferrovie (quali, ad esempio, le linee ad alta velocità Bologna-Firenze e Torino-Milano in Italia), metropolitane nelle principali città del mondo (Roma, Milano, Genova, Napoli, New York, Parigi, Singapore, Porto, San Pietroburgo, Montreal, Atene e Miami), strade e autostrade in aree urbane ed extra urbane.

Alcune tra le opere realizzate e in corso di realizzazione, rappresentano oggi pietre miliari dell'evoluzione della tradizione ingegneristica italiana nel mondo: dal salvataggio dei Templi di Abu Simbel in Egitto, alla costruzione del Traforo del San Gottardo, fino all'ampliamento del Canale di Panama.

Al 31 dicembre 2012:

- i ricavi consolidati del Gruppo Impregilo ammontano a 2.281 milioni di Euro. Tale valore è stato realizzato per circa il 77% all'estero e riflette soprattutto lo sviluppo del settore Costruzioni (+26,3%);
- l'EBITDA si attesta a 84,3 milioni di Euro, corrispondente ad un margine EBITDA sui ricavi pari al 3,7%;
- il risultato delle attività operative cessate è positivo per 717 milioni di Euro ed è quasi integralmente riconducibile all'operazione di dismissione della partecipazione nella concessionaria brasiliana EcoRodovias Infraestrutura e Logistica S.A. (720,7 milioni di Euro);
- l'utile netto consolidato di pertinenza del Gruppo Impregilo è pari a 602,7 milioni di Euro.
- il Patrimonio netto di Gruppo Impregilo ammonta complessivamente a 1,8 miliardi di Euro, mentre la posizione finanziaria netta consolidata è positiva per 566,7 milioni di Euro per effetto dell'incasso di 750,6 milioni di Euro relativo alle cessione delle prime due tranche della partecipazione in EcoRodovias Infraestrutura e Logistica S.A., nonché del deconsolidamento del debito della medesima partecipata brasiliana per circa 121,6 milioni di Euro;
- il portafoglio ordini delle costruzioni e impianti ammonta a circa 10,6 miliardi di Euro.

2.2. Società Incorporanda

La Società Incorporanda è Salini S.p.A. con socio unico, sede legale in Roma, Via della Dataria n. 22, capitale sociale, alla data di



approvazione del Progetto di Fusione, Euro 62.400.000,00 interamente versato, rappresentato da n. 62.400.000 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, società soggetta a direzione e coordinamento, ai sensi dell'art. 2497-bis cod. civ., da parte di Salini Costruttori S.p.A. ("Salini Costruttori").

La Società Incorporanda è un leader italiano nella realizzazione di grandi e complesse opere infrastrutturali, specializzato nel segmento dei progetti idroelettrici e dighe, ferrovie, metropolitane, strade e autostrade, edilizia civile ed industriale, nonché nei progetti integrati (comprendenti opere idriche, stradali, edilizie e industriali).

Negli oltre 75 anni di storia ed esperienza maturata nel settore, la Società Incorporanda si è affermata tra i principali *player* a livello globale nel segmento della realizzazione "chiavi in mano" di progetti idroelettrici ed è posizionata al sesto posto nella classifica ENR 2012 (*Engineering News Record*) dei *Top International Contractors* nel segmento dei lavori idraulici. Tra i principali progetti in corso di esecuzione si segnala l'impianto idroelettrico GERD in Etiopia con i suoi 6.000 MW, ovvero il più grande impianto del continente africano in termini di capacità installata; nel segmento delle infrastrutture di trasporto, il gruppo facente capo a Salini (il "Gruppo Salini") è impegnato nella realizzazione della nuova metropolitana di Copenaghen, che rappresenta uno dei maggiori e più avanzati sistemi di trasporto urbano a livello mondiale; attraverso la controllata Todini Costruzioni Generali S.p.A. è stato completato con successo, per conto di Autostrade per l'Italia S.p.A., la sezione dell'autostrada A1 "Variante di Valico", tunnel autostradale di maggiore lunghezza in Italia; infine, il Gruppo Salini sta completando i 410 km del corridoio internazionale di collegamento tra l'Europa e la Cina lungo l'antica via della seta.

La Società Incorporanda opera in oltre 50 paesi in 5 continenti, con una presenza consolidata in aree geografiche come l'Africa, dove il Gruppo Salini opera da oltre 50 anni, l'Asia, nella quale è riuscito a costruire un solido vantaggio competitivo nel corso dell'ultimo decennio, e l'Europa dove è impegnata nella realizzazione delle maggiori infrastrutture di trasporto. La Società Incorporanda impiega 19.531 dipendenti ed è attualmente impegnata nella realizzazione di oltre 40 progetti.

Nel corso del 2012, il Gruppo Salini ha registrato un nuovo record in termini di volume di affari confermando la forte crescita realizzata negli ultimi anni (nel periodo 2006-2012 i ricavi sono cresciuti in media di oltre il 26% all'anno) anche per linee esterne valorizzando le referenze tecniche e le competenze sviluppate nel settore.



Al 31 dicembre 2012:

- i ricavi consolidati del Gruppo Salini sono pari 1.838 milioni di Euro, realizzati per circa l'88% all'estero, a testimonianza del solido posizionamento competitivo del Gruppo Salini in aree geografiche ad alto potenziale di crescita;
- l'EBITDA ha raggiunto i 189,6 milioni di Euro con un margine sui ricavi pari al 10,3%;
- l'utile consolidato ante-imposte è di 369,5 milioni di Euro e beneficia degli effetti della valutazione della partecipazione in Impregilo (+ 274 milioni di Euro) in base al metodo del patrimonio netto;
- il patrimonio netto consolidato si è attestato a circa 594 milioni di Euro, mentre l'indebitamento finanziario netto è pari a circa 163,2 milioni di Euro (dopo aver effettuato investimenti in azioni Impregilo per complessivi 297 milioni di Euro, di cui 174 milioni di Euro durante il 2012);
- il portafoglio ordini consolidato ammonta a circa 9,6 miliardi di Euro.

2.3 Il contesto in cui si inserisce la Fusione: il progetto "Campione Nazionale©" e le sue fasi principali

La Fusione si inserisce nel contesto di un più ampio disegno industriale e strategico, avviato nel 2011 da Salini Costruttori, attuale socio unico della Società Incorporanda, volto alla creazione di un "Campione Nazionale" nel settore delle costruzioni di opere e infrastrutture complesse, con azioni quotate sul MTA, in grado di competere con i principali concorrenti internazionali in termini di economie di scala, di dimensioni e di complementarità geografica e settoriale.

2.4 L'avvio dell'investimento del gruppo Salini in Impregilo e la costituzione della Società Incorporanda

Salini Costruttori ha iniziato a investire in Impregilo a partire dal mese di settembre 2011, ritenendo l'investimento strategico e finalizzato a creare le basi per un dialogo costruttivo e funzionale ad instaurare una collaborazione industriale con Impregilo, nonché facilitare un'ipotesi di crescita dimensionale d'impresa orientata a poter meglio competere sui mercati internazionali. L'investimento è proseguito in più *tranche* nei mesi di ottobre e dicembre 2011. In data 20 dicembre 2011, la partecipazione detenuta da Salini Costruttori in Impregilo ha superato il 15%.



Nel mese di dicembre 2011 Salini Costruttori ha costituito Salini e conferito alla stessa, in data 21 dicembre 2011 e con efficacia dal 1° gennaio 2012, il ramo d'azienda operativo nel settore delle costruzioni infrastrutturali, comprensivo di tutti i rapporti giuridici ad esso inerenti e svolti, direttamente e indirettamente, in Italia e all'estero, comprensivo altresì della partecipazione in Impregilo.

Salini ha proseguito il proprio investimento in Impregilo, incrementando la propria partecipazione sino al 20% alla data del 15 febbraio 2012 e sino al 25% alla data del 22 marzo 2012.

2.5 *L'Accordo Strategico*

In tale contesto, e al fine di avviare una strategia di collaborazione tra il gruppo Impregilo e il Gruppo Salini, volta a cogliere le opportunità di mercato e di incremento di valore per entrambi i gruppi, nonché a conseguire risparmi di costi per effetto di sinergie operative e industriali, in data 27 settembre 2012, Impregilo e Salini hanno, tra l'altro, sottoscritto un accordo strategico di cooperazione commerciale e organizzativa (l'“Accordo Strategico”), che disciplina le procedure di coordinamento delle rispettive organizzazioni, ferme restando le individualità, le strutture e la consistenza delle singole imprese, al fine di: (a) individuare, valutare e proporre agli organi competenti di ciascuna delle parti la definizione delle possibili sinergie commerciali e industriali e (b) selezionare le iniziative commerciali aventi ad oggetto infrastrutture e grandi opere complesse di potenziale interesse per entrambe le parti e disciplinare la partecipazione alle relative gare di appalto, vale a dire la predisposizione e la presentazione congiunta di offerte.

2.6 *L'Offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria e il conseguimento, da parte di Salini, di una partecipazione pari al 92,08% del capitale sociale ordinario di Impregilo*

In data 6 febbraio 2013, il Consiglio di Amministrazione di Salini ha assunto la decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto volontaria (“Offerta”) avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie emesse da Impregilo e non detenute, corrispondenti a circa il 70,16% del capitale sociale ordinario sottoscritto e versato di Impregilo. Per effetto delle adesioni all'Offerta Salini è divenuta titolare di complessive azioni ordinarie Impregilo, pari al 92,08% del capitale sociale ordinario, per un esborso totale di Euro 1.001.998.160. Per far fronte all'esborso complessivo previsto in relazione all'Offerta, in data 13 marzo 2013, Salini ha sottoscritto con Banca IMI S.p.A. e Natixis S.A. - Succursale di Milano



(congiuntamente, le "Banche Finanziatrici") un contratto di finanziamento (il "Contratto di Finanziamento") ai sensi del quale le Banche Finanziatrici hanno concesso a Salini un finanziamento per un importo massimo complessivo pari ad Euro 1.410.000.000,00 (il "Finanziamento"), ripartito nelle seguenti tranches:

(a) una *tranche* denominata "*Tranche A1*", per un importo massimo pari ad Euro 1.130.000.000,00, da utilizzarsi per (i) l'emissione delle garanzie di esatto adempimento delle obbligazioni di pagamento assunte con l'Offerta, nonché (ii) il pagamento del corrispettivo delle azioni portate in adesione all'Offerta durante il periodo di adesione o, successivamente, durante la riapertura dei termini: l'importo complessivo è stato pertanto pari ad Euro 1.001.998.160,00;

(b) una *tranche* denominata "*Tranche A2*", per un importo massimo pari ad Euro 215.000.000,00, da utilizzarsi, tra l'altro, per (i) il rifinanziamento del prestito, in essere per l'importo in linea capitale pari ad Euro 130.000.000,00, concesso da Natixis S.A. - Succursale di Milano in virtù del contratto di finanziamento sottoscritto con Salini in data 20 febbraio 2012 (come modificato in data 7 agosto 2012 e, da ultimo, in data 20 dicembre 2012), nonché (ii) sostenere i costi accessori correlati all'Offerta; e

(c) una *tranche* denominata "*Tranche A3*", per un importo massimo pari ad Euro 65.000.000,00, da utilizzarsi, tra l'altro, ai fini dell'erogazione da parte di Salini di un prestito infragruppo per Euro 65.000.000,00 in favore di Salini Costruttori, finalizzato a consentire a quest'ultima il rimborso di parte del proprio indebitamento a medio-lungo termine (derivante, in particolare, da (i) un contratto di finanziamento sottoscritto in data 5 agosto 2009 con, *inter alios*, Centrobanca S.p.A. per un ammontare originario di Euro 63.000.000,00 e un debito residuo complessivo pari ad Euro 27.562.500,00 e (ii) un contratto di finanziamento sottoscritto in data 29 luglio 2010 con Intesa Sanpaolo S.p.A. per un ammontare originario di Euro 50.000.000,00 ed un debito residuo complessivo pari ad Euro 37.500.000,00. Il Finanziamento è assistito dal pegno costituito da Salini sulle azioni ordinarie Impregilo dalla stessa detenute, incluse quelle acquisite a seguito dell'Offerta; dal pegno costituito da Salini Costruttori sulla totalità delle azioni di Salini da essa detenute; nonché dalla garanzia di Salini Costruttori e di alcune società interamente controllate da Salini.

Alla data della presente Relazione, il debito residuo complessivo del Finanziamento è pari a Euro 693.483.489,85, per effetto degli utilizzi

delle Tranche A1, A2 e A3 sopra descritti e dei rimborsi già avvenuti in favore delle Banche Finanziatrici per complessivi Euro 588.514.670,15, di cui Euro 534.455.916,54 rivenienti dal flusso di dividendi relativi alle azioni ordinarie Impregilo detenute da Salini, deliberati dall'assemblea ordinaria di Impregilo in data 30 aprile 2013 e messi in pagamento in data 23 maggio 2013.

2.7 La riduzione della partecipazione detenuta da Salini in Impregilo al di sotto del 90%

In data 17 maggio 2013, ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, Salini ha comunicato di aver completato le operazioni per arrivare a detenere una partecipazione nel capitale sociale ordinario di Impregilo inferiore al 90%.

2.8 L'approvazione del Progetto di Fusione

Alla luce dell'esito positivo dell'Offerta i Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini hanno deliberato di avviare tutte le attività necessarie per la realizzazione di un processo di integrazione societaria con l'obiettivo di creare un "Campione Nazionale" nel settore delle costruzioni di infrastrutture complesse con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.. Pertanto gli Amministratori ritenendo la fusione la modalità operativa più efficiente, hanno approvato il Progetto di Fusione, predisposto sulla base dei bilanci relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012 delle Società Partecipanti alla Fusione, approvati dalle rispettive assemblee utilizzati come situazioni patrimoniali ai sensi dell'art. 2501-*quater* Codice Civile.



3. Natura e portata della presente relazione

Al fine di fornire agli Azionisti di Impregilo e Salini idonee informazioni sul rapporto di cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza, nella fattispecie, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle società partecipanti alla fusione, non abbiamo effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente incarico, una valutazione economica delle Società. La responsabilità di tali valutazioni compete esclusivamente ai rispettivi Consigli di Amministrazione.

La presente relazione contiene l'attestazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni di Salini con quelle di Impregilo, ed inoltre l'attestazione sulla ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

4. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalle due società partecipanti all'operazione le informazioni e i documenti ritenuti utili nella fattispecie.

In particolare, abbiamo analizzato la seguente documentazione messa a nostra disposizione:

- il Progetto di Fusione e le bozze delle relazioni dei Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini indirizzati alle rispettive Assemblee Straordinarie che propongono il seguente rapporto di cambio: **n. 6,45 azioni ordinarie Impregilo per ciascuna azione Salini senza prevedere conguaglio in denaro;**
- la relazione di stima del rapporto di cambio nella fusione tra Impregilo e Salini predisposta dal Prof. Angelo Provasoli della Partners Consulenti e Professionisti Associati, consulente della Impregilo (d'ora in avanti unitamente alla società Vitale ed Associati s.p.a anche "Consulenti");
- l'Opinione ed il materiale di supporto all'opinione in merito alla stima del rapporto di cambio predisposto da Vitale ed Associati S.p.A. consulente della Salini (d'ora in avanti unitamente al Prof. Angelo Provasoli anche "Consulenti");
- il parere in merito alla congruità del rapporto di cambio per Impregilo redatto da Lazard S.r.L. incaricato dal Comitato per le operazioni con le parti correlate di Impregilo;
- i bilanci d'esercizio e consolidato della Impregilo al 31 dicembre 2010, 2011 e 2012 corredati delle rispettive relazioni degli Amministratori, del collegio sindacale e della società di revisione;
- il bilancio d'esercizio e consolidato della Salini al 31 dicembre 2012 corredati delle rispettive relazioni degli Amministratori, del collegio sindacale e della società di revisione;
- gli statuti sociali di Impregilo e Salini, nonché la bozza del testo dello statuto della società risultante dalla fusione;
- il resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2013 di Impregilo;

- le presentazioni istituzionali di Impregilo e Salini contenenti informazioni circa la struttura dei relativi gruppi, le attività svolte, i mercati di riferimento e le prospettive future, il posizionamento competitivo, la struttura finanziaria ed altre;
- il documento informativo relativo all'accordo strategico di cooperazione commerciale ed organizzativa sottoscritto tra Salini ed Impregilo (d'ora in avanti anche "Accordo Strategico") approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione delle due società il 27 settembre 2012 e corredato dalle relative appendici;
- la relazione della società di revisione PWC redatta ai sensi dell'art. 2501-bis, quinto comma, del Codice Civile;
- il documento di offerta relativo all'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria (di seguito "Offerta") avente ad oggetto le azioni ordinarie di Impregilo promossa da Salini e pubblicato in data 16 marzo 2013;
- il piano industriale stand-alone per il periodo 2013-2016 di Impregilo approvato dal Consiglio di Amministrazione l'11 giugno 2013 e redatto con il supporto del consulente Boston Consulting Group;
- il piano industriale stand-alone per il periodo 2013-2016 di Salini approvato dal Consiglio di Amministrazione il 10 giugno 2013 e redatto con il supporto del consulente Boston Consulting Group;
- il piano industriale consolidato Salini-Impregilo per il periodo 2013-2016 redatto con il supporto del consulente Boston Consulting Group approvato dai Consigli di Amministrazione delle due società.

Ulteriori documenti dati ed informazioni forniti, anche verbalmente, dal management delle due società, acquisiti da fonti di pubblico dominio e da *database* specializzati.

5. I piani economici e finanziari

Gli Amministratori di Impregilo e Salini hanno redatto, con il supporto dei loro Consulenti, i piani economici finanziari delle due società, relativamente alle previsioni del periodo 2013-2016. Le risultanze di tali piani sono state utilizzate, per un verso, ai fini delle valutazioni dei capitali economici di Impregilo e Salini stimati per la determinazione del rapporto di cambio e, per un altro verso, ai fini della redazione del piano economico finanziario della società risultante dalla fusione, sulla base del disposto del terzo comma dell'art. 2501-bis del Codice Civile.

Le modalità e le ipotesi adottate nello sviluppo dei piani sono omogenee tra le due società e coerenti con i principi contabili di riferimento (IAS/IFRS) per la predisposizione dei bilanci consolidati del Gruppo Impregilo e del Gruppo Salini alla data del 31 dicembre 2012. Le situazioni patrimoniali di riferimento per la costruzione dei piani sono quelle riferite alla data del 31 dicembre 2012.

5.1 Piano economico finanziario di Impregilo

I flussi economici e finanziari attesi per il periodo del piano 2013-2016 sono stati elaborati sulla base delle seguenti assunzioni:

- I flussi economici e finanziari relativi alle commesse già acquisite alla data del 31 dicembre 2012 (c.d. "back-log") sono stati determinati dettagliatamente sulla base delle condizioni e dello sviluppo temporale previsto dai relativi contratti. Il portafoglio ordini del settore costruzioni al 31 dicembre 2012 ammontava a 10,3 miliardi di euro e genera oltre il 60% dei ricavi previsti dal piano nel periodo 2013-2016.
- I flussi economici e finanziari relativi alle nuove commesse (c.d. "intake") sono stati stimati in base a precisi parametri di redditività e di generazione di cassa indicati dal management come obiettivi perseguibili sulle opere da acquisire, in funzione di "targets" commerciali sempre più orientati all'acquisizione di grandi commesse ed al rafforzamento della presenza commerciale in alcuni mercati, con elevate potenzialità, tenendo conto dell'accordo strategico e commerciale in essere tra Impregilo e Salini. Il portafoglio ordini "intake", stimato per l'intero periodo 2013-2016 in circa 15 miliardi di euro, è stato quantificato secondo tassi di crescita (CAGR medio nel periodo 2013-2016 del 16%) supportati da una dettagliata previsione delle opportunità commerciali da cogliere. Il margine operativo

dei progetti nel settore costruzioni (EBIT) sulle commesse di nuova generazione è stato stimato pari al 10% dei ricavi contrattualmente previsti, inferiore alla media 2013-2016 dei progetti in portafoglio al 31 dicembre 2012.

- I costi centrali di natura generale sono stati stimati in crescita in valore assoluto nel periodo 2013-2016, tenendo altresì conto di un maggiore assorbimento degli stessi e quindi di una progressiva minore incidenza negli anni rispetto ai ricavi attesi.
- Gli oneri finanziari sono stati quantificati in maniera puntuale sulla base delle proiezioni della posizione finanziaria netta (PFN) e di tassi di interesse coerenti con le condizioni mediamente praticate nei mercati di riferimento.
- Le imposte sui redditi sono state stimate applicando una percentuale annua costante del 33% all'EBT.
- È stata prevista una ipotesi di *payout ratio* del 40%.
- Le dinamiche del capitale investito (CCN e CF) e della posizione finanziaria netta sono coerenti con l'evoluzione dei flussi economici e finanziari e con gli investimenti previsti dettagliatamente su ordini "*back-log*" e "*intake*".

Il piano Impregilo risente inoltre in misura significativa degli effetti e delle previsioni relativi ad operazioni di natura straordinaria e non ricorrente, per le quali si prevedono incassi netti pari a 551 milioni di euro circa nel 2013 e 128 milioni circa nel 2014, da ricondursi ai seguenti eventi:

- cessione delle partecipazioni del settore "impianti", in coerenza con la scelta strategica del management di focalizzazione sul core business delle costruzioni;
- valorizzazione, realizzabile anche mediante la cessione, di alcune partecipazioni nel settore delle concessioni;
- soddisfacimento delle pretese risarcitorie da parte del Gruppo Impregilo nei confronti della Pubblica Amministrazione, relative ai costi sostenuti in passato nella regione Campania per la realizzazione degli impianti ex-CDR e per la risoluzione dei contratti di affidamento dello smaltimento dei rifiuti;
- riscossione dei crediti vantati dal Gruppo Impregilo nei confronti delle pubbliche amministrazioni campane, relativi all'attività di gestione degli impianti ex-CDR per il periodo transitorio di gestione commissariale.

Nel piano sono inoltre previsti due eventi già realizzati nei primi mesi del 2013: i) la vendita della residua partecipazione del 6,5% in

EcoRodovias Infraestrutura e Logística S.A., per 187 milioni di euro, e ii) la distribuzione del dividendo straordinario di 602 milioni di euro, nel più ampio contesto dell'offerta pubblica di Salini su Impregilo.

Infine è stato ipotizzato l'incasso, nell'esercizio 2014, della penale di 97 milioni di euro (al netto delle imposte) relativa alla risoluzione del contratto di appalto per la costruzione del ponte sullo stretto di Messina stipulato tra la società Eurolink S.C.p.A. e lo Stato Italiano.

Il Management della società ha ritenuto anche opportuno, a supporto delle valutazioni complessive sul piano, effettuare un'analisi di variabilità in funzione della possibilità che si realizzino ulteriori opportunità non stimate nel piano (c.d. *up-size*) e della possibilità avversa che alcune ipotesi previste dal piano non si realizzino ovvero si realizzino in misura e/o in tempi diversi da quelli previsti (c.d. *down-size*). In particolare l'analisi di variabilità ha riguardato quanto segue:

- il tasso di crescita dell'*order intake* nel periodo 2013-2016;
- la percentuale di profittabilità delle nuove acquisizioni;
- la dinamica dei flussi economici e finanziari su alcune commesse a *back-log*, in contesti particolarmente rischiosi;
- la possibilità di incasso del *claim* Stretto di Messina;
- la vendita di alcune partecipazioni nel settore concessioni.

5.2 Piano economico finanziario di Salini

I flussi economici e finanziari attesi per il periodo del piano 2013-2016 sono stati elaborati sulla base delle seguenti assunzioni:

- I flussi economici e finanziari relativi alle commesse già acquisite alla data del 31 dicembre 2012 (c.d. "*back-log*") sono stati determinati dettagliatamente sulla base delle condizioni e dello sviluppo temporale previsto dai relativi contratti. Il portafoglio ordini del settore costruzioni al 31 dicembre 2012 ammontava a 9,6 miliardi di euro e genera circa il 60% dei ricavi previsti dal piano nel periodo 2013-2016.
- I flussi economici e finanziari relativi alle nuove commesse (c.d. "*intake*") sono stati stimati in base a precisi parametri di redditività e di generazione di cassa indicati dal management come obiettivi perseguibili sulle opere da acquisire, in funzione di "*targets*" commerciali sempre più orientati all'acquisizione di



grandi commesse ed al rafforzamento della presenza commerciale in alcuni mercati, con elevate potenzialità, tenendo conto dell'accordo strategico e commerciale in essere tra Impregilo e Salini. Il portafoglio ordini "intake", stimato per l'intero periodo 2013-2016 in circa 15 miliardi di euro, è stato quantificato secondo tassi di crescita (CAGR medio nel periodo 2013-2016 del 16%) supportati da una dettagliata previsione delle opportunità commerciali da cogliere. Il margine operativo dei progetti nel settore costruzioni (EBIT) sulle commesse di nuova generazione è stato stimato pari al 10% dei ricavi contrattualmente previsti, inferiore alla media 2013-2016 dei progetti in portafoglio al 31 dicembre 2012.

- I costi centrali di natura generale sono stati stimati in crescita in valore assoluto nel periodo 2013-2016, tenendo altresì conto di un maggiore assorbimento degli stessi e quindi di una progressiva minore incidenza negli anni rispetto ai ricavi attesi.
- Gli oneri finanziari sono stati quantificati in maniera puntuale sulla base delle proiezioni della posizione finanziaria netta (PFN) e di tassi di interesse coerenti con le condizioni mediamente praticate nei mercati di riferimento.
- Le imposte sui redditi sono state stimate applicando una percentuale annua costante del 33% all'EBT.
- È stata prevista una ipotesi di *payout ratio* del 40%.
- Le dinamiche del capitale investito (CCN e CF) e della posizione finanziaria netta sono coerenti con l'evoluzione dei flussi economici e finanziari e con gli investimenti previsti dettagliatamente su ordini "back-log" e "intake".

Nel piano sono inoltre riflessi gli effetti dell'offerta pubblica di acquisto delle azioni ordinarie di Impregilo, operazione conclusasi in data 2 maggio 2013, della successiva cessione del 3,1% del capitale sociale ordinario di Impregilo, allo scopo di riportare il flottante in misura superiore al 10%, nonché delle risorse finanziarie ottenute per le finalità della citata operazione. In particolare:

- la partecipazione in Impregilo è stata stimata costante nel periodo di piano 2013-2016, con un investimento complessivo pari a 1.260 milioni di euro, maggiorato della rivalutazione effettuata nel 2012 per 274 milioni di euro. E' prevista nel 2013 la rettifica in diminuzione della partecipazione per effetto della distribuzione del dividendo straordinario di Impregilo e negli anni successivi delle rettifiche a seguito delle previste distribuzioni di dividendi;

- nel 2013 è stato riportato nella posizione finanziaria netta il finanziamento per complessivi 1.282 milioni di euro ricevuto da Banca IMI S.p.A. e Natixis S.A., successivamente rimborsato in misura parziale per effetto del dividendo straordinario di 533 milioni di euro (lordi) ricevuto da Impregilo nel mese di marzo 2013. Sono state altresì prese in considerazione le risorse finanziarie rivenienti dall'emissione di un prestito obbligazionario stimato in 500 milioni di euro, poi collocato nel mese di luglio 2013 per un importo pari a 400 milioni di euro, risorse considerate a ulteriore rimborso del finanziamento originario OPA;
- sono stati previsti nell'esercizio 2013 costi connessi a *financial and advisory fees* per complessivi 100 milioni di euro, relativi al finanziamento OPA originario e al successivo rifinanziamento del debito con emissione del *bond*.

Il Management della società ha ritenuto anche opportuno, a supporto delle valutazioni complessive sul piano, effettuare un'analisi di variabilità in funzione della possibilità che si realizzino ulteriori opportunità non stimate nel piano (c.d. *up-size*) e della possibilità avversa che alcune ipotesi previste dal piano non si realizzino ovvero si realizzino in misura e/o in tempi diversi da quelli previsti (c.d. *down-size*). In particolare l'analisi di variabilità ha riguardato quanto segue:

- il tasso di crescita dell'*order intake* nel periodo 2013-2016;
- la percentuale di profittabilità delle nuove acquisizioni.

5.3 Piano economico e finanziario consolidato, con indicazione delle risorse finanziarie destinate al soddisfacimento della società risultante dalla fusione

Il piano economico e finanziario consolidato di Impregilo e Salini, redatto dagli organi amministrativi delle due società sulla base del disposto del terzo comma dell'art. 2501-bis del codice civile, contiene le informazioni relative alle fonti delle risorse finanziarie, nonché alla descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere nel periodo di piano 2013-2016.

Il piano è stato elaborato in una prospettiva che considera l'avvenuta esecuzione della fusione, prendendo a riferimento i piani *stand alone* delle società partecipanti alla stessa e tenendo conto delle sinergie

realizzabili per effetto di specifiche azioni mirate al recupero di efficienza in alcune aree aziendali, oltre a quelle risultanti dall'accordo strategico e commerciale in essere tra Impregilo e Salini, già riflesse nei singoli piani delle due società.

I flussi economici e finanziari e le dinamiche delle situazioni patrimoniali e finanziarie nel periodo del piano sono stati elaborati seguendo il seguente approccio;

- sono stati sommati i conti economici e patrimoniali ed il prospetto dei flussi di cassa di Impregilo e Salini, così come risultanti dai piani economici e finanziari *stand alone*, per i cui dettagli si rinvia ai relativi paragrafi precedenti, fermo restando quindi le ipotesi alla base dei piani medesimi;
- sono state effettuate le necessarie elisioni di consolidamento concernenti le partite reciproche e le sovrapposizioni previste su una commessa comune;
- sono state inserite nel piano economie di scala stimate a regime nel 2016, ultimo anno di piano, in un risparmio di costi generali di 100 milioni di euro;
- sono stati stimati costi straordinari di fusione tra il 2013 ed il 2014;
- è stata considerata un'ipotesi di *payout ratio* del 40% nel periodo 2014-2016.

L'approccio utilizzato e le previsioni effettuate consentono di stimare una posizione finanziaria netta positiva già nell'esercizio 2014, ed una PFN positiva pari a 100 milioni di euro nel 2016, ultimo anno di piano.

Per quanto concerne le analisi di variabilità, non esplicitate nel piano consolidato della società risultante dalla fusione, si rinvia alle analisi svolte singolarmente nei piani *stand alone*, di cui ai relativi paragrafi precedenti.

6. Metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione per la determinazione del rapporto di cambio

6.1. Premesse metodologiche

I Consigli di Amministrazione delle due società, anche sulla base delle analisi effettuate dai propri Consulenti, hanno ritenuto appropriato individuare quei metodi di valutazione che, oltre ad avere consolidate basi dottrinali ed applicative, consentissero di valutare in maniera omogenea le due società.

Le valutazioni sono state effettuate dagli Amministratori con l'ottica di esprimere una stima comparativa dei valori delle società dando preminenza all'omogeneità ed alla comparabilità dei metodi adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle due società considerate singolarmente.

A tale riguardo, gli Amministratori precisano che tali valutazioni vanno quindi unicamente intese in termini relativi e con esclusivo riferimento alla fusione e che, in particolare, i metodi utilizzati ed i conseguenti valori sono stati stimati al solo fine di individuare un intervallo per la determinazione del rapporto di cambio ritenuto congruo ai fini della fusione e che in nessun caso le valutazioni sono da considerarsi quali possibili indicazioni circa il prezzo di mercato o di valore assoluto, attuale o prospettico, né essere prese a riferimento in un contesto diverso da quello in esame.

Le valutazioni sono state eseguite in ipotesi di continuità gestionale delle società e in base ad elementi di previsione considerati dagli Amministratori ragionevolmente ipotizzabili. Inoltre le valutazioni sono state eseguite in un'ottica *stand-alone* ovvero sulla base dell'attuale configurazione delle società, non tenendo conto delle possibili strategie operative e finanziarie che possano derivare dalla fusione.

Nei piani economico-finanziari di Impregilo e Salini *stand-alone* sono state tuttavia considerate le sinergie commerciali ed industriali derivanti dall'accordo di cooperazione strategica sottoscritto tra le due società in data 27 settembre 2012.

Tenuto conto della natura dell'operazione e delle caratteristiche delle società coinvolte, per la determinazione del capitale economico i Consigli di Amministrazione, con l'assistenza dei rispettivi Consulenti, hanno utilizzato quale metodo principale il Discounted Cash Flow Unlevered (in seguito DCF) e quale metodo di controllo il

metodo dei multipli di mercato.

Le stime si fondano sulle risultanze alla data del 31 dicembre 2012 opportunamente rettificata per tener conto di alcuni accadimenti avvenuti successivamente alla data suindicata con particolare riferimento:

- all'impatto dell'Offerta Salini e della successiva cessione sul mercato di azioni ordinarie Impregilo per la ricostituzione del flottante e del dividendo riveniente dalle azioni Impregilo detenute;
- all'impatto della cessione da parte di Impregilo dell'ultima tranche della partecipazione in EcoRodovias Infraestrutura e Logística S.A. nonché della distribuzione di dividendi a valere sulle azioni ordinarie e di risparmio così come deliberato dall'Assemblea degli Azionisti del 30 aprile 2013.

6.2 Descrizione dei metodi e dei criteri di valutazione

6.2.1 Unlevered Discounted Cash Flow (DCF) - Metodo principale

Il metodo dei flussi di cassa operativi (*unlevered*) scontati si basa sul principio che il valore di un'azienda sia pari alla somma delle seguenti componenti:

- i flussi di cassa operativi disponibili che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*, o *WACC*); i flussi di cassa futuri vengono generalmente esplicitati per un numero definito di anni (periodo esplicito), successivamente ai quali viene ipotizzata la generazione, da parte dell'azienda, di un flusso di cassa sostenibile oltre il periodo di proiezione esplicita;
- la posizione finanziaria netta dell'azienda;
- il valore di mercato di eventuali attività (surplus assets) non strumentali ovvero non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati, per altri motivi metodologici, nei flussi di cassa operativi.

L'applicazione del metodo comporta l'utilizzo della seguente formula:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1+WACC)^i} + TV + SA \pm PFN - M$$

dove:

V = valore dell'azienda

n = numero di anni del periodo di previsione esplicita

FCF_i = flussi i cassa operativi disponibili del periodo di previsione esplicita;

WACC = costo medio ponderato del capitale

TV = valore residuo (*terminal value*)

SA = attività non strumentali (*surplus assets*)

PFN = posizione finanziaria netta

M = *minorities* (valore di mercato del patrimonio netto di terzi)

I flussi di cassa operativi disponibili (FCF)

I flussi di cassa operativi disponibili si riferiscono esclusivamente all'attività caratteristica della realtà oggetto di valutazione. Essi non includono componenti di natura finanziaria.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

Il costo medio ponderato del capitale rappresenta il tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi netti del periodo esplicito e per la determinazione del valore residuo; esso è calcolato come media ponderata del costo del capitale proprio e dell'indebitamento, mediante la seguente formula:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E}$$

dove:

D = capitale di debito;

E = capitale proprio;

K_d * (1-t) = costo del capitale di debito al netto del beneficio fiscale

K_e = costo del capitale proprio

La struttura del capitale (rapporto indebitamento netto/patrimonio netto) è di norma determinata sulla base del rapporto di indebitamento del settore di riferimento della realtà oggetto di valutazione.

Il costo del capitale proprio (K_e) è stimato pari al tasso di rendimento delle attività prive di rischio incrementato di un premio correlato al rischio specifico del settore e della società oggetto di valutazione; tale premio viene calcolato prendendo a riferimento il coefficiente (β) che misura il rischio specifico dell'impresa oggetto di valutazione, in relazione alla variabilità del suo rendimento rispetto alla variabilità del rendimento medio del mercato.

Il costo del capitale proprio è determinato mediante la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

- R_f = tasso di rendimento delle attività prive di rischio;
- β = coefficiente beta, che esprime il rischio sistematico (non diversificabile) dell'impresa oggetto di analisi
- R_m = rendimento medio del mercato
- $R_m - R_f$ = indica il premio, ovvero il rendimento differenziale, richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto ad un investimento privo di rischio.

6.2.2. Metodo dei Multipli di Borsa di società comparabili – metodo di controllo

In base a tale metodo il valore di un complesso aziendale può essere stimato sulla base di moltiplicatori di grandezze reddituali (Ebitda o Ebit) determinati assumendo a riferimento i prezzi di quotazione di borsa dei titoli di aziende comparabili in intervalli di tempo ritenuti significativi.

In sintesi il metodo si articola in tre fasi:

- identificazione delle imprese comparabili costituenti il campione di riferimento;



- rilevazione dei moltiplicatori (rapporto tra enterprise value di borsa ed Ebit/Ebitda) relativi alle imprese costituenti il campione selezionato;
- applicazione dei medesimi moltiplicatori alle grandezze reddituali (Ebit/Ebitda) rilevate nell'azienda oggetto di valutazione ottenendone l'enterprise value dell'azienda medesima e successivamente l'equity value attraverso l'aggiunta di alcuni elementi tra i quali la PFN, le minorities e surplus assets.

6.3 Valutazione effettuata dagli Amministratori di Salini

6.3.1 Metodo principale DCF (Discounted Cash Flow)

Gli assunti maggiormente significativi alla base della valutazione effettuata dagli Amministratori di Salini, supportati dal Consulente, sono stati i seguenti:

- il periodo di proiezione esplicita del piano industriale è stato considerato per entrambe le società il quadriennio 2013-2016;
- i flussi di cassa operativi, relativi a detto periodo di proiezione esplicita, sono derivati per entrambe le società dai piani;
- i flussi di cassa operativi prospettici, utilizzati per la determinazione del *Terminal Value*, sono stati ottenuti considerando la convergenza nel lungo periodo dei profili commerciali, di presenza geografica e di redditività conseguenti agli effetti dell'Accordo Strategico, ma tenendo tuttavia conto di eventuali differenze nella situazione patrimoniale ed economica alla fine del periodo di piano nonché della maggiore redditività dell'attuale portafoglio lavori residuo a fine piano, rispetto a quanto previsto nel medio lungo termine;
- il WACC è stato stimato nel periodo di proiezione esplicita di piano distintamente per le due società (9,88% per Impregilo e 10,98% per Salini) sulla base della ponderazione dei *country risk premium*, tratti ove possibile dal rendimento dei bond governativi o in alternativa, da fonti terze quali le rilevazioni di SACE e Damodaran. Ai fini della determinazione del *Terminal Value*, tenuto conto della ricordata convergenza nel lungo periodo dei profili aziendali delle due società, è stato individuato un unico WACC (9,13%), calcolato attraverso una ponderazione

del *country risk premium*. Per entrambi gli intervalli temporali considerati si è utilizzato un rapporto di leva finanziaria (D/E) medio del settore derivato da un campione di società quotate operanti nel settore delle costruzioni. Sulla base dello stesso campione di aziende comparabili è stato determinato il coefficiente beta (0,71) il cui processo di *relevering* è stato effettuato tenendo conto dell'aliquota fiscale stimata per ciascun paese;

- per la determinazione del Terminal Value è stato considerato un tasso di crescita nel lungo periodo (coefficiente *g*) pari al 2%;
- al fine di calcolare gli *Equity Value*, gli *Enterprise Value*, stimati come sopra, sono stati "corretti" per tener conto dell'indebitamento finanziario netto (PFN), dei flussi di cassa positivi connessi ad alcuni contenziosi, delle cessioni straordinarie, dei *surplus assets*, dei fondi rischi, delle *minorities* e per Salini, del corrispondente valore della partecipazione detenuta in Impregilo.

I risultati del processo valutativo sopra descritto sono stati poi sottoposti dagli Amministratori ad alcune analisi di sensitività finalizzate a valutare gli effetti delle eventuali oscillazioni di alcuni elementi ritenuti particolarmente significativi.

In primo luogo è stato testato il possibile impatto di un andamento di piano peggiore rispetto a quanto preventivato con riferimento ad alcune commesse ed all'effettiva capacità di realizzo di talune rilevanti dismissioni e di esiti di contenziosi.

In seguito a tale procedimento valutativo, gli Amministratori hanno determinato tre scenari valutativi sui quali è stata altresì sviluppata un'analisi di sensitività per valutare il possibile impatto della variazione del WACC dello 0,5% e del tasso "g" dello 0,25%.

Il processo valutativo ha portato all'individuazione di un *range* del rapporto di cambio da 6,2 a 7,0 come di seguito riportato:

	Caso Base	Caso Revised	Caso Conservative
VU Azioni Salini	39,07	34,87	25,22
VU Azioni Impregilo	4,31	3,78	3,13
<i>Range rapporto cambio</i>	6,7 – 7,2	6,8-7,2	5,9-6,5
Rapporto di cambio*	6,9	7,0	6,2

6.3.2 Metodo di Controllo – Metodo dei Multipli di Borsa

Gli Amministratori hanno selezionato un campione ristretto di *comparables* costituito da quattro società all'interno di un campione allargato di sette società.

Le grandezze economiche utilizzate (EBIT/EBITDA) sono riferite al biennio 2013-2014 e sono tratte dai report di Bloomberg.

Quali prezzi di borsa di riferimento, gli Amministratori hanno considerato quelli medi del mese precedente al 20 giugno 2013.

Come già nel DCF, gli *Enterprise Value* così determinati sono stati rettificati in aumento o diminuzione per tener conto: i) del valore di alcuni *surplus assets*, ii) del valore dell'indebitamento finanziario netto, dei fondi e delle *minorities* iii) di alcune poste straordinarie quali i contenziosi e le cessioni oltre che per Salini del valore economico della partecipazione detenuta in Impregilo.

L'esito della valutazione con tale metodo è di seguito riportato con riferimento ai tre scenari assuntivi già considerati nel DCF:

	Caso Base	Caso Revised	Caso Conservative
Val. Un. Az. Salini	25,4-35,2	24,7 – 34,6	22,7 – 31,6
Val. Un. Az. Impregilo	3,6 – 4,9	3,5 – 4,8	3,2 – 4,4
Rapporto di Cambio	7,0 -7,2	7,0 – 7,3	6,9 – 7,2

6.4 Valutazione effettuata dagli Amministratori di Impregilo

6.4.1 Metodo Principale DCF (Discounted cash flow)

Gli Amministratori di Impregilo, supportati dal loro Consulente, hanno sviluppato il metodo DCF assumendo:

- il periodo di piano esplicito 2013-2016 è stato esteso dal 2016 al 2018, anno in cui dovrebbero ridursi sensibilmente gli effetti connessi alle commesse già in portafoglio (c.d. backlog) consentendo, quindi, l'utilizzazione nella determinazione del Terminal Value di flussi di cassa omogenei tra le due società in quanto influenzati dall'Accordo Strategico;
- in conseguenza di quanto sopra, per il periodo 2013-2016, i flussi di cassa sono stati derivati dai piani pur valutando ed apprezzando prudenzialmente il rischio connesso ad alcune poste relative ad eventi futuri attesi. Per il biennio 2017-2018 sono stati invece determinati sulla base di una derivazione dei dati dei piani finalizzata alla convergenza degli stessi;
- il WACC è stato determinato nel periodo di piano esplicito (2013-2018) distintamente per ciascuna delle due società (14,6% per Impregilo e 13,2% per Salini), tenendo conto e ponderando i diversi profili di rischio rappresentati dai paesi nei quali le due società operano. Peraltro, nella determinazione del WACC gli amministratori di Impregilo hanno ritenuto di apprezzare anche il rischio implicito nella capacità delle due aziende di realizzare gli obiettivi del piano aggiungendo un "execution risk" del 3%. Nella determinazione del Terminal Value il WACC, analogamente a quanto fatto dagli Amministratori di Salini, è stato stabilito in misura eguale (13,2%) per le due società in considerazione degli effetti di omogeneizzazione dei profili aziendali connessi all'Accordo Strategico;
- il tasso di crescita nominale (coefficiente "g") è stato indicato nell'1,75%;
- l'*Enterprise Value* è stato poi rettificato per tener conto in aumento od in diminuzione di alcune poste quali: i) le rispettive Posizioni Finanziarie Nette, ii) le *minorities* iii) il valore economico dell'interessenza detenuta da Salini nel capitale ordinario di Impregilo (88,83%).

In esito a tale processo valutativo gli Amministratori di Impregilo sono pervenuti ai seguenti risultati:

	Salini	Impregilo	Rapporto di Cambio
Val. Un. Az.	22,85	3,58	6,38

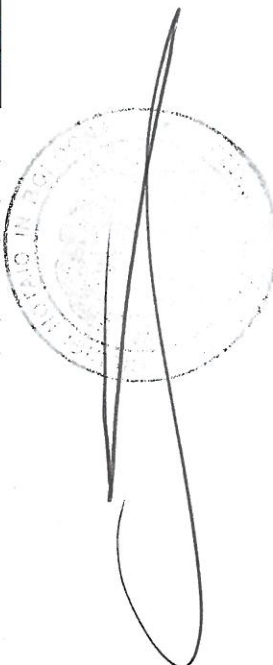
Il processo valutativo descritto si è completato con l'effettuazione di alcune analisi di sensitività finalizzate a saggiare le variazioni dei rapporti di cambio al mutare, nell'ambito di intervalli ritenuti ragionevoli, di alcune variabili e grandezze ritenute rilevanti e segnatamente: i) un'oscillazione del 5% in più o in meno rispetto ai ricavi previsti dai piani; ii) un'oscillazione dello 0,5% in più o in meno della redditività attesa (EBIT) rispetto a quanto previsto dai piani iii) un'oscillazione dello 0,5% in più in meno dei WACC utilizzati; iiii) un'oscillazione dello 0,5% in più o in meno del tasso di crescita "g" nel medio lungo periodo (rispetto all'1,75% previsto nell'ipotesi base).

In esito al processo valutativo effettuato, gli Amministratori di Impregilo hanno individuato un rapporto di cambio compreso in un range di valori tra 6,07 e 6,70.

6.4.2 Metodi di controllo (Multipli)

In merito al processo valutativo seguito dagli Amministratori di Impregilo segnaliamo alcuni aspetti:

- il campione delle società *comparables* risulta costituito da quattro società;
- il valore di Borsa è stato determinato considerando l'andamento dei titoli nel trimestre precedente l'11 giugno 2013;
- le grandezze economiche (EBIT/EBITDA), analogamente a quanto fatto dagli Amministratori di Salini, sono quelle stimate dagli analisti con riferimento al biennio 2013-2014;
- un elemento caratterizzante l'applicazione del metodo da parte degli Amministratori di Impregilo è stata la rettifica in diminuzione operata sui moltiplicatori per tener conto del fatto che le serie storiche relative ai *comparables* evidenziano sistematicamente dei valori maggiori rispetto a quelli di Impregilo;



- un altro elemento caratterizzante la valutazione, è risultata la riduzione dei moltiplicatori applicati alle grandezze economiche di Salini per tener conto del diverso “status” delle due società interessate ed in particolare del fatto che Impregilo, essendo quotata, incorpora un premio implicito associato alla liquidità del titolo.

Gli Amministratori di Impregilo, sulla base del presupposto della similarità dei *business* delle due società hanno utilizzato, come ulteriore metodologia di controllo, l'applicazione dei multipli impliciti di Impregilo alle grandezze reddituali tratte dai piani di entrambe le società.

6.4.3 Sintesi delle risultante dei metodi di controllo e determinazione del rapporto di cambio

Complessivamente i Metodi di Controllo utilizzati dagli Amministratori di Impregilo hanno condotto ai seguenti risultati (considerando solo il campione ristretto):

	2013	2014
Multipli Borsa	6,62	6,95
Multipli impliciti (Consensus)	6,22	6,28
Multipli Impliciti (Piano)	6,09	6,82

Individuandosi un *range* da un minimo di 6,09 ad un massimo di 6,95.

7. Difficoltà di valutazione incontrate dai Consigli di Amministrazione

Le principali difficoltà e limitazioni rilevate dagli Amministratori nella valutazione delle società partecipanti alla fusione e nell'indicazione delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione, sono state le seguenti:

- con riferimento alle commesse esistenti e contrattualizzate (*c.d.* "backlog"), i piani ipotizzano flussi economici e finanziari e consistenze patrimoniali coerenti con quanto stabilito negli accordi con i committenti. Non è possibile escludere, tuttavia, che eventi futuri possano modificare anche significativamente i profili quantitativi e/o temporali dei flussi e delle consistenze rivenienti da tali commesse;
- una parte significativa dei ricavi e dei margini operativi attesi nel periodo di piano 2013-2016 è associata a nuove commesse di cui è presunta l'acquisizione (*c.d.* "new order intake"). Tenuto conto della natura del business delle costruzioni infrastrutturali, numero limitato di commesse aventi un significativo valore unitario, le nuove acquisizioni rappresentano un rilevante elemento di aleatorietà. Tale profilo di incertezza è stato apprezzato nella stima dei tassi di attualizzazione e nelle analisi di sensitività;
- i business di Impregilo e Salini si sviluppano in una prospettiva internazionale e sono quindi esposti a dei rischi geopolitici. In sede di applicazione del criterio finanziario *unlevered* si sono apprezzati tali rischi valutando separatamente le attività dislocate in contesti relativamente più rischiosi e incorporando nelle stime riferite alle attività in parola il maggior rischio Paese riferito a tali contesti;
- il piano di Impregilo ipotizza, tra l'altro, la realizzazione di taluni rilevanti contenziosi. Il quadro di tali eventi risulta, allo stato, caratterizzato da profili di incertezza di cui si è tenuto conto nelle stime;
- il piano consolidato Salini Impregilo recepisce i medesimi elementi d'incertezza dei sottostanti piani *stand-alone* delle due

società ed ipotizza rilevanti economie di scala derivanti dalla fusione;

- l'utilizzo dei prezzi di mercato presenta difficoltà applicative dovute alla sottostante assunzione che il mercato sia sufficientemente efficiente e liquido, soprattutto per il flottante limitato di Impregilo. Inoltre, l'andamento delle quotazioni di mercato può essere caratterizzato da fenomeni di volatilità, specie nel breve termine;
- l'utilizzo dei dati, quali coefficienti beta e multipli di Borsa, tratti dalle osservazioni di mercato si fonda sul presupposto che essi siano applicabili ai complessi aziendali oggetto di fusione, in quanto riferiti a realtà comparabili con quelle in esame. Va tuttavia sottolineato che, alla luce della specificità che caratterizza ciascuna realtà imprenditoriale considerata, tale comparabilità è comunque parziale;
- va comunque evidenziato che l'Accordo Strategico, consentendo nel medio lungo termine la convergenza dei profili aziendali di Salini ed Impregilo, in termini anche di redditività, ha inciso in modo significativo sulle valutazioni effettuate dagli Amministratori con il metodo DFC indirizzandole verso l'attribuzione ai due complessi aziendali di un valore anch'esso convergente.

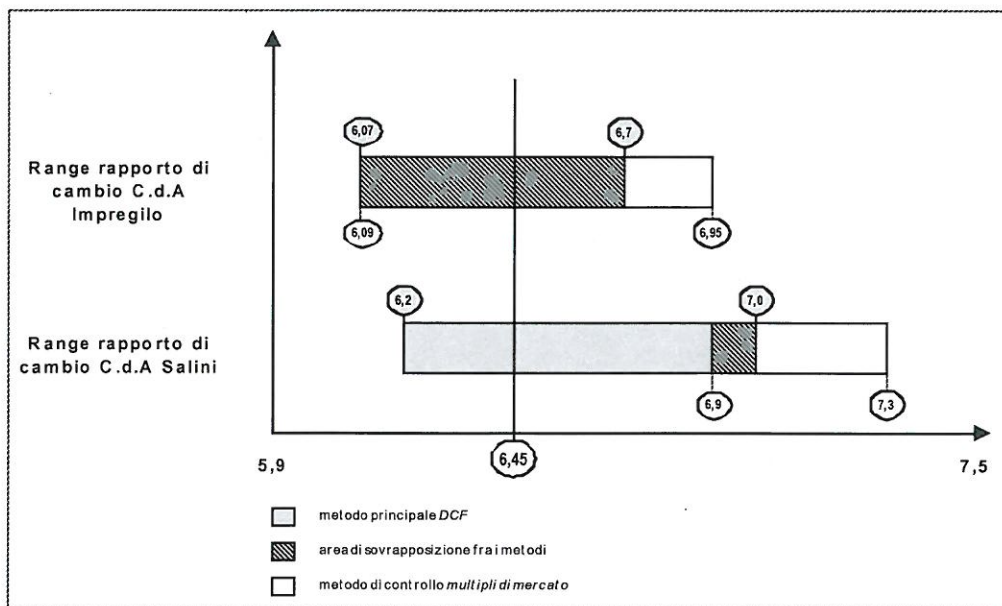
I Consigli di Amministrazione, richiamandosi anche alle valutazioni dei rispettivi esperti hanno indicato che nello svolgimento delle loro analisi, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, hanno tenuto conto delle predette difficoltà, seppur attraverso scelte tecnico-metodologiche a volte diverse, anche a mezzo di specifiche analisi di sensitività.

8. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dai Consigli di Amministrazione

I Consigli di Amministrazione delle due società, utilizzando i metodi precedentemente richiamati, sono pervenuti ad individuare i *range* di rapporto di cambio riportati sinteticamente nella seguente tabella riepilogativa:

	Metodo	Min	Max
CDA Impregilo	DCF	6,07	6,7
CDA Salini	DCF	6,2	7,0
CDA Impregilo	Multipli	6,09	6,9
CDA Salini	Multipli	6,9	7,3

Al termine del processo valutativo, dal raffronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei differenti metodi valutativi gli Amministratori di Salini ed Impregilo hanno fissato il rapporto di cambio in **6,45 azioni ordinarie Impregilo per ogni azione Salini** quale valore definito all'interno dei range individuati come si può evincere dalla seguente rappresentazione grafica:



9. Lavoro svolto

Relativamente ai metodi adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei Consulenti, per la stima del valore delle Società e quindi, del rapporto di cambio, abbiamo svolto un esame critico dei metodi seguiti, raccogliendo elementi utili per accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Rapporto di Cambio, preservando il criterio dell'omogeneità valutativa.

Abbiamo inoltre svolto, tra le altre, le seguenti procedure:

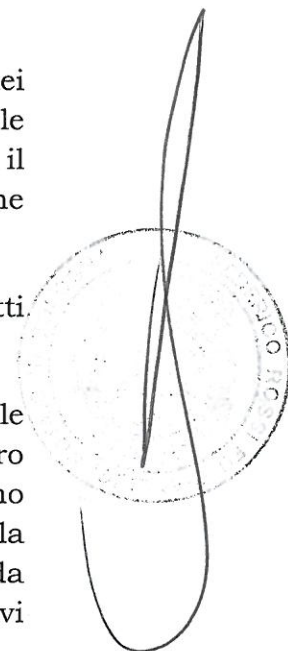
- esaminato il progetto di fusione e le bozze delle relazioni illustrative predisposte dai Consigli di Amministrazione di Impregilo e di Salini sul progetto di fusione per incorporazione redatte ai sensi degli artt. 2501-bis, terzo comma e 2501-quinquies del Codice Civile;
- esaminato i bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2012 della Impregilo corredati dalle relazioni del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e della società di revisione anche utilizzati quali situazioni patrimoniali ex art. 2501-quater del Codice Civile;
- esaminato i bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2012 della Salini corredati dalle relazioni del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e della società di revisione anche utilizzati quali situazioni patrimoniali ex art. 2501-quater del Codice Civile;
- discusso con la società di revisione PWC il lavoro svolto in relazione alla revisione contabile dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2012 della Impregilo;
- discusso con la società di revisione E&Y il lavoro svolto in relazione alla revisione contabile dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2012 della Salini;
- discusso con Vitale ed Associati, Consulente della Salini, le assunzioni e le metodologie utilizzate nelle valutazioni adottate nella determinazione del rapporto di cambio;
- discusso con il Prof. Angelo Provasoli della Partners Consulenti e Professionisti Associati, Consulente della Impregilo, le

assunzioni e le metodologie utilizzate nelle valutazioni adottate nella determinazione del rapporto di cambio;

- discusso con Lazard S.r.L., incaricato dal Comitato per le Operazioni con le Parti Correlate di Impregilo, il parere in merito alla congruità del rapporto di cambio;
- esaminato gli statuti sociali attualmente in vigore delle società partecipanti alla fusione e la bozza della società risultante dalla fusione;
- verificate la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dagli Organi Amministrativi delle società partecipanti alla fusione e dai Consulenti riguardanti i metodi valutativi adottati nella determinazione del rapporto di cambio;
- analizzato criticamente i metodi utilizzati dagli Organi Amministrativi delle società partecipanti alla fusione e dai Consulenti ed ogni elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare i valori economici delle società coinvolte nel Progetto di fusione;
- verificata l'uniformità dell'applicazione dei metodi di valutazione adottati, anche attraverso l'analisi delle informazioni ed evidenze documentali fornite dai Consulenti;
- verificate e svolte autonome *sensitivity analysis*, con l'obiettivo di verificare quanto il rapporto di cambio prescelto sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- verificata in generale la coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, in particolare, con la "documentazione utilizzata";
- analizzato e discusso con la direzione delle società partecipanti alla fusione e con i Consulenti, relativamente all'approccio valutativo, alle metodologie adottate ed in generale al lavoro complessivamente svolto ed alle risultanze dello stesso;
- verificata l'accuratezza dei calcoli matematici utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio dagli Amministratori con l'ausilio dei Consulenti;
- esaminato, in linea con le procedure previste per l'esame delle informazioni prospettiche dall'*International Standard on Assurance Engagements (ISAE) 3400 "The examination of*

Prospective Financial Information", emesso dall' *International Federation of Accountants (IFAC)*, i dati previsionali nonché le ipotesi e gli elementi posti alla base della formulazione di tali dati, contenuti nei piani economico-finanziario stand-alone di Impregilo e Salini.

- verificata l'omogeneità delle assunzioni e della costruzione dei piani *stand-alone* delle società attraverso l'analisi e l'esame delle assunzioni, dei dettagli di piano forniti, il confronto con il management e con il Consulente Boston Consulting Group che ha assistito gli Amministratori nella formazione dei piani;
- verificato con l'ausilio dei propri legali i principali contratti finanziari ed i contenziosi in capo all'Impregilo ed alla Salini;
- ottenuta un'attestazione da parte dei rappresentanti legali delle due società partecipanti alla fusione che, per quanto a loro conoscenza, alla data della presente relazione non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Organi Amministrativi per la determinazione del rapporto di cambio;
- abbiamo altresì raccolto, attraverso colloqui con il management delle Società e le rispettive società di revisione, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di riferimento delle situazioni patrimoniali sopra menzionate, che possano avere un effetto significativo per le finalità dell'incarico conferitoci.
- Sotto un diverso profilo, con riferimento alle indicazioni contenute nel progetto di fusione, relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione e descritte nel piano economico-finanziario, abbiamo svolto le seguenti procedure ai sensi dell'art. 2501-bis, quarto comma, Codice Civile:
- abbiamo discusso con le Direzioni di Impregilo e di Salini i criteri e le ipotesi utilizzati per la redazione del piano della società risultante dall'operazione di fusione, fermo restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di valutazione previsionale;
- abbiamo esaminato le obbligazioni che risulterebbero in capo alla società risultante dalla fusione all'esito della prospettata



operazione;

- abbiamo esaminato i principali contratti di finanziamento stipulati con gli Istituti Finanziari dall'Impregilo e dalla Salini.
- abbiamo considerato l'indebitamento complessivo in capo alla società risultante dalla fusione a seguito della prospettata operazione;
- abbiamo esaminato, in linea con le procedure previste per l'esame delle informazioni prospettiche dall'*International Standard on Assurance Engagements (ISAE) 3400 "The examination of Prospective Financial Information"*, emesso dall'*International Federation of Accountants (IFAC)*, i dati previsionali post-fusione, nonché le ipotesi e gli elementi posti alla base della formulazione di tali dati, contenuti nel piano economico-finanziario post-fusione, ivi incluse le indicazioni delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione;
- abbiamo discusso con PWC il contenuto della relazione emessa ai sensi dell'art. 2501-bis, quinto comma, Codice Civile, al fine di ottenere informazioni sul lavoro svolto e sui risultati ottenuti;
- abbiamo ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza dei rappresentanti legali di Salini e Impregilo alla data della presente relazione, non sono maturate circostanze modificative delle ipotesi e degli elementi utilizzati per la predisposizione dei dati e delle informazioni contenute nel piano economico-finanziario e della documentazione a supporto dello stesso.

10. Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte dai Consigli di Amministrazione

Con riferimento al presente incarico, si sottolinea che il procedimento decisionale seguito dai Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini ha avuto quale scopo principale la stima dei valori relativi delle società interessate, calcolati attraverso l'applicazione di criteri uniformi e finalizzati alla determinazione dei rapporti di cambio.

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

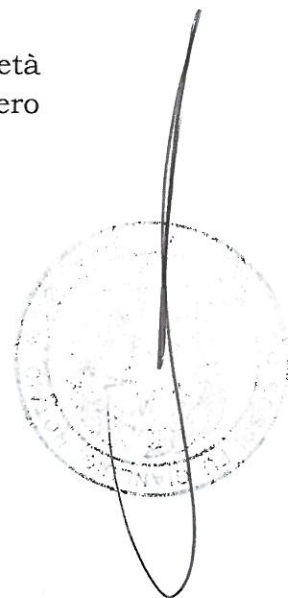
Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte, particolarmente nell'attuale contesto di mercato, quali stime del valore assoluto delle società interessate per operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite.

Ciò premesso, le principali considerazioni relative ai metodi di valutazione utilizzati dai Consigli di Amministrazione, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà nelle circostanze del caso di specie, sono le seguenti:

- i metodi adottati sono comunemente accettati ed utilizzati dalla prassi professionale e di mercato, sia a livello nazionale che internazionale, e sono condivisi dalla teoria finanziaria ed aziendalistica nell'ambito delle valutazioni di società con caratteristiche assimilabili a quelle in oggetto;
- i metodi utilizzati sono stati individuati nel rispetto di un principio generale di omogeneità ed applicati con modalità coerenti tra le due società operando con la finalità di esprimere valori confrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio;
- quanto sopra non risulta inficiato né dal fatto che gli Amministratori delle due società, pur nell'ambito delle stesse metodologie valutative, abbiano utilizzato grandezze variabili ed assunti diversi né dal fatto che in ragione della specifica finalità

dell'esercizio valutativo in oggetto i due organi Amministrativi giungano in base a diversi approcci prudenziali a conclusioni coerenti sotto il profilo del rapporto di cambio ancorchè divergenti sotto quello del valore assoluto attribuibile alle due società;

- i metodi sono stati applicati con riferimento alle due società considerate distintamente ed in ipotesi di autonomia, ovvero prescindendo dai possibili effetti derivanti dalla fusione.



11. Limiti specifici incontrati nell'espletamento del presente incarico

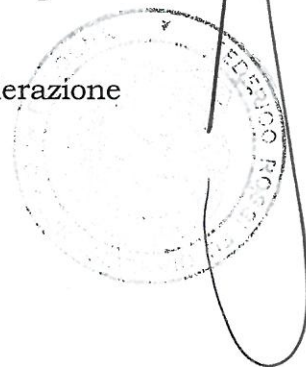
Nell'espletamento dell'incarico abbiamo rilevato le seguenti difficoltà connaturate al processo di valutazione effettuato dai Consigli di Amministrazione:

- i Consigli di Amministrazione hanno adottato, ai fini della determinazione dei rapporti di cambio delle metodologie di valutazione basate anche sull'utilizzo di previsioni economico-finanziarie prospettiche;
- tali dati prospettici contengono per loro natura, elementi d'incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti di contesto di mercato, normativo e dello scenario macroeconomico;
- tali proiezioni sono state analizzate sotto il profilo della ragionevolezza complessiva e della continuità ed omogeneità dei principi contabili applicati, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di valutazione previsionale;
- nell'applicazione del Metodo DCF gli Amministratori delle due società hanno utilizzato grandezze ed assunzioni in parte difformi per tener conto delle incertezze implicite nelle previsioni aziendali. Ciò ha determinato una significativa differenza nel valore attribuito ai due gruppi aziendali in termini di valori economici assoluti. Tuttavia, avendo ciascuno dei due Organi Amministrativi applicato in modo omogeneo le proprie assunzioni ad entrambi i gruppi aziendali, i *range* dei rapporti di cambio definiti appaiono coerenti;
- nell'applicazione dei multipli di mercato sono stati utilizzati prezzi di borsa, soggetti per loro natura a fluttuazioni anche significative a causa della volatilità dei mercati;
- gli Amministratori affermano di aver individuato il rapporto di cambio attraverso un confronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei diversi metodi valutativi senza peraltro illustrare tutti gli elementi che li hanno condotti all'identificazione del puntuale rapporto di cambio prescelto. In particolare gli Amministratori, nelle rispettive relazioni, hanno indicato gli intervalli di rapporti di cambio risultanti dall'applicazione dei diversi metodi valutativi principali e di

controllo utilizzati senza indicare con precisione il processo logico che ha condotto alla determinazione puntuale del rapporto di cambio. Comunque il rapporto di cambio prescelto si colloca all'interno del *range* risultante dal metodo di valutazione principale;

- i Consigli di Amministrazione hanno ritenuto d'individuare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione sulla base del piano economico finanziario della società risultante dalla fusione. Tale piano evidenzia l'attesa di una generazione di flussi di cassa sufficienti al finanziamento della gestione nonché alla remunerazione e rimborso del capitale di debito, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di valutazione previsionale.

Le suddette difficoltà sono state oggetto di una attenta considerazione nella predisposizione della presente relazione.



12. Conclusioni

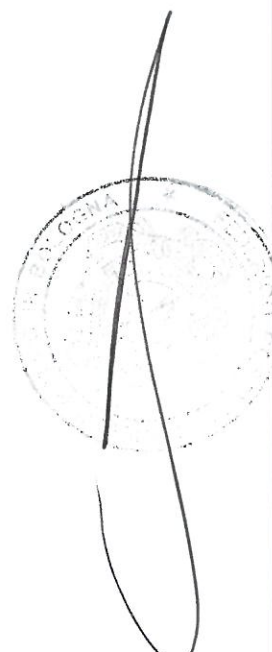
Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro e dei limiti specifici incontrati nell'espletamento del presente incarico, come illustrati nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione di Impregilo e di Salini siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati al fine della determinazione del rapporto di cambio delle azioni contenuto nel progetto di fusione.

Inoltre, sulla base dell'esame della documentazione a supporto delle ipotesi e degli elementi utilizzati nella formulazione dei dati previsionali contenuti nel piano economico-finanziario della società risultante dalla fusione e tenuto conto della relazione predisposta da PWC ai sensi dell'art. 2501-bis, quinto comma, Codice Civile, non siamo venuti a conoscenza di fatti tali da farci ritenere, alla data odierna, che tali ipotesi ed elementi non forniscano una base ragionevole per la predisposizione dei suddetti dati previsionali.

In considerazione di quanto sopra, ai sensi dell'art. 2501-bis, quarto comma, Codice Civile, non siamo venuti a conoscenza di fatti tali da farci ritenere che, alla data odierna, le indicazioni contenute nel progetto di fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione non siano ragionevoli.

Tutto ciò assumendo il verificarsi delle assunzioni ipotetiche relative agli eventi futuri ed alle azioni degli organi amministrativi come descritte nel suddetto piano economico-finanziario.

Va tuttavia evidenziato 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, gli scostamenti fra i valori consuntivi e i valori preventivati nel piano economico-finanziario potrebbero essere significativi. Ciò anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni ipotetiche descritte nel piano economico-finanziario si manifestassero.





BAKER TILLY
REVISA

La presente relazione è stata predisposta esclusivamente ai fini di quanto previsto dagli artt. 2501-*sexies* e 2501-*bis*, quarto comma, del Codice Civile, nell'ambito del progetto di fusione (c.d. inversa) per incorporazione di Salini in Impregilo e pertanto non può essere utilizzata in tutto o in parte per scopi difformi.

Non assumiamo la responsabilità di aggiornare la presente relazione per eventi o circostanze che dovessero manifestarsi successivamente alla data odierna.

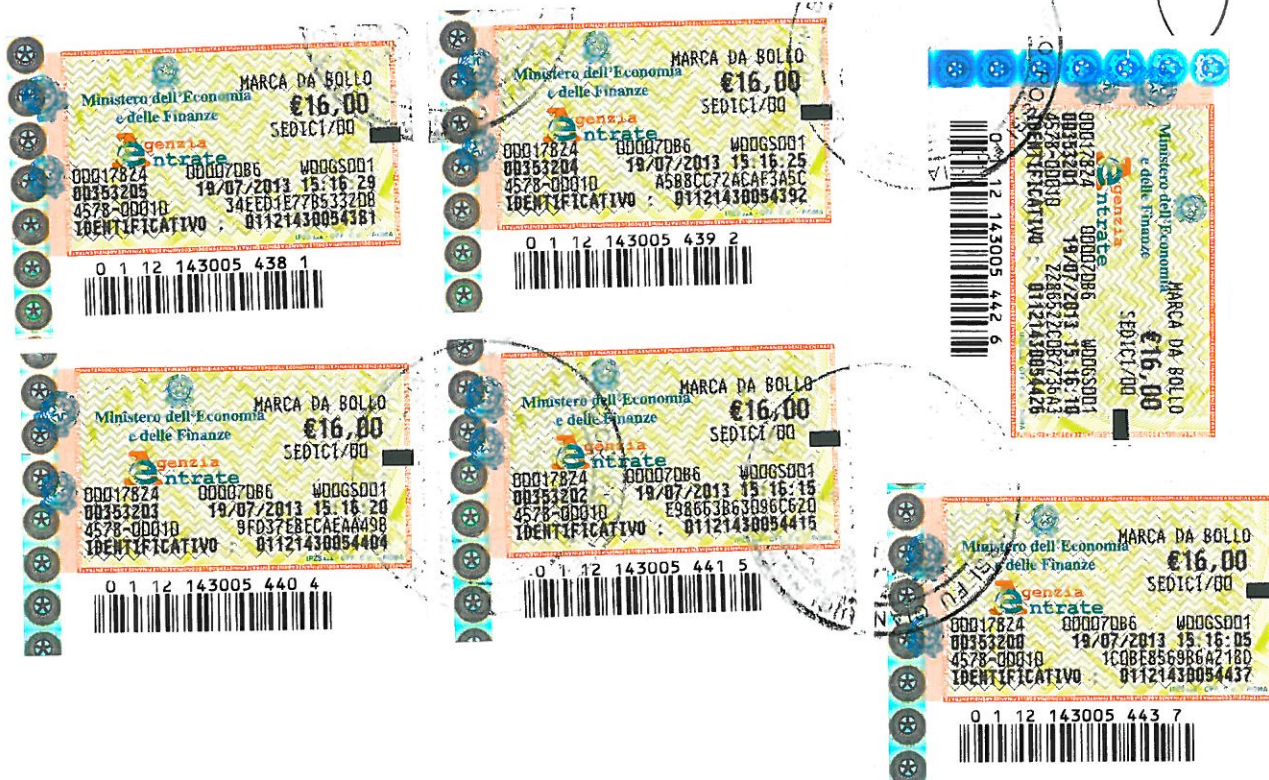
Bologna, 5 agosto 2013

Baker Tilly Revisa S.p.A.

Maurizio Godoli
Presidente

Baker Tilly Revisa S.p.A.

Enzo Spisni
Socio Procuratore



AUTENTICA DI FIRME

Repertorio N. 69993

In Bologna, Via Santo Stefano n. 42.

Certifico io sottoscritto dottor Federico Rossi, Notaio residente in Bologna, iscritto al Collegio Notarile di Bologna, che hanno firmato in mia presenza l'atto che precede i Signori:

GODOLI MAURIZIO, nato a Forlì (FC) il giorno 4 giugno 1941, residente a Bologna (BO), Via Guido Reni n. 2/2,

SPISNI ENZO, nato a Chomutov (EE) il giorno 22 luglio 1953, residente a Bologna (BO), Via Rialto n. 6/5,

delle cui identità personali io Notaio sono certo, i quali da me ammoniti sulle conseguenze penali delle dichiarazioni false o reticenti, hanno prestato il giuramento, pronunciando la formula di rito e dichiarando di avere fedelmente proceduto alle operazioni di stima che erano state loro affidate con la più precisa attenzione nel rispetto dei più consolidati criteri in uso in materia, il tutto anche ai sensi degli artt. 3 e 76 del D.P.R. 28 dicembre 2000 n. 445.

Bologna, 5 (cinque) agosto 2013 (duemilatredici)

A handwritten signature in dark ink, appearing to be 'F. Rossi', is written over a circular notary stamp. The stamp is partially obscured by the signature but shows some text around its perimeter, including 'NOTAIO' and 'BOLOGNA'.



**RELAZIONE SULL'ESAME DELLA SITUAZIONE PATRIMONIALE – FINANZIARIA
CONSOLIDATA PRO-FORMA AL 30 GIUGNO 2013 E DEL CONTO ECONOMICO
CONSOLIDATO PRO-FORMA PER IL SEMESTRE CHIUSO A TALE DATA DELLA
IMPREGILO SPA**

Al Consiglio di Amministrazione della
Impregilo SpA

- 1 Abbiamo esaminato gli allegati prospetti della situazione patrimoniale – finanziaria consolidata pro-forma al 30 giugno 2013 e del conto economico consolidato pro-forma per il semestre chiuso a tale data della Impregilo SpA (di seguito la “**Società**” e, congiuntamente con le società da questa controllate, il “**Gruppo Impregilo**”), corredati dalle relative note esplicative (di seguito i “**Prospetti Consolidati Pro-forma**”).

I Prospetti Consolidati Pro-forma derivano dai dati storici relativi al bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo Impregilo al 30 giugno 2013 (di seguito il “**Bilancio Consolidato Semestrale Abbreviato**”), dai dati storici relativi ai prospetti della situazione patrimoniale – finanziaria consolidata al 30 giugno 2013 e del conto economico consolidato per il semestre chiuso a tale data di Salini SpA (di seguito i “**Prospetti Contabili Semestrali Consolidati Salini**”) e dalle scritture di rettifica pro-forma a essi applicate e da noi esaminate.

Il Bilancio Consolidato Semestrale Abbreviato è stato da noi assoggettato a revisione contabile limitata a seguito della quale è stata emessa la relazione datata 8 agosto 2013.

I Prospetti Contabili Semestrali Consolidati Salini sono stati assoggettati a revisione contabile limitata da parte della società di revisione Reconta Ernst & Young SpA a seguito della quale è stata emessa la relazione datata 9 agosto 2013, nell'ambito e per le finalità connesse all'emissione della presente relazione sui Prospetti Consolidati Pro-forma.

La revisione contabile limitata è consistita principalmente nella raccolta di informazioni sulle poste del bilancio, nell'analisi dei criteri di valutazione e dei principi contabili utilizzati tramite colloqui con la direzione della Società, e nello svolgimento di analisi di bilancio. La revisione contabile limitata ha escluso procedure di revisione quali sondaggi di conformità e verifiche o procedure di validità delle attività e delle passività e ha comportato un'estensione di lavoro significativamente inferiore a quella di una revisione contabile completa. Di conseguenza, non è stato espresso alcun giudizio professionale di revisione sul Bilancio Consolidato Semestrale Abbreviato e sui Prospetti Contabili Semestrali Consolidati Salini sopraindicati.

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.812.000,00 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** 70124 Via Don Luigi Guanella 17 Tel. 0805640211 - **Bologna** Zola Predosa 40069 Via Tevere 18 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wuhrer 23 Tel. 0303697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Dante 7 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Piazza dei Martiri 58 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - **Parma** 43100 Viale Tanara 20/A Tel. 0521242848 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - **Trento** 38122 Via Grazioli 73 Tel. 0461237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001

I Prospetti Consolidati Pro-forma sono stati redatti sulla base delle ipotesi descritte nelle note esplicative, per riflettere retroattivamente gli effetti delle seguenti operazioni:

- i) fusione per incorporazione di Salini SpA in Impregilo SpA (di seguito la “**Fusione**”), e
- ii) emissione di un prestito obbligazionario da parte di Salini SpA per un importo nominale di Euro 400 milioni, completata in data 1° agosto 2013 (di seguito il “**Prestito Obbligazionario**”) e impiego dei relativi flussi finanziari.

Le due operazioni sopra menzionate sono congiuntamente definite come le “**Operazioni**”.

- 2 I Prospetti Consolidati Pro-forma sono stati predisposti ai fini dell’inclusione degli stessi nel documento informativo da redigersi ai sensi dell’art. 70, comma 6, e in conformità all’Allegato 3B, schema n. 1, del Regolamento di attuazione del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, adottato da CONSOB con Delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche.

L’obiettivo della redazione dei Prospetti Consolidati Pro-forma è quello di rappresentare, secondo criteri di valutazione coerenti con i dati storici e conformi alla normativa di riferimento, gli effetti delle Operazioni sull’andamento economico e sulla situazione patrimoniale-finanziaria del Gruppo Impregilo, come se le stesse fossero virtualmente avvenute il 30 giugno 2013 e, per quanto si riferisce ai soli effetti economici, all’inizio dell’esercizio 2013. Tuttavia va rilevato che, qualora le Operazioni fossero realmente avvenute alle date ipotizzate, non necessariamente si sarebbero ottenuti gli stessi risultati rappresentati nei Prospetti Consolidati Pro-forma.

La responsabilità della redazione dei Prospetti Consolidati Pro-forma compete agli amministratori della Società. E’ nostra la responsabilità della formulazione di un giudizio professionale sulla ragionevolezza delle ipotesi adottate dagli amministratori per la redazione dei Prospetti Consolidati Pro-forma e sulla correttezza della metodologia da essi utilizzata per l’elaborazione dei medesimi prospetti. Inoltre è nostra la responsabilità della formulazione di un giudizio professionale sulla correttezza dei criteri di valutazione e dei principi contabili utilizzati.

- 3 Il nostro esame è stato svolto secondo i criteri raccomandati dalla Consob nella Raccomandazione n. 1061609 del 9 agosto 2001 per la verifica dei dati pro-forma ed effettuando i controlli che abbiamo ritenuto necessari per le finalità dell’incarico conferitoci.
- 4 Dal lavoro svolto nulla è emerso che ci induca a ritenere che le ipotesi di base adottate dalla Società per la redazione dei Prospetti Consolidati Pro-forma non siano ragionevoli per riflettere retroattivamente gli effetti delle Operazioni, che la metodologia utilizzata per l’elaborazione dei predetti prospetti non sia stata applicata correttamente per le finalità



informative descritte in precedenza e, infine, che nella redazione dei medesimi prospetti siano stati utilizzati criteri di valutazione e principi contabili non corretti.

Milano, 27 agosto 2013

PricewaterhouseCoopers SpA

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Andrea Brivio", written in a cursive style.

Andrea Brivio
(Revisore legale)