

**PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE
DI
DIGITAL DESTINATION COMPANY S.R.L.
IN
SOSTRAVEL.COM S.P.A.**

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE
SUL RAPPORTO DI CAMBIO DELLE AZIONI AI SENSI
DELL'ART. 2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE**



| INDICE | Pag. |
|---|-------------|
| 1. OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO..... | 1 |
| 2. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE..... | 2 |
| 3. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE..... | 3 |
| 4. STRUTTURA DEI CAPITALI SOCIALI..... | 4 |
| 5. MODALITA' DI SVOLGIMENTO DELL'OPERAZIONE | 5 |
| 6. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA..... | 8 |
| 7. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO..... | 10 |
| 8. DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI | 14 |
| 9. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI..... | 15 |
| 10. SINTESI DEI RISULTATI – RAPPORTI DI CAMBIO..... | 17 |
| 11. LAVORO SVOLTO..... | 17 |
| 12. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITA' DELLE STIME PRODOTTE..... | 20 |
| 13. LIMITI RICONTRATI NELLO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO..... | 21 |
| 14. CONCLUSIONI..... | 22 |

**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE
sul rapporto di cambio delle azioni ai sensi
dell'art. 2501-sexies del Codice Civile**

Agli Azionisti di
Sostravel.com S.p.a.

e

Ai soci di
Digital Destination Company S.r.l.

1. OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

Nel quadro della prospettata fusione per incorporazione (nel seguito anche "**la Fusione**") di Digital Destination Company S.r.l. (di seguito anche "**DDC**" o "Incorporanda") in Sostravel.com S.p.a. (di seguito anche "**SOS**" o "Incorporante"), in data 24 febbraio 2022 siamo stati nominati dal Tribunale di Milano, su istanza congiunta di DDC e SOS (di seguito congiuntamente, anche "**le Società**"), quale esperto comune per la redazione della relazione (di seguito "**la Relazione**") sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni della società Incorporante con le quote della società Incorporanda (di seguito "**il Rapporto di Cambio**") ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile.

A tal fine, abbiamo ricevuto dalle Società il progetto di fusione per incorporazione di DDC in SOS (di seguito "**il Progetto di Fusione**") approvato dai rispettivi Organi Amministrativi in data 5 maggio 2022, la relazione del Consiglio di Amministrazione di SOS (di seguito "**la Relazione degli Amministratori**") che indica, illustra e giustifica, ai sensi dell'art.2501-quinquies del Codice Civile, il rapporto di cambio delle azioni (i soci di DDC hanno preventivamente rinunciato alla suddetta relazione), nonché il bilancio al 31 dicembre 2021 di DDC approvato dall'assemblea dei soci del 4 marzo 2022 e il bilancio al 31 dicembre 2021 di SOS approvato dall'assemblea dei soci del 28 aprile 2022, che includono le situazioni patrimoniali previste dall'art. 2501-*quater* del Codice Civile.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie dei Soci di DDC e SOS, che verranno convocate al fine di assumere le deliberazioni di cui all'articolo 2502 del Codice Civile.

Con l'approvazione del Progetto di Fusione, l'Assemblea Straordinaria di SOS sarà anche chiamata a deliberare sull'adozione di un nuovo statuto sociale con effetti dalla data di efficacia della Fusione come da testo allegato al Progetto di Fusione.

2. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Al fine di fornire ai soci di DDC e SOS idonee informazioni sul Rapporto di Cambio delle azioni, la presente Relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori delle due Società per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori delle due Società a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di DDC e di SOS, anche sulla base delle indicazioni dei consulenti utilizzati dalle rispettive Società, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società coinvolte nella prospettata Fusione. Tali valutazioni sono di competenza esclusiva degli Amministratori delle due Società.

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di SOS e di DDC per determinare il Rapporto di Cambio e, pertanto:

- non hanno alcuna validità per finalità diverse;
- non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sulla opportunità dell'operazione di fusione, né sulle motivazioni della stessa espresse nella Relazione degli Amministratori.

Le conclusioni esposte nella presente Relazione sono, inoltre, basate sul complesso delle indicazioni e considerazioni in essa contenute; pertanto, nessuna parte della Relazione potrà essere considerata, o comunque utilizzata, disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

3. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

L'operazione ha per oggetto la fusione per incorporazione di DDC in SOS, ai sensi e per gli effetti degli art. 2501 e seguenti del Codice civile, fatta eccezione per l'art. 2501-*bis* del Codice civile.

SOSTRAVEL.COM S.p.a.

Sostravel.com S.p.a., con sede legale in Gallarate (MI), codice fiscale e partita IVA 03624170126, è stata costituita nel 2017 e le azioni ordinarie sono state ammesse alla negoziazione di AIM (ora EGM) in data 1° agosto 2018.

L'attività della società consiste nella vendita di servizi di viaggio a passeggeri del trasporto aereo (ricerca bagagli smarriti, offerta contratti di assicurazione, assistenza medica e altro) attraverso vendita diretta presso gli aeroporti oppure mediante piattaforme digitali e dispositivi mobili.

Una parte significativa del business della società è svolta attualmente mediante contratti con Trawell Co S.p.a., parte correlata in quanto azionista di SOS.

La gestione e i programmi degli ultimi due esercizi, 2020 e 2021, sono stati negativamente influenzati dalla crisi del trasporto aereo di persone, connesso alle limitazioni conseguenti alla pandemia COVID-19.

DIGITAL DESTINATION COMPANY S.R.L.

Digital Destination Company S.r.l., con sede legale in San Teodoro (SS), codice fiscale e partita IVA 01593400912, è una start-up innovativa costituita il 14 ottobre 2020.

La società vende servizi turistici, pacchetti e/o camere di albergo, prevalentemente in Sardegna nella stagione estiva, direttamente mediante portali web proprietari o indirettamente mediante agenzie terze o canali on line di terzi.

OBIETTIVO DELLA FUSIONE

L'obiettivo della fusione è quello di cogliere opportunità nel mercato di riferimento, in settori contigui gestiti dalle due società, integrando i servizi offerti alla clientela attuale e prospettica, mediante l'uso di strumenti digitali innovativi. È previsto lo sviluppo di tali servizi sia in Italia che all'Estero.

4. STRUTTURA DEI CAPITALI SOCIALI

DDC

Ad oggi il capitale sociale di DDC è pari a euro 10.000,00, suddiviso come segue:

- quote di nominali euro 4.500,00, pari al 45% di proprietà Le Terrazze di Porto Ottiolu s.r.l.;
- quote di nominali euro 4.500,00, pari al 45%, di proprietà di Carmine Colella;
- quote di nominali euro 1.000,00, pari al 10%, di proprietà di Giovanni Petrucci.

SOS

Alla data della presente relazione, il capitale sociale di SOS è pari a euro 717.825,80, rappresentato da n. 7.178.258 azioni ordinarie, prive di valore nominale, ammesse alla negoziazione a EGM.

Gli amministratori di SOS riportano nella loro Relazione i soggetti che, alla data della medesima Relazione, sulla base delle informazioni a disposizione della Società Incorporante, sono titolari di azioni ordinarie di SOS con una partecipazione al capitale sociale ordinario superiore al 5%, come segue:

| Azionista | Numero azioni | quota di capitale |
|---------------------|---------------|-------------------|
| R.G. Holding s.r.l. | 2.699.374 | 37,60% |
| Trawell Co. S.p.a. | 792.336 | 11,04% |
| Rudolph Gentile | 12.432 | 0,17% |
| SUB TOTALE | 3.504.142 | 48,81% |
| Mercato | 3.674.116 | 51,18% |
| TOTALE | 7.178.258 | 100,00% |

Risultano inoltre in circolazione n. 11.961.662 *Warrant* che conferiscono il diritto di sottoscrivere azioni ordinarie di nuova emissione.

5. MODALITA' DI SVOLGIMENTO DELL'OPERAZIONE

Accordo di Investimento

In data 5 maggio 2022 SOS e DDC, insieme ai rispettivi soci di riferimento, hanno sottoscritto un Accordo di Investimento al fine di disciplinare, tra l'altro, i termini e le condizioni relativi alla realizzazione della Fusione (di seguito "Accordo").

Ai sensi dell'Accordo, gli impegni ivi previsti a carico delle parti, e in ogni caso l'impegno di procedere all'esecuzione della Fusione nei termini e con le modalità ivi previste, sono risolutivamente condizionati al preventivo verificarsi delle seguenti circostanze:

- (a) che i competenti organi sociali di SOS e DDC abbiano validamente approvato l'Operazione e il Progetto di Fusione nei termini stabiliti dall'Accordo;

- (b) che l'assemblea dei soci di SOS abbia approvato l'Operazione e il Progetto di Fusione con le maggioranze di cui all'art. 49, comma 1, lett. g) del Regolamento Emittenti e dell'art. 9.4 dello statuto di SOS e pertanto che l'approvazione e/o la realizzazione dell'Operazione non diano luogo ad obblighi di offerta pubblica di acquisto in capo ai soci di DDC e/o RG Holding;
- (c) che, con riferimento all'Operazione, SOS abbia provveduto agli adempimenti previsti dall'art. 14 del Regolamento Emittenti del mercato "Euronext Growth Milan" gestito da Borsa Italiana S.p.A. in materia di c.d. *reverse takeover*, incluso il rilascio a Borsa Italiana S.p.A. dell'attestazione richiesta dalla Scheda 7, parte I del citato regolamento;
- (d) che l'Euronext Growth Advisor abbia rilasciato a Borsa Italiana le dichiarazioni richieste dalla normativa applicabile;
- (e) che non intervengano variazioni significative, secondo il ragionevole giudizio dei soci di DDC, nella partecipazione detenuta direttamente e indirettamente da R.G. Holding in SOS rispetto a quella detenuta alla data di sottoscrizione dell'Accordo (pari, direttamente e indirettamente, al 48,64% del capitale sociale di SOS);
- (f) che non intervengano variazioni significative, secondo il ragionevole giudizio di R.G. Holding, nella partecipazione detenuta direttamente o indirettamente, dai soci di DDC in DDC, e nella ripartizione del relativo capitale sociale, rispetto a quella esistente alla data di sottoscrizione dell'Accordo;
- (g) che i creditori delle società coinvolte nella fusione non abbiano proposto opposizione ai sensi dell'art. 2503 c.c. (restando inteso che, qualora una tale opposizione sia stata presentata, le parti faranno quanto in proprio potere per superarla con le modalità indicate nell'art. 2503 comma 3 e 2445 comma 4 del codice civile e la condizione s'intenderà comunque avverata qualora il tribunale competente abbia disposto che l'operazione possa comunque essere perfezionata nonostante l'opposizione).

Nel caso in cui anche una sola delle condizioni dell'operazione non si avverasse le parti saranno liberate da qualsiasi vincolo derivante dall'Accordo di Investimento e da qualsiasi altra obbligazione derivante da accordi stipulati tra le stesse.

L'Accordo di Investimento prevede altresì, *inter alia*, che:

- (a) i soci di DDC e RG Holding sottoscrivano un patto parasociale della durata di 5 anni che regolamenti la governance aziendale (nomina e funzionamento del Consiglio di Amministrazione, nomina del Collegio Sindacale e decisioni dell'Assemblea dei soci) e un periodo di dodici mesi di *lock-up* delle azioni di proprietà dei soci di DDC e RG Holding;
- (b) entro la data di efficacia della Fusione stabilita nell'Atto di Fusione, siano emessi ed assegnati ai soci di DDC *warrant* SOS di nuova emissione, in misura pari nel complesso a n. 9.846.538.

Progetto di Fusione

In data 5 maggio 2022 gli Amministratori delle due Società hanno approvato il Progetto di Fusione e predisposto la Relazione degli Amministratori di SOS che indica, illustra e giustifica, ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile, il rapporto di cambio delle azioni.

La Fusione verrà deliberata, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2501-*quater* del codice civile, sulla base:

- (a) della situazione patrimoniale di SOS relativa al 31 dicembre 2021, così come risulta dal bilancio dell'esercizio 2021 approvato dall'assemblea dei soci del 28 aprile 2022,
- e
- (b) della situazione patrimoniale di DDC relativa al 31 dicembre 2021, così come risulta dal bilancio dell'esercizio 2021, approvato dall'assemblea dei soci del 4 marzo 2022.

Gli Amministratori sono pervenuti e hanno individuato il seguente Rapporto di Cambio:

**ogni euro di capitale sociale di DDC,
n. 590,9 (cinquecentonovantavirgolanove) azioni ordinarie
di SOS di nuova emissione**



Le azioni ordinarie di SOS di nuova emissione da assegnare ai soci di DDC saranno pari a 5.908.960 e verranno negoziate all'EGM.

Sulla base del medesimo rapporto di cambio verranno contestualmente emessi *warrant* SOS (aventi diritti analoghi ai *warrant* SOS in circolazione) da assegnare ai soci di DDC in numero complessivamente pari a 9.846.538.

La Fusione configura un'ipotesi di c.d. "*reverse takeover*" ai sensi dell'articolo 14 del Regolamento Emittenti EGM ed è pertanto soggetta alla preventiva autorizzazione dell'assemblea ordinaria dei soci di SOS, come previsto anche dallo statuto sociale dell'Incorporante.

Gli Amministratori di SOS, nella loro Relazione illustrativa, informano inoltre i soci del fatto che il perfezionamento della Fusione è subordinato all'approvazione da parte degli azionisti di SOS della Fusione nel rispetto delle maggioranze assembleari previste dall'articolo 49, comma 1, lett.g) del regolamento emittenti approvato con delibera Consob n. 11971/99, ai fini dell'esenzione (in capo a RG Holding e ai soci DDC) di promuovere un'offerta totalitaria sulle azioni di SOS (c.d. meccanismo di *withewash*).

A seguito dell'approvazione da parte delle assemblee straordinarie del progetto di fusione, si darà luogo alla fusione per incorporazione di DDC in SOS, mediante l'emissione delle nuove azioni ordinarie SOS, che verranno assegnate ai soci di DDC in base al rapporto di cambio determinato nel Progetto.

La società incorporata quindi si estinguerà, mentre l'Incorporante subentrerà nei rapporti giuridici della Incorporanda a partire dalla data in cui la Fusione avrà efficacia giuridica, come indicato nell'atto di fusione. A fini contabili e fiscali gli effetti della Fusione avranno decorrenza dall'inizio dell'esercizio finanziario in corso alla data in cui la fusione acquisterà efficacia civilistica.

6. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro incarico abbiamo ottenuto direttamente dalle Società i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie.

Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- il Progetto di Fusione di DDC e di SOS, approvato dai rispettivi Organi Amministrativi in data 5 maggio 2022 ed indirizzati alle rispettive Assemblee Straordinarie, che propongono, con riferimento alle situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2021, il Rapporto di Cambio individuato dagli Amministratori;
- la Relazione del Consiglio di Amministrazione di SOS, redatta ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del codice civile, che indica, illustra e giustifica il rapporto di cambio delle azioni;
- l'Accordo di Investimento sottoscritto in data 5 maggio 2022 tra DDC, i soci di DDC, SOS e gli azionisti di riferimento di SOS, con relativi allegati;
- la *fairness opinion* sul rapporto di cambio emessa da KPMG in data 5 maggio 2022;
- la documentazione predisposta da KPMG a supporto delle valutazioni e delle determinazioni degli Amministratori;
- i bilanci relativi agli esercizi 2018, 2019, 2020 e 2021 di SOS, corredati delle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione;
- il bilancio relativo all'esercizio 2021 di DDC, corredato della relazione della società di revisione;
- i piani economico-finanziari previsionali di SOS e DDC riferiti al periodo 2022-2026 predisposti dalle rispettive Direzioni Aziendali;
- la documentazione di varia natura a supporto delle ipotesi finanziarie della valutazione di DDC e SOS;
- l'andamento delle quotazioni di borsa delle Azioni e dei *warrant* SOS;
- le informazioni contabili, extracontabili e gestionali, i dettagli di calcolo, i dati e le informazioni ottenuti dagli Amministratori e da questi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio;
- le Visure Camerali Ordinarie delle società partecipanti alla Fusione;

- lo Statuto vigente della società Incorporanda e lo statuto vigente e quello post-Fusione della società Incorporante, questi ultimi allegati al Progetto di Fusione;
- i libri sociali delle società DDC e SOS;
- il Documento Informativo redatto ai sensi dell'art. 14 del Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan relativo alla fusione per incorporazione di DDC in SOS;
- il Documento relativo all'ammissione alla quotazione delle azioni di SOS all'EGM;
- il Regolamento dei "Warrant SOS".

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

Abbiamo infine ottenuto dagli Amministratori delle due Società attestazione che, per quanto a loro conoscenza, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

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

Gli Amministratori delle Società coinvolte nell'operazione di fusione, in considerazione delle diverse caratteristiche delle Società stesse, hanno ritenuto ragionevole utilizzare metodi di valutazione analoghi, selezionati tra quelli ritenuti più appropriati per esprimere il valore delle entità partecipanti alla Fusione.

Scelta dei metodi e dei criteri di valutazione

Nella fusione tra le società l'obiettivo della valutazione è la determinazione dei valori relativi dei capitali economici e del conseguente rapporto di cambio, cioè della proporzione fra il numero delle azioni o quote della società incorporanda e il numero delle azioni che l'incorporante assegna ai soci dell'incorporanda.

Lo scopo principale delle valutazioni delle società interessate da fusioni, quindi, più che la stima dei valori assoluti del capitale economico, è rappresentato dall'ottenimento di valori relativi raffrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio. Le società oggetto dell'operazione devono pertanto essere valutate in base a criteri coerenti, in modo che i risultati delle analisi valutative siano pienamente confrontabili.

Si precisa inoltre che i valori relativi di DDC e SOS sono stati determinati in ipotesi di continuità aziendale e prescindendo da ogni considerazione di carattere economico e finanziario relativa agli effetti della Fusione. Le società partecipanti alla Fusione sono state valutate come entità separate (cosiddetta ottica *stand-alone*), a prescindere da qualsiasi valutazione dei potenziali effetti della Fusione sull'entità risultante.

Descrizione delle metodologie utilizzate

Tenuto conto delle finalità delle stime, dei criteri comunemente impiegati nella prassi valutativa nazionale e internazionale, delle caratteristiche proprie di ciascuna società, gli Amministratori hanno adottato sia per DDC che per SOS, il metodo valutativo del *Discounted Cash Flow* ("DCF"), in considerazione delle caratteristiche di tale metodo quali la flessibilità e la capacità di cogliere e valutare la generazione di cassa, la redditività, la crescita e il profilo di rischio specifici della società.

Il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF) prevede l'attualizzazione dei flussi monetari che la società sarà in grado di generare e stima il valore economico di un'azienda sulla base dei seguenti aggregati:

- flussi di cassa operativi, intendendo per tali quelli generati dalla gestione caratteristica della società, previsti nel periodo esplicito preso in considerazione dai piani industriali dell'azienda;
- flusso di cassa c.d. "*terminal value*", inteso come il flusso che la società sarà in grado di generare in perpetuo nel periodo di tempo che

va oltre il periodo esplicito del piano industriale.

Il valore ottenuto sommando le due grandezze appena descritte, opportunamente attualizzate ad un tasso che tenga conto del profilo di rischio specifico per l'azienda, rappresenta un flusso c.d. "unlevered" in quanto non tiene conto della struttura finanziaria della società oggetto di valutazione; il metodo DCF prevede pertanto che tali flussi siano rettificati per l'importo della posizione finanziaria netta della società, alla data di riferimento della valutazione.

Devono infine essere apportate le necessarie rettifiche per tenere conto di ulteriori elementi valutativi non già presi in considerazione nell'ambito della stima dei flussi di cassa operativi; si fa ad esempio riferimento alla presenza di c.d. "surplus assets" (es. partecipazioni non di controllo) e/o a rettifiche eseguite per tenere conto della presenza di interessi di minoranza.

La formula matematica che esprime il DCF è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+WACC)^t} + \frac{VT}{(1+WACC)^n} - DF_{t0}$$

dove:

W = Valore del capitale economico (Equity Value)

FC_t = Flusso di cassa operativo "unlevered" annuale atteso nel periodo t

VT = Valore terminale

DF = Posizione finanziaria netta e interessi di terzi al momento t=0

n = Numero dei periodi di proiezione esplicita

WACC = Costo medio ponderato del capitale

Il valore terminale viene calcolato in base alla formula seguente

$$VT = \frac{FC_n}{(WACC-g)}$$



ove g rappresenta il tasso di crescita perpetua ipotizzato.

I flussi finanziari da attualizzare sono quelli di natura operativa, destinati alla remunerazione di tutti i fornitori di capitale, soci e terzi. Ai fini dell'attualizzazione dei flussi finanziari e del valore residuo, deve essere pertanto utilizzato un tasso rappresentativo del costo medio del capitale investito nelle società. Sulla base della prassi e della dottrina e in particolare della tecnica valutativa del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), il Costo medio ponderato del capitale (WACC) è definito come segue:

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

- K_d = Costo del capitale di debito
- K_e = Costo del capitale proprio
- D = Capitale di debito
- E = Capitale di rischio
- t = Aliquota fiscale

In particolare, il costo del capitale di debito rappresenta il tasso di finanziamento a lungo termine applicabile a società o attività economiche di simile rischiosità. Il costo del capitale di rischio riflette invece il rendimento atteso dall'investitore, tenuto conto del rischio relativo dell'investimento, calcolato sulla base della teoria del *Capital Asset Pricing Model* attraverso la seguente formula:

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

dove:

- K_e = Costo del capitale di rischio
- R_f = Tasso di rendimento atteso su investimenti privi di rischio
- β = Coefficiente che misura la correlazione tra i rendimenti attesi dell'investimento considerato e i rendimenti attesi del mercato

azionario di riferimento

R_m = Rendimento medio atteso su investimenti azionari del mercato azionario di riferimento.

In via generale, il tasso WACC utilizzato ai fini della stima del valore del capitale economico riflette ipotesi coerenti con i *benchmark* di mercato relativi al costo del capitale di rischio (tasso di rendimento atteso su rendimenti privi di rischio, coefficiente Beta, premio di rendimento richiesto dal mercato azionario), nonché con la struttura del capitale delle attività oggetto di valutazione.

Gli Amministratori hanno deciso di non considerare il valore di mercato delle azioni SOS in quanto le quotazioni al listino EGM si riferiscono a un numero di scambi relativamente limitato conclusi nell'ambito di un mercato non regolamentato.

8. DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Gli Amministratori di SOS hanno evidenziato nella loro Relazione di aver incontrato taluni limiti e difficoltà, che possono così sintetizzarsi:

- Congiuntura economica sfavorevole: l'attuale scenario macroeconomico risulta negativamente impattato dal protrarsi della pandemia da COVID-19 e dalle recenti tensioni geopolitiche conseguenti alla guerra in corso in Ucraina. Ciò determina una maggiore aleatorietà connessa alla realizzazione degli obiettivi alla base dei piani strategici predisposti dalle Società, sia per quanto concerne il concretizzarsi degli stessi, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della loro manifestazione. In particolare tale rischio rileva maggiormente per SOS, i cui risultati economici subirebbero un significativo deterioramento in caso di rallentamento delle attività aeroportuali.
- Stadio di sviluppo delle Società: SOS e DDC sono realtà molto giovani e in fase di sviluppo, il che le rende particolarmente vulnerabili a eventuali scenari avversi – di vario tipo – che possano loro presentarsi,

andando così ad aggiungere ulteriore aleatorietà alla realizzazione dei rispettivi piani strategici. In aggiunta il *track record* delle *performance* storiche risulta limitato, rendendo quindi più difficoltose le valutazioni in merito all'attendibilità delle stime future.

- Operazioni con parti correlate: con specifico riferimento a SOS, si evidenzia che allo stato attuale una quota rilevante del proprio fatturato è sviluppata nei confronti di parti correlate. Gli Amministratori riportano nella loro Relazione che non è stato possibile verificare la coerenza delle proiezioni della Direzione di SOS con quelle di tali parti correlate.

Valgono infine le considerazioni generali relative alla complessità ed aleatorietà riferibili alle scelte riguardanti la determinazione di valori previsionali, significativi a fini valutativi, tipiche dell'applicazione del metodo finanziario.

9. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

Come descritto nella Relazione degli Amministratori, il Rapporto di Cambio è stato definito in funzione delle valutazioni di seguito descritte.

SOS e DDC – metodo Discounted Cash Flow

La metodologia utilizzata è analoga per entrambe le società.

La data di riferimento della valutazione è il 31 dicembre 2021.

Il metodo del DCF è stato adottato basandosi preliminarmente sui piani industriali 2022-2026, elaborati dal *Management* di SOS e di DDC, sulla scorta di assunzioni economico-finanziarie, nell'ipotesi che le società continuino ad operare autonomamente (ipotesi *stand alone*).

I flussi utilizzati dagli Amministratori per la stima dell'*Enterprise Value* (EV) sono i *Free Cash Flows* operativi cioè i flussi monetari netti della gestione caratteristica, depurati delle influenze dei movimenti collegati alla



gestione finanziaria ed alla gestione extra-caratteristica, al fine di esprimere il valore dell'azienda in relazione ai flussi monetari generati prevalentemente dalle scelte gestionali.

Il patrimonio residuale ("*terminal value*" così come definito in precedenza) è stato determinato attualizzando il flusso di cassa dell'ultimo periodo di previsione del piano sulla base di tassi di attualizzazione differenti per le due società, come nel seguito riportato.

Per SOS i singoli flussi di cassa come precedentemente descritti, ivi incluso il *terminal value*, sono stati attualizzati in base ad un tasso rappresentativo del costo medio ponderato del capitale dell'azienda, stimato pari al 11,50%, calcolato in base al costo opportunità del capitale di rischio (WACC), avendo stimato i seguenti parametri:

- il *risk free rate* dell'1,4%,
- il *market risk premium* del 5,5%,
- un *beta* pari a 1,3,
- un *size premium* del 3%

Il *g rate* (tasso di crescita) applicato è stato stimato al 2,3%.

Il tasso di attualizzazione applicato ai flussi di cassa di DDC, pari al 16,9% è stato stimato in base al minimo *IRR (internal rate of return)*, cioè il rendimento richiesto da un potenziale investitore in start-up al medesimo stadio di sviluppo di DDC ("*venture capital method*").

Il tasso di crescita applicato è stato stimato all'1,4%.

Al risultato del procedimento di attualizzazione dei flussi, chiamato valore delle attività operative o *Enterprise Value* ("EV"), è stato sottratto algebricamente il valore della Posizione Finanziaria Netta di SOS e di DDC al 31 dicembre 2021, al fine di determinare l'*Equity Value* dell'azienda.

La valutazione effettuata dagli Amministratori con il metodo del DCF ha evidenziato i seguenti valori:



| | SOS | DDC |
|------------------|----------------|--------------|
| ENTERPRISE VALUE | = 5,9 Euro/mio | 5,5 Euro/mio |
| EQUITY VALUE | = 7,2 Euro/mio | 5,9 Euro/mio |

10. SINTESI DEI RISULTATI - RAPPORTI DI CAMBIO

Sulla base dei valori unitari delle azioni SOS e delle quote nominali di capitale DDC, gli Amministratori hanno proceduto alla determinazione del Rapporto di Cambio sulla base della seguente formula:

**ogni euro di capitale sociale di DDC,
n. 590,9 (cinquecentonovantavirgolanove) azioni ordinarie
di SOS di nuova emissione**

11. LAVORO SVOLTO

Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata

Come indicato in precedenza, i bilanci al 31 dicembre 2021 di DDC e SOS, sono stati assoggettati a revisione contabile dalla società di revisione Audirevi S.p.a., e le relative situazioni patrimoniali sono state assunte ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile. Abbiamo pertanto esaminato i bilanci, preso atto del giudizio espresso dai revisori e avuto colloqui con gli stessi allo scopo di ottenere informazioni circa i rischi identificati e possibili problematiche di cui tenere conto ai nostri fini.

Abbiamo inoltre raccolto, attraverso discussione con le Direzioni di entrambe le Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la chiusura delle situazioni patrimoniali ex art. 2501-*quater* che potrebbero avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del nostro esame e ci è stato confermato che, dalla data di chiusura delle



predette situazioni patrimoniali alla data di emissione della presente Relazione, non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica della valutazione delle Società partecipanti alla Fusione e/o una modifica del Rapporto di Cambio.

Con riferimento ai piani industriali di DDC e SOS nel periodo 2022/2026 e alle conseguenti previsioni dei flussi di cassa, fermi restando le incertezze e i limiti connessi a ogni tipo di dato previsionale, abbiamo discusso con la Direzione delle Società e con i loro consulenti le principali caratteristiche del processo di previsione e i criteri utilizzati per la redazione dei citati piani. Abbiamo in particolare analizzato, nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, i seguenti aspetti:

- ragionevolezza delle *assumptions* a supporto dei piani previsionali, con particolare riferimento alle ipotesi di crescita, sia previste nel periodo esplicito che con riferimento al periodo oltre il piano industriale;
- coerenza dei criteri adottati per la previsione dei flussi di cassa con quelli adottati per la redazione delle situazioni patrimoniali e dei bilanci storici delle Società;
- ragionevolezza dei parametri prescelti per la stima del tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa.

Considerando le finalità dell'incarico conferitoci, con riferimento alla redazione delle situazioni patrimoniali e dei piani industriali delle due Società, e per le conseguenti previsioni dei flussi di cassa, non sussistono motivi per ritenere che le assunzioni fatte dagli Amministratori non siano ragionevoli.

Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio

Abbiamo svolto un esame della metodologia seguita dagli Amministratori per la determinazione del valore delle due Società e per la conseguente determinazione, da parte degli Amministratori, del Rapporto di Cambio, verificando l'idoneità tecnica, nelle specifiche circostanze, dei suddetti metodi.



Abbiamo ripercorso la suddetta metodologia utilizzata dagli Amministratori, verificandone la ragionevolezza, sulla base della prassi e della dottrina più diffuse, e la corretta applicazione delle stesse.

Abbiamo altresì verificato la ragionevolezza dei parametri utilizzati dagli Amministratori. Abbiamo, inoltre, svolto le seguenti procedure:

- analisi critica del Progetto di Fusione approvato dagli Amministratori di SOS e DDC in data 5 maggio 2022 e della Relazione degli Amministratori di SOS redatta ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile;
- verifica della completezza e uniformità dei procedimenti seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché della coerenza del metodo di valutazione rispetto alle caratteristiche delle due Società;
- sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito del metodo di valutazione adottato dagli Amministratori, con l'obiettivo di verificare quanto il Rapporto di Cambio sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri ritenuti significativi;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla "*Documentazione utilizzata*" descritta al precedente paragrafo 6;
- verifica della correttezza matematica del calcolo dei rapporti di valori derivanti dall'applicazione del metodo di valutazione adottato dagli Amministratori, anche sulla base dell'indicazione dei loro consulenti;
- verifica della correttezza matematica della determinazione del numero di azioni di nuova emissione in applicazione del Rapporto di Cambio proposto;
- colloqui con le Direzioni delle Società per discutere in merito all'attività svolta, alle problematiche incontrate e alle soluzioni adottate.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione delle due Società, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni

espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

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

12. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITA' DELLE STIME PRODOTTE

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori relativi alle singole Società, effettuata attraverso l'applicazione di criteri tali da ottenere risultati omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio; nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio.

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

Ferme restando le considerazioni in precedenza svolte circa la valenza, la portata e i limiti delle valutazioni nell'ambito delle operazioni di fusione, si osserva che:

- il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori è normalmente adottato nella prassi professionale italiana e internazionale, ha consolidate basi dottrinali e si basa su parametri determinati dagli Amministratori attraverso un percorso metodologico di generale accettazione;
- il metodo di valutazione del DCF (*Discounted Cash Flow*) adottato dagli Amministratori, appare adeguato nella fattispecie, in

considerazione delle caratteristiche delle Società e tenuto conto delle difficoltà riportate dagli Amministratori;

- la stima dei flussi di cassa futuri di SOS e DDC, ai fini della valutazione con il metodo DCF, è stata effettuata tenendo conto di stime e di proiezioni particolarmente aleatorie, per quanto già evidenziato circa il difficile contesto macro-economico e il giovane stadio di sviluppo delle due società; tuttavia il rischio di mancato realizzo delle ipotesi di crescita effettuato risulta attenuato dall'adozione di tassi di attualizzazione particolarmente prudenti;
- conformemente al contesto valutativo richiesto in sede di fusione, i metodi sono stati sviluppati in ottica *stand alone*, pertanto le valutazioni sono state effettuate in ipotesi di continuità di gestione delle società e non sono state considerate stime relative alla possibilità di realizzazione di sinergie tra le due aziende;
- non sono stati considerati, nella determinazione del numero delle azioni di SOS, i potenziali effetti conseguenti all'esercizio dei *warrant* già in circolazione e di quelli di cui è prevista l'emissione nel contesto dell'esecuzione della Fusione. L'approccio seguito dagli Amministratori appare, sotto questo profilo, adeguato nelle circostanze e non arbitrario.

13. LIMITI RICONTRATI NELLO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

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

Relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nell'espletamento del presente incarico, si evidenziano i seguenti aspetti:

- in relazione all'utilizzo di dati previsionali nella valutazione di SOS e di DDC, secondo il metodo del DCF, che sottendono per loro natura alcuni elementi di incertezza, abbiamo presupposto che questi siano stati preparati in modo obiettivo, su elementi di ipotesi che riflettono le migliori previsioni attualmente disponibili per gli Amministratori, in

- relazione ai futuri risultati economico finanziari;
- le incertezze connesse al complesso contesto macro-economico rendono alquanto difficile individuare tassi di crescita nei prossimi anni, che potrebbero ancora essere negativamente influenzati dal persistere di eventi quali la Pandemia COVID-19 e i conflitti nell'est Europa. Tale problematica risulta particolarmente rilevante nel settore del trasporto viaggiatori aerei, di riferimento per SOS;
 - l'analisi dei dati storici, per quanto già evidenziato, e anche per la vita recente delle due società, non consente di individuare indicatori di performance da proiettare in futuro, con sufficiente attendibilità.


14. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrati nella presente Relazione, fermo restando quanto evidenziato nei precedenti paragrafi, con particolare riferimento al rischio di scostamenti significativi nelle proiezioni future stimate dagli Amministratori di SOS e DDC, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di S O S e DDC siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di Fusione pari a:

**ogni euro di capitale sociale di DDC,
n. 590,9 (cinquecentonovantavirgolanove) azioni ordinarie
di SOS di nuova emissione**

Milano, 6 maggio 2022

Baker Tilly Revisa S.p.a.


Dionigi Crisigiovanni
(Socio Procuratore)