



Studio Tributario Societario  
INTERNAZIONALE

Spett.le  
Poligrafica San Faustino S.p.A.  
Via Valenca, 15  
Castrezzato 25030 (BS)

Spett.le  
Campi S.r.l.  
Via Valenca, 15  
Castrezzato 25030 (BS)

Alla c.a. degli amministratori di Poligrafica San Faustino S.p.A e di Campi S.r.l.

**Oggetto: Opinione sulla determinazione del rapporto di concambio relativo alla fusione per incorporazione della Poligrafica San Faustino S.p.A. in Campi S.r.l.**

**1. Premessa**

STS Legal (di seguito "STS"), è stato incaricato da Poligrafica San Faustino S.p.A. (di seguito "PSF" o "Incorporanda") e da Campi S.r.l. (di seguito "Campi" o "Incorporante") per la prestazione di consulenza finanziaria, come di seguito indicata, con riferimento alla possibile fusione tra Campi e PSF (di seguito "Fusione").

In particolare, STS è stato incaricato di assistere i Consigli di Amministrazione di PSF e di Campi (di seguito "CdA"), nella determinazione del rapporto di cambio delle quote della società incorporante Campi e delle azioni della incorporanda PSF (il "Rapporto di Cambio" o il "Concambio"), relativamente alla Fusione (di seguito "Opinione" o "Fairness Opinion"). L'Opinione sintetizza l'insieme delle analisi valutative svolte da STS nell'ambito dell'incarico assegnato e si propone pertanto di fornire ai CdA di PSF e di Campi elementi, dati e riferimenti utili da un punto di vista finanziario per proporre all'Assemblea dei Soci il Rapporto di Cambio più idoneo a determinare un valore equo per gli azionisti di PSF nella Fusione.

Qualsiasi utilizzo, in tutto o in parte, della presente Opinione dovrà essere preventivamente concordato, nelle relative modalità di pubblicazione, con STS, salva l'ipotesi in cui la pubblicazione sia obbligatoria ai sensi di legge, regolamento o ordine di un'autorità pubblica (nel qual caso tale preventivo accordo non sarà necessario).

BRESCIA  
25121 - Via Gabriele Rosa n. 34  
tel. +39 030 42615  
fax +39 030 2936105  
info@stsint.eu

MILANO  
20122 - Via Durini, 15  
tel. +39 02 45481138  
fax +39 02 45481837  
milano@stsint.eu

[www.stsint.eu](http://www.stsint.eu)



Studio Tributario Societario  
INTERNAZIONALE

Le conclusioni esposte nella presente Opinione sono basate sul complesso delle valutazioni in essa contenute e pertanto nessuna parte della stessa potrà essere utilizzata disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

STS ha agito in qualità di consulente finanziario di PSF e Campi in relazione all'Opinione e riceverà un compenso da Poligrafica/Campi per i servizi resi.

## **2. Finalità della presente Opinione**

La determinazione del Rapporto di Cambio e la stima ad esso sottesa del valore del capitale economico delle Società sono state effettuate al fine di ottenere valori "relativi" significativamente raffrontabili nella determinazione del Concambio da adottare nella Fusione e di assicurare parità di trattamento tra gli azionisti di Poligrafica. I valori economici relativi, risultanti dalla presente Opinione, non dovranno pertanto essere utilizzati per scopi o motivi diversi rispetto alla determinazione del Concambio ai fini della Fusione.

La presente Opinione non è finalizzata né ad esprimere alcuna opinione sulla strategia imprenditoriale dell'operazione proposta o del valore strategico per gli azionisti di PSF, né ad esprimere un parere in termini assoluti del valore di PSF.

## **3. Descrizione dell'operazione**

Le società coinvolte nell'operazione sono:

- Campi S.r.l., società incorporante, iscritta alla Camera di Commercio di Brescia, con sede in Castrezzato (BS) via Valenca 15, C.F. 01251520175, Capitale Sociale interamente versato pari ad € 10.000 costituito da n. 10.000 quote;
- Poligrafica San Faustino S.p.A., società incorporanda, iscritta alla Camera di Commercio di Brescia, con sede in Castrezzato (BS) via Valenca 15, C.F. 04228490985, Capitale Sociale interamente versato pari ad € 6.161.592,12 costituito da n. 1.123.483 azioni;

L'operazione in oggetto prevede la fusione per incorporazione di PSF in Campi mediante l'emissione di quote Campi a favore degli azionisti PSF.

## **4. Documentazione esaminata**

La data di riferimento della valutazione del valore economico delle società contenute nella presente Opinione è il 22/04/2021.

Il lavoro svolto e le considerazioni riportate nella presente Opinione devono essere interpretate alla luce delle seguenti considerazioni e limitazioni principali:

- le Società sono state esaminate in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti di direzione e gestione operativa;
- la valutazione è stata effettuata alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili; non si è tenuto conto della possibilità del verificarsi di eventi esterni di natura

BRESCIA  
25121 - Via Gabriele Rosa n. 34  
tel. +39 030 42615  
fax +39 030 2936105  
info@stsint.eu

MILANO  
20122 - Via Durini, 15  
tel. +39 02 45481138  
fax +39 02 45481837  
milano@stsint.eu

www.stsint.eu



Studio Tributario Societario  
INTERNAZIONALE

- straordinaria o non prevedibile;
- nell'utilizzo dei dati previsionali e delle analisi finanziarie che sono state fornite dal management delle Società, si è ritenuto che queste siano state predisposte in modo obiettivo, in relazione ai futuri risultati finanziari e alle condizioni economiche delle Società stesse;
  - nell'ambito della definizione del Rapporto di Cambio non sono stati tenuti in considerazione impatti derivanti dall'eventuale recesso dei soci di PSF, in quanto gli stessi effetti sono, allo stato attuale, difficilmente prevedibili;
  - l'incarico assegnato a STS non ha comportato lo svolgimento di alcuna attività di due diligence né di revisione contabile sui bilanci delle società del Gruppo PSF e di Campi, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale o connesse a problematiche di tipo ambientale non riportate nei bilanci stessi (i bilanci di PSF risultano peraltro già soggetti a revisione contabile da parte di Fidital Revisione S.r.l.);
  - STS ha fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza delle informazioni esaminate, senza procedere ad alcuna verifica indipendente delle informazioni stesse. STS non è pertanto in grado di esprimere alcun giudizio, né si assume alcuna responsabilità, circa l'accuratezza o la completezza dei dati contenuti nei documenti economico-finanziari storici e prospettici, né degli altri elementi conoscitivi utilizzati ai fini della valutazione.

STS, ai fini della redazione del presente parere, precisa di aver eseguito la valutazione prendendo come riferimento:

- i bilanci consolidati di PSF per gli esercizi 2017-2018-2019-2020;
- la situazione economico-patrimoniale di Campi al 13/04/2021;
- il Business Plan 2021-2025 di PSF approvato dal CdA di PSF in data 21/04/2021;
- i multipli di borsa di società comparabili
- le visure di PSF e Campi;
- altri dati, documenti diversi ed informazioni forniti, in forma verbale o scritta, dal management di PSF e Campi.

La presente Opinione si basa necessariamente sulle condizioni economiche, di mercato ed altre condizioni attualmente in essere, nonché sulle informazioni scritte e orali rese disponibili a STS fino alla data del 23 aprile 2021.

STS non esprime altresì alcuna opinione in relazione al prezzo, in base al quale il titolo PSF sarà trattato sul mercato borsistico. Altri fattori verificatisi successivamente alla presente data potrebbero influenzare il valore delle attività di PSF o di Campi, sia prima che dopo il completamento della Fusione.

BRESCIA  
25121 - Via Gabriele Rosa n. 34  
tel. +39 030 42615  
fax +39 030 2936105  
info@stsint.eu

MILANO  
20122 - Via Durini, 15  
tel. +39 02 45481138  
fax +39 02 45481837  
milano@stsint.eu

[www.stsint.eu](http://www.stsint.eu)



Studio Tributario Societario  
INTERNAZIONALE

## 5. Metodologia di valutazione

L'individuazione delle metodologie nel processo di valutazione è stata effettuata in base alle caratteristiche delle società e delle attività coinvolte nell'operazione e degli obiettivi della valutazione stessa. In generale, il principio base delle valutazioni, ai fini di operazioni di fusione, consiste nell'omogeneità dei criteri di analisi e di stima selezionati per le società coinvolte nella fusione. Tale principio, in detta circostanza, non appare idoneo perché Campi è stata costituita in data 13 novembre 2020 e, ad oggi, anche se attiva, non ha ancora iniziato l'attività.

Ai fini della predisposizione della presente Opinione, è stato utilizzato:

- per la valutazione di Campi il metodo Patrimoniale Semplice;
- per la valutazione di PSF:
  - il metodo analitico dei Flussi di Cassa Attualizzati ("Discounted Cash Flow" o "DCF") quale metodo principale;
  - il metodo di multipli di borsa di società comparabili e il metodo delle quotazioni di borsa, quali metodi di controllo.

### *5.1. Il metodo Patrimoniale Semplice*

Tenuto conto della composizione dell'attivo e del passivo della società Campi, della sua recente costituzione nel novembre 2020 e del fatto che la sua attività e business non sono ancora avviati, è necessario prendere come riferimento, per la valutazione della Società, la metodologia Patrimoniale Semplice.

Il metodo patrimoniale si basa sulla visione dell'azienda quale complesso di asset che hanno uno specifico valore di mercato. Si prescinde, dunque, dall'attitudine dell'impresa a generare reddito. Tale metodo comporta la rettifica e la riespressione in termini di valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo. La differenza tra attivo rettificato e passivo rettificato determina il patrimonio netto rettificato.

### *5.2. Il metodo Discounted Cash Flow*

La metodologia di valutazione del capitale economico fondata sull'approccio finanziario si basa sull'assunto che un'impresa in funzionamento sia un investimento in atto. Gli Amministratori ritengono che tale metodo possa essere in grado di riflettere a pieno le prospettive reddituali e finanziarie societarie delineate dal piano industriale redatto dai rispettivi management. Con tale metodo, la definizione del valore di un complesso aziendale è assimilabile a un caso particolare dell'analisi economica degli investimenti. Secondo tale metodologia, il valore economico di un'azienda è pari al valore dei flussi monetari (di cassa), che si prevede la stessa potrà generare, attualizzato al tasso che rifletta il rischio dell'investimento.

Questo metodo, fondato su principi di razionalità economica, è caratterizzato dalla soggettività che permea la previsione delle grandezze che determinano il valore dell'azienda (ad esempio, flussi di cassa, tasso di attualizzazione, growth rate "g").



Studio Tributario Societario  
INTERNAZIONALE

### *5.3. Il metodo dei multipli di borsa di società comparabili*

A titolo di raffronto rispetto alla metodologia principale del DCF, si è opportuno prendere in considerazione per la valutazione di PSF, la metodologia dei multipli di borsa di società comparabili.

Il metodo in oggetto è basato sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili sul prezzo di attività comparabili (società quotate appartenenti allo stesso settore), applicato a corrispondenti variabili di bilancio significative dell'azienda oggetto di valutazione, quali fatturato, margine operativo lordo (ebitda), reddito operativo lordo (ebit), utile netto, patrimonio netto, etc., al fine di stimarne il valore.

### *5.4. Il metodo delle quotazioni di Borsa*

Tenuto conto dello status di società quotata, si è ritenuto opportuno prendere in considerazione, quale metodo di controllo per la valutazione di PSF la metodologia dei prezzi di Borsa del titolo PSF che permette di identificare il valore economico di una società con il valore attribuitole dal mercato borsistico nel quale le azioni della società sono negoziate.

La metodologia consiste nel valutare le azioni della società sulla base del prezzo di mercato ad una certa data oppure della media del prezzo delle azioni, registrata sul mercato azionario dove le azioni sono negoziate, nel corso di un determinato intervallo di tempo.

In particolare, al fine di limitare l'effetto della volatilità dei titoli in specifici intervalli temporali, si è applicato il metodo delle Quotazioni di Mercato ad un periodo di tempo ritenuto congruo.

Si segnala che, al fine di sterilizzare gli effetti potenzialmente distorsivi dell'OPA avvenuta nel periodo 5 dicembre 2020 – 22 gennaio 2021, sono stati presi in considerazione intervalli temporali successivi a tale evento.

Il risultato così ottenuto è stato confrontato con i valori di PSF rivenienti dall'applicazione delle precedenti metodologie.

## **6. I risultati delle valutazioni**

### *6.1. Il metodo Patrimoniale Semplice – Campi*

Come sopra anticipato, la metodologia scelta per la di valutazione di Campi, alla luce della sua attuale struttura economica-patrimoniale, è quella Patrimoniale Semplice.

Pertanto, utilizzando tale metodologia, il valore della società Campi, è pari ad euro 20.303, ovvero il valore del Patrimonio netto contabile alla data del 14 aprile 2021.

### *6.2. Il metodo DCF – PSF*

Come sopra anticipato, la metodologia principale di valutazione di PFS utilizzata è quella del



Studio Tributario Societario  
INTERNAZIONALE

Discounted Cash Flow, . I flussi utilizzati nel calcolo sono stati cavati dal piano industriale 2021-25 (il "Business Plan") che include le previsioni reddituali della PFS e delle sue controllate (il "Gruppo PSF") redatte dal management e approvate dal Consiglio di Amministrazione di PSF in data 21 aprile 2021.

In particolare, si è provveduto a valutare l'Enterprise Value del Gruppo PSF, dal quale è stata poi dedotta la Posizione Finanziaria Netta del Gruppo PSF.

Sulla base di tale metodo, il valore dell'azienda è dato dalle risultanze della seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCF^t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} - PFN$$

dove:

- FCF = flusso di cassa operativo (unlevered) atteso nell'anno t (Free Cash Flow) – individuato dal Business plan 2021-2025;
- WACC = costo medio ponderato del capitale investito netto;
- n = orizzonte temporale del piano – 5 anni ;
- TV = Terminal Value;
- PFN = Posizione finanziaria netta;
- g = tasso di crescita pari a 1,34%

Il WACC (i) si ottiene con la seguente formula:

WACC = $K_e \cdot (E/D+E) + K_d(D/D+E)$	7,18%
Risk free	1,51%
Beta unlevered - fonte Damodaran gennaio 2021	0,85
Beta relevered	1,127
Tax rate	24,00%
Debt/D+E	30,0%
Equity/D+E	70,0%
Equity Risk premium - fonte Damodaran gennaio 2021	5,17%
Specif risk	2,56%
$K_e = \text{cost of capital} = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + S_r$	9,90%
1-t	76,00%
interest rate	1,12%
$K_d = \text{cost of debt} = (1-t) \cdot \text{interest rate}$	0,85%

Il tasso di riferimento risk free (Rf) è stato identificato sulla base del rendimento lordo medio a 24 mesi del BTP Italia decennale.

Il coefficiente  $\beta_{\text{eta}}$  rappresenta la misura del rischio sistematico al quale è esposta l'impresa, ossia quello non diversificabile e non specifico, derivante dalle condizioni di mercato.

Data la difficoltà di confrontare la Società con dei competitors, sia per le differenti attività svolte dalle società appartenenti al Gruppo PSF e sia per la mancanza di competitors italiani quotati, si sono prese in considerazione le valutazioni di Beta elaborate da esperti del settore. Tra quelli

BRESCIA  
25121 - Via Gabriele Rosa n. 34  
tel. +39 030 42615  
fax +39 030 2936105  
info@stsint.eu

MILANO  
20122 - Via Durini, 15  
tel. +39 02 45481138  
fax +39 02 45481837  
milano@stsint.eu

www.stsint.eu



Studio Tributario Societario  
INTERNAZIONALE

disponibili, le valutazioni proposte dal dr. Aswath Damodaran per la *Stern School of Business at New York University* sono tra quelle più accurate ed utilizzate, essendo periodicamente aggiornate. Il tasso  $\beta_{eta}$  considerato, riferito ai mercati europei, è quello "unlevered" che è pari a 0,85, aggiornato al gennaio 2021. Si è poi proceduto a "leverizzare" tale Beta sulla base dei dati della Società.

Il WACC così determinato risulta pari a 7,20%.

Ai fini del calcolo del Terminal Value, e stante il trend decrescente degli EBITDA di Piano, è stato considerato l'EBITDA medio del 2024 e 2025, congiuntamente ad investimenti pari ad ammortamenti, stimati a un livello medio-normale che consenta il mantenimento del capitale immobilizzato, e variazioni nulle del capitale circolante netto, coerentemente con un'ipotesi "steady state" ovvero di crescita allineata alle previsioni di crescita del settore o alle dinamiche inflattive. Il tasso di crescita perpetuo del flusso di cassa medio normale così calcolato è stato ipotizzato pari a 1,34% ovvero pari all'inflazione attesa per l'Italia nel lungo periodo (fonte: Fondo Monetario Internazionale, ottobre 2020).

Sulla base di quanto sopra, il valore della società PSF, secondo il metodo DCF, è arrotondato ad euro 9.800.000.

### 6.3. Il metodo dei multipli di borsa di società comparabili - PSF

Al fine di verificare l'accuratezza della stima del Rapporto di Cambio determinato attraverso il metodo DCF, è stato effettuato un controllo mediante l'applicazione del metodo dei multipli di borsa di società comparabili.

Si segnala che, al fine di mitigare i fenomeni di volatilità che hanno caratterizzato le quotazioni di borsa nel passato recente, la capitalizzazione di mercato considerata per il calcolo dei multipli è stata mediata su un orizzonte temporale di sei mesi.

Si segnala altresì che il campione di società comparabili è stato depurato dei valori "outlier" ovvero significativamente difformi dalla media e mediana del campione stesso, che avrebbero inficiato la rappresentatività del multiplo stesso. È stata scelta la mediana quale indicatore statistico rappresentativo del campione in quanto meno influenzata rispetto alla media dalle oscillazioni dei valori osservati. Infine, al fine di individuare l'EBITDA rappresentativo di PSF mitigando la volatilità corrente dei risultati della società stessa, è stato considerato l'EBITDA medio degli esercizi dal 2018 al 2020, a cui è stato applicato il multiplo mediano del campione

Si evidenziano nella tabella che segue il campione e i multipli EV/Ebitda presi a riferimento:

Società comparabili	EV/Ebitda(x)
Toppan Printing Co.	5,4
Tegna Inc.	6,0
Solocal Group S.A.	4,0
De La Rue pic	7,6
Valid Solucoes S.A.	7,7
Ovato Limited	4,1
Zenrin Co Ltd	7,7

BRESCIA  
25121 - Via Gabriele Rosa n. 34  
tel. +39 030 42615  
fax +39 030 2936105  
info@stsint.eu

MILANO  
20122 - Via Durini, 15  
tel. +39 02 45481138  
fax +39 02 45481837  
milano@stsint.eu

www.stsint.eu



Studio Tributario Societario  
INTERNAZIONALE

Transcontinental Inc.	4,9
Informa plc	8,6
UPM-Kymmene Oyj	9,9
Fuji Seal International Inc	5,3
LINTEC Corporation	6,2
Finlogic SpA	7,1
Inform P. Lykos Holding S.A.	6,3
Linocraft Holdings Limited	6,2
Labo Print S.A.	6,6
Quad/Graphics Inc.	4,4
R.R. Donnelley & Sons Company	4,5
<b>Mediana</b>	<b>6,2</b>

Media Ebitda PSF 2018-2020	2.628
Moltiplicatore	6,2
PFN	- 6.362
Valore PSF	9.969

Il valore della società PSF, secondo il metodo dei multipli di mercato, è arrotondato ad euro 9.900.000.

#### 6.4. Il metodo delle quotazioni di Borsa – PSF

Nell'applicazione di questo metodo valutativo si è ritenuto di valutare il prezzo medio del titolo PSF espresso dal mercato borsistico relativamente a differenti periodi temporali.

Poligrafica San Faustino SpA	Valore azione	n. azioni	Valore PSF
Media 3mesi	7,08	1.123.483	7.957.112,93
Media ponderata per i volumi – 3 mesi	7,02	1.123.483	7.888.086,17
Media 1mese	7,21	1.123.483	8.105.419,17
Media ponderata per i volumi – 1 mese	7,21	1.123.483	8.102.750,31
Valore al 23/04/2021	7,14	1.123.483	8.021.668,62

Nell'applicazione di tale metodo si ritiene importante sottolineare i limitati volumi di scambio del titolo pari a 3.846 scambi medi giornalieri negli ultimi tre mesi e circa 2.042 nell'ultimo mese, pari a circa lo 0,3% e 0,2% rispettivamente del totale delle azioni di PSF emesse .

Il valore della società PSF, secondo il metodo delle quotazioni di borsa, è arrotondato ad euro 8.100.000.

#### 6.5. Sintesi delle valutazioni

Tenuto conto delle valutazioni effettuate e che:

- il metodo utilizzato per la valutazione di PSF è il metodo del DCF;

BRESCIA  
25121 - Via Gabriele Rosa n. 34  
tel. +39 030 42615  
fax +39 030 2936105  
info@stsint.eu

MILANO  
20122 - Via Durini, 15  
tel. +39 02 45481138  
fax +39 02 45481837  
milano@stsint.eu

www.stsint.eu





Studio Tributario Societario  
INTERNAZIONALE

- il metodo utilizzato per la valutazione di Campi è il metodo Patrimoniale Semplice.

La tabella seguente sintetizza i valori per azione di PSF e Campi risultanti dalle diverse valutazioni sopra descritte.

Metodi principali	DCF
Valore PSF	9.800.000
Valore per azione	8,723
Patrimoniale	
Valore Campi	20.303
Valore quota*	2,030

\* Le quote di Campi saranno trasformate in azioni alla conclusione dell'operazione

Tenuto conto delle metodologie di controllo si riporta nella seguente tabella l'intervallo di valore economico e del valore per azione di PSF.

Metodi di controllo	Mercato	Multipli
Valore PSF	8.100.000	9.900.000
Valore per azione	7,210	8,812

L'intervallo di valori individuato con i metodi di controllo risulta pertanto ricompreso tra euro 8.100.000 euro 9.900.000 corrispondente ad un valore per azione di PSF compreso tra euro 7,210 ed euro 8,812.

Il valore di PSF secondo il metodo del DCF è di euro 9.800.000. Tale stima rientra nell'intervallo dei valori di PSF determinati con i metodi di controllo.

I risultati ottenuti utilizzando il metodo del DCF e il metodo dei multipli si discostano dal risultato ottenuto con il metodo delle quotazioni di borsa, stante la scarsa liquidità dei titoli di PSF negoziati sul MTA.

#### 6.6. Difficoltà di valutazione

L'analisi del valore economico di PSF e la definizione del Rapporto di Cambio devono essere interpretate alla luce delle seguenti difficoltà incontrate nel corso delle analisi:

- nelle analisi condotte sono state applicate metodologie di natura diversa, analitiche ed empiriche, che hanno richiesto l'utilizzo di dati e parametri diversi. Nell'applicazione di tali metodologie, sono state considerate le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita nei settori di riferimento;
- l'applicazione delle metodologie prescelte ha previsto l'utilizzo di stime economico-finanziarie prospettiche che sono, per loro natura, aleatorie, soggette a significativi cambiamenti di scenario di mercato e di scenario macro-economico. Tale circostanza è inoltre resa complessa in considerazione dell'attuale contesto macroeconomico e di mercato (pandemia "Covid-19");
- nell'attuazione delle metodologie prescelte, il risultato di bilancio consolidato 2020 di PSF è

BRESCIA  
25121 - Via Gabriele Rosa n. 34  
tel. +39 030 42615  
fax +39 030 2936105  
info@stsint.eu

MILANO  
20122 - Via Durini, 15  
tel. +39 02 45481138  
fax +39 02 45481837  
milano@stsint.eu

www.stsint.eu



Studio Tributario Societario  
INTERNAZIONALE

- stato valutato come esercizio influenzato da eventi positivi non ricorrenti;
- nell'applicazione del metodo delle quotazioni di mercato alla valutazione di PSF sono stati rilevati i limitati volumi di scambio del titolo negli ultimi tre mesi;
  - nell'individuare e confrontare la Società PSF con dei competitors, sia per le differenti attività svolte dalle società appartenenti al Gruppo PSF e sia per la mancanza di competitors italiani quotati. Nel caso di specie, il campione di società comparabili utilizzato è costituito da operatori europei operanti nel settore della label&packaging, fermo restando che la comparabilità risulta in parte limitata a causa di differenze relative, tra l'altro, a: (i) contesti regolamentari e normativi vigenti nei diversi Paesi, (ii) differenti dimensioni aziendali, (iii) grado di diversificazione delle attività svolte, (iv) liquidità del titolo.

## 7. Conclusioni

La tabella, di seguito riportata evidenzia, il Rapporto di Cambio derivante dalle analisi svolte nell'ambito della presente Opinione.

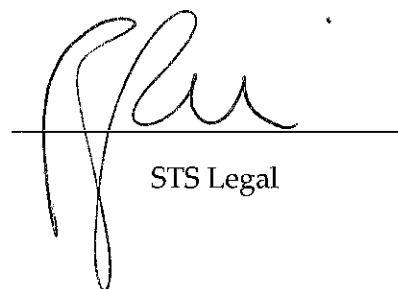
Numero di azioni Campi per ogni azione di PSF	
	DCF/Patrimoniale
Rapporto di concambio	4,296

Tenuto conto delle analisi effettuate e delle metodologie utilizzate, STS ritiene congruo, da un punto di vista finanziario, per gli azionisti di PSF e di Campi, il seguente Rapporto di Cambio proposto dal Consiglio di Amministrazione di PSF e Campi:

- 4,296 azioni\* di Campi per ogni azione di PSF.

\* Le quote di Campi saranno trasformate in azioni alla conclusione dell'operazione

Brescia, 26 aprile 2021



STS Legal

BRESCIA  
25121 - Via Gabriele Rosa n. 34  
tel. +39 030 42615  
fax +39 030 2936105  
info@stsint.eu

MILANO  
20122 - Via Durini, 15  
tel. +39 02 45481138  
fax +39 02 45481837  
milano@stsint.eu

www.stsint.eu