

Meridie S.p.A.

Relazione di stima ai sensi dell'art. 2343-ter Codice Civile del valore della partecipazione pari al 7,14% detenuta da P&P Investimenti S.r.l. in Manutenzioni Aeronautiche S.r.l. e del credito vantato dalla stessa, entrambi oggetto di conferimento in Meridie S.p.A. a fronte di un possibile aumento di capitale riservato da effettuarsi mediante conferimento di beni in natura

12 giugno 2014

INDICE

1. PREMESSA	3
1.1. Premessa.....	3
1.2. Oggetto e finalità dell'incarico.....	3
1.3. Documentazione utilizzata	5
2. PARTECIPAZIONE IN MANUTENZIONI AERONAUTICHE	6
2.1. Manutenzioni Aeronautiche e impostazione valutativa.....	6
2.2. <i>Company overview</i> di Atitech	7
2.3. Dati economico-patrimoniali 2010-2013 di Atitech	8
3. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE	12
3.1. Selezione delle metodologie di valutazione	12
3.2. Metodo finanziario	14
3.3. Metodo dei Multipli di Borsa	15
4. APPLICAZIONE DELLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE	16
4.1. Il Metodo del Discounted Cash flow - DCF	16
4.2. Il Metodo dei Multipli di Borsa	23
4.3. Sintesi dei valori e conclusioni.....	24
5. VALORE DELLA PARTECIPAZIONE CONFERITA	25
6. VALORE DEL CREDITO CONFERITO.....	26
6.1. Descrizione del Credito conferito	26
6.2. Valutazione del Credito conferito.....	27
7. CONCLUSIONI	30

ARCHÉ S.R.L.

FORO BUONAPARTE, 12 - 20121 MILANO - ITALIA
PH +39.02.88892.1 - FX +39.02.88892.200
INFO@ARCHEADVISOR.COM - WWW.ARCHEADVISOR.COM

COD. FISCALE, PARTITA I.V.A. E REG. IMP. MILANO 04571040965
CAPITALE SOCIALE € 110.000 I.V. - R.E.A. N. 1757471

1. PREMESSA

1.1. Premessa

In data 27 maggio 2014 il Consiglio di Amministrazione di Meridie S.p.A. (di seguito "Meridie"), in relazione ad un possibile aumento di capitale riservato da effettuarsi mediante conferimento di beni in natura rientrante nel più ampio progetto di rafforzamento patrimoniale della stessa, e ai sensi e per le finalità dell'art. 2343-ter del Codice Civile, ha deliberato di conferire ad Arché S.r.l. (di seguito "Arché"), in qualità di esperto indipendente, mandato per la stima del valore degli *asset* conferiti da P&P Investimenti S.r.l. (di seguito "P&P", insieme a Meridie le "Parti"), secondo quanto previsto dalla Lettera di Intenti come di seguito definita, e identificati in:

- la partecipazione pari al 7,14% (di seguito "Partecipazione") detenuta dalla stessa in Manutenzioni Aeronautiche S.r.l. (di seguito "Manutenzioni Aeronautiche" o "MA");
- il credito finanziario dalla stessa vantato nei confronti di MA (di seguito "Credito conferito" o "Credito") del valore nominale di Euro 290.000.

Sulla base della Lettera di Intenti, a seguito di tali conferimenti P&P otterrà azioni ordinarie di Meridie di nuova emissione, aventi gli stessi diritti amministrativi di quelle già in circolazione, non quotate e che potranno essere successivamente quotate sul MIV ("Mercato Telematico degli *Investment Vehicles*") organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., in un più ampio progetto che potrà prevedere l'esecuzione di un nuovo aumento di capitale. La Lettera di Intenti prevede, inoltre, che a seguito del conferimento della Partecipazione e nel caso di cessione, integrale o parziale, contro *cash* da parte di Meridie della partecipazioni detenuta in Atitech S.p.A., società controllata direttamente da MA, entro il termine dell'ottavo anno dall'efficacia del conferimento, Meridie riconoscerà a P&P un *Earn Out* calcolato secondo quanto previsto nella stessa Lettera di Intenti.

La seguente relazione di stima (di seguito "Relazione") illustra le metodologie di valutazione utilizzate, le assunzioni poste alla loro base e i risultati ottenuti attraverso l'applicazione e secondo i principi e criteri generalmente utilizzati per la valutazione di tali *asset*.

1.2. Oggetto e finalità dell'incarico

Oggetto dell'incarico è la valutazione della Partecipazione e del Credito ai fini del conferimento nel

contesto della nomina volontaria dell'esperto effettuata ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b) del Codice Civile. Come disposto dal comma 3 del citato articolo il quale prevede che *"Chi conferisce beni o crediti ai sensi del primo e secondo comma presenta la documentazione dalla quale risulta il valore attribuito ai conferimenti e la sussistenza, per i conferimenti di cui al secondo comma, delle condizioni ivi indicate"*.

Le condizioni richiamate risultano verificate quando *"[...] il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore [...] al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità"*.

Con riferimento ai requisiti richiesti all'esperto ai fini della redazione della perizia si dà atto che Arché, società specializzata nella consulenza in finanza di impresa e nelle valutazioni d'azienda, si avvale di un *team* di qualificati professionisti che hanno maturato una significativa esperienza in tema di valutazioni d'azienda e di strumenti finanziari nonché nello svolgimento di incarichi di natura simile ai sensi degli articoli 2343 e 2465 del Codice Civile. Pertanto, si conferma che Arché è in possesso dei requisiti di professionalità, oltreché di indipendenza richiesti a norma dell'art 2343-ter del Codice Civile. La Relazione contiene una descrizione dei beni oggetto di conferimento, l'indicazione dei criteri di valutazione adottati e la stima del loro valore da prendere come riferimento ai fini del conferimento. A tal fine va ricordato che, essendo i beni oggetto di conferimento una Partecipazione ed un Credito finanziario, l'oggetto della valutazione sarà di volta in volta rappresentato dall'uno o dall'altro *asset*, la cui valutazione sarà effettuata tenendo conto delle tecniche valutative più appropriate a seconda dell'oggetto in esame, al fine di giungere ad una stima di valore ritenuto equo ai fini del conferimento. Nel contesto del conferimento, la valutazione richiesta all'esperto è volta ad accertare l'integrità del capitale e dell'eventuale sovrapprezzo stabilito da Meridie, con finalità di tutela dei terzi, che nell'effettiva esistenza di essi pongono affidamento.

In considerazione di tali scopi, per evitare che il patrimonio di Meridie posto a garanzia dei terzi risulti alterato attraverso esagerate valutazioni, il lavoro è stato impostato per stimare il valore della Partecipazione e del Credito, considerando raggiunto lo scopo della valutazione ogni qualvolta si

ravvisasse l'adozione e l'applicazione in modo prudentiale di criteri di valutazione riconosciuti dalla dottrina e dalla prassi valutativa. In questa circostanza, il valore stimato della Partecipazione e del Credito ai fini della consistenza del capitale di Meridie, rappresenta il limite massimo per stabilire l'aumento di capitale; nulla esclude, d'altra parte, che in sede di conferimento possa essere convenuto un aumento di capitale di importo inferiore. La valutazione riportata in questa Relazione si basa su criteri valutativi generalmente accettati nella prassi del settore di riferimento e da noi applicati nella fattispecie attraverso le metodologie di valutazione ritenute più appropriate, nel rispetto dell'incarico conferito. In considerazione delle finalità indicate, la valutazione deve, quindi, esprimere un valore intrinseco, non condizionato da fattori soggettivi e non inclusivo di eventuali premi o sconti che siano riconducibili alla posizione dei singoli azionisti e alle relative aspettative. Anche in virtù delle citate esigenze cautelative del presente lavoro, i risultati stimati non possono, pertanto, essere assunti per finalità diverse da quelle previste dal presente incarico. Inoltre, le conclusioni esposte nella Relazione sono basate sul complesso delle informazioni e delle analisi ivi contenute, con la conseguenza che nessuna parte della Relazione potrà essere utilizzata disgiuntamente dalle altre.

La data di riferimento della valutazione è il 31 maggio 2014 e considera le informazioni sulle società e sul progetto note e portate a nostra conoscenza fino alla data di emissione della Relazione.

1.3. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del lavoro abbiamo ottenuto dal *Management* i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine, abbiamo analizzato la seguente documentazione:

- Bilanci al 31 dicembre 2013 di Meridie S.p.A., Manutenzioni Aeronautiche S.r.l. e di Atitech S.p.A.;
- Relazione sulla valutazione attuariale del TFR di Atitech secondo il principio contabile IAS 19;
- Aggiornamento del valore degli strumenti finanziari di Atitech alla data del 31 dicembre 2013 secondo i principi internazionali;
- *Budget 2014* e Piano economico-patrimoniale pluriennale di Atitech, elaborato per il periodo 2015 - 2020 (di seguito "Piano"), di Atitech;
- Lettera di intenti tra P&P Investimenti S.r.l. e Meridie S.p.A. in merito alla partecipazione

all'aumento di capitale di quest'ultima, datata 15 aprile 2014 ("Lettera di Intenti");

- Partitario conti con evidenza del Credito al 31 dicembre 2013 e degli interessi maturati al 31 maggio 2014, situazione elaborata il 6 giugno 2014;
- Contratto di cessione di credito relativo alla quota parte del finanziamento soci fruttifero stipulato tra Meridie S.p.A. e P&P Investimenti S.r.l., datato 28 febbraio 2013;
- Documento attestante la proroga da parte di P&P della scadenza del Credito al 30 novembre 2014, datato 20 novembre 2013;
- Informazioni di mercato e altre informazioni pubblicamente disponibili relative ad aziende quotate, operanti nel settore di riferimento rilevate da fonti informative pubbliche e da *info-providers* specializzati come Bloomberg Professional;
- Altre informazioni di dettaglio documentali e verbali ottenute nel corso di contatti con il *Management*, avvenuti anche tramite *conference call*.

Le informazioni e i dati ricevuti sono stati analizzati e discussi con il *Management* al fine di individuarne l'appropriatezza con riferimento alle finalità del lavoro svolto. Le nostre analisi hanno assunto e fatto affidamento sull'accuratezza, completezza e veridicità di tutte le informazioni, finanziarie e di altra natura, che ci sono state fornite o pubblicamente disponibili. Coerentemente con l'incarico ricevuto tali informazioni non sono state da noi sottoposte a verifica, revisione o certificazione. Pertanto, nessuna dichiarazione espressa o implicita, né alcuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza delle informazioni utilizzate alla base del nostro lavoro, è da noi resa. La responsabilità di tali informazioni rimane di esclusiva pertinenza delle fonti.

2. PARTECIPAZIONE IN MANUTENZIONI AERONAUTICHE

2.1. Manutenzioni Aeronautiche e impostazione valutativa

Manutenzioni Aeronautiche è una società a responsabilità limitata costituita nel marzo del 2009 come "società di scopo", al fine di partecipare alla gara per l'acquisizione di Atitech S.p.A. (di seguito "Atitech" o "Società"), società industriale operante nel settore della manutenzione pesante e leggera

di aeromobili. Con tale fine, nel novembre 2009 Manutenzioni Aeronautiche acquista da Alitalia Servizi S.p.A., in amministrazione straordinaria, il 75% del capitale sociale di Atitech, il restante 25% viene acquisito da altri due soci di minoranza. Ciò premesso, il *fair value* di Manutenzioni Aeronautiche, visto il fine per cui è stata costituita e la struttura patrimoniale che la caratterizza, è strettamente connesso con il *fair value* della partecipazione dalla stessa detenuta in Atitech. Pertanto, il processo valutativo verrà strutturato in modo da stimare dapprima il *fair value* della società Atitech e, successivamente, il *fair value* di Manutenzioni Aeronautiche, oggetto del presente incarico. La valutazione indipendente ha lo scopo di identificare un valore intrinseco basato su parametri di mercato o oggettivi in modo da non riflettere particolari attese delle parti o aspetti negoziali. Obiettivo del presente lavoro è, quindi, la stima del *fair value* della Società Manutenzioni Aeronautiche.

2.2. Company overview di Atitech

Atitech inizia ad operare dal 1990 come Divisione Tecnica di ATI (Aero Trasporti Italiani) nel settore della manutenzione di aeromobili a corto e medio raggio, quali: McDonnell Douglas MD-80/90, Boeing 737, Airbus A320 e Embraer ERJ-145. La Società offre i propri servizi di manutenzione sia alla compagnia nazionale italiana (Alitalia-CAI) suo principale cliente, sia ad altre compagnie aeree.

La superficie totale, tra *hangar* ed officine, impiegata per l'attività è pari a 24.300 mq. circa, di cui:

- una parte, denominata "Avio 2", è stata inaugurata il 17 marzo 2003 e dispone di 5 baie per la manutenzione e revisione di aeromobili, di cui una attrezzata con impianto di verniciatura ultimato a gennaio 2011;
- un'altra parte, denominata "Avio 1", composta da 3 baie per la manutenzione degli aeromobili;
- l'area Officine, su una superficie pari a 4.413 mq., è dedicata alla manutenzione di componenti/parti sbarcate dagli aeromobili (esempio, ricondizionamento interno cabina).

Parte del Gruppo Alitalia fino al 2009, nel novembre dello stesso anno passa sotto il controllo del Gruppo Meridie. L'acquisizione del controllo avviene attraverso un'operazione strutturata che vede la costituzione di una *newco*, Manutenzioni Aeronautiche, da parte del Gruppo Meridie, con l'obiettivo di effettuare un'operazione di *turnaround*.

A conclusione dell'operazione, l'azionariato di Atitech è così costituito:

- Manutenzioni Aeronautiche, *newco* del Gruppo Meridie (75% del capitale);
- Alitalia-CAI (15%);
- Finmeccanica (10%).

2.3. Dati economico-patrimoniali 2010-2013 di Atitech

Di seguito vengono riportati e analizzati i principali dati economico-patrimoniali di Atitech relativi al periodo a consuntivo 2010-2013.

Conto Economico ridassificato (valori Euro/000)	2010A	2011A	2012A	2013A
Ricavi vendite Alitalia CAI	29.612	18.401	21.836	24.583
Ricavi vendite clienti terzi	9.535	6.095	4.750	7.810
Valore della Produzione	39.147	24.496	26.586	32.393
Materiali	(3.572)	(1.952)	(1.885)	(3.039)
Costo del lavoro operai	(10.946)	(8.046)	(7.478)	(9.360)
Prestazioni aeronautiche	(1.082)	(1.654)	(942)	(1.234)
Margine di contribuzione	23.547	12.845	16.280	18.760
<i>Margine di contribuz./Proventi</i>	<i>60,2%</i>	<i>52,4%</i>	<i>61,2%</i>	<i>57,9%</i>
Costo del lavoro Impiegati	(8.911)	(7.487)	(6.679)	(7.050)
Servizi	(10.079)	(8.753)	(8.256)	(8.287)
Godimento beni di terzi	(1.311)	(1.163)	(1.290)	(1.478)
Oneri diversi	(405)	(420)	(921)	(725)
Proventi diversi			2.257	1.528
Totale Costi operativi	(36.306)	(29.475)	(25.196)	(29.646)
Margine operativo lordo	2.841	(4.979)	1.390	2.748
<i>EBITDA margin</i>	<i>7,3%</i>	<i>-20,3%</i>	<i>5,2%</i>	<i>8,5%</i>
Amm. Imm. materiali	(427)	(700)	(775)	(916)
Amm. Imm. immateriali	-	-	(190)	(248)
Acc. Fondo sval.ne crediti	(529)	(820)	(971)	(253)
Reddito operativo	1.885	(6.499)	(547)	1.331
<i>EBIT margin</i>	<i>4,8%</i>	<i>-26,5%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>4,1%</i>
Proventi/(oneri) finanziari	9	(1.968)	(517)	(307)
Reddito gestione ordinaria	1.894	(8.467)	(1.064)	1.024
Proventi/(oneri) straor.ri	493	365	585	409
Reddito ante imposte	2.387	(8.102)	(479)	1.433
<i>Ebt margin</i>	<i>6,1%</i>	<i>-33,1%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>4,4%</i>
Imposte	(811)	(278)	2.306	469
Risultato netto d'esercizio	1.576	(8.380)	1.827	1.901
<i>Margin</i>	<i>4,0%</i>	<i>-34,2%</i>	<i>6,9%</i>	<i>5,9%</i>

Stato Patrimoniale ridassificato (valori Euro/000)	2010A	2011A	2012A	2013A
Imm. Immateriali	666	1.475	1.524	1.490
Imm. Materiali	6.488	7.874	7.707	7.708
Imm. Finanziarie	7.807	5.648	4.603	4.160
Totale Immobilizzato	14.961	14.997	13.834	13.357
Rimanenze	8.694	6.214	7.634	7.719
Credit comm.li	11.397	10.233	8.040	8.409
Debit comm.li	(17.097)	(14.797)	(15.102)	(13.014)
Capitale Circ.te Op.tivo	2.994	1.650	572	3.114
Altri crediti	2.489	1.261	7.553	7.921
Altri debiti	(6.013)	(3.781)	(4.522)	(7.324)
Tot. Altre Att.tà/(Pass.tà)	(3.524)	(2.520)	3.031	597
Capitale Circ.te Netto	(530)	(870)	3.603	3.711
Capitale Investito Lordo	14.431	14.127	17.437	17.068
Fondo TFR	(12.251)	(12.124)	(12.419)	(10.852)
Fondo rischi	(1.805)	(989)	(1.233)	(1.080)
Capitale Investito Netto	375	1.014	3.785	5.136
Capitale Sociale	6.500	6.500	6.500	6.500
Riserve/Utili a nuovo	4.955	6.532	(1.848)	(21)
Risultato d'esercizio	1.576	(8.380)	1.827	1.901
Patrimonio netto	13.031	4.652	6.479	8.380
(Cassa)	(6.146)	(2.428)	(2.510)	(2.885)
Titoli e strumenti fin.ri	(6.510)	(1.209)	(184)	(359)
PFN	(12.656)	(3.637)	(2.694)	(3.244)
Totale Fonti	375	1.015	3.785	5.136

Analizzando l'andamento economico della Società nel corso del periodo considerato si evidenzia quanto segue:

- il 2010 è caratterizzato dalla piena ripresa delle attività produttive rispetto al fermo dell'anno precedente e da una contestuale attività di riorganizzazione della struttura, dei processi produttivi, delle procedure amministrative e dei costi. Sulla base di questi interventi, la Società ha chiuso l'anno con un utile di Euro 1,6 milioni, contro una perdita registrata l'anno precedente (2009) pari a Euro 20,9 milioni. Tra gli interventi a livello operativo si evidenzia:
 - un miglioramento delle condizioni qualitative ed economiche nei contratti di appalto per l'acquisizione dei servizi di pulizia, energia, manutenzione, ecc.;
 - aggiornamento dei sistemi informativi aziendali, ed in particolare di quelli impiegati a supporto dell'attività produttiva;
 - sottoscrizione con le Organizzazioni Sindacali di un accordo e ottenimento del decreto

che ha permesso di poter utilizzare gli ammortizzatori sociali per la durata dell'esercizio.

- Dal lato patrimoniale, il 16 aprile 2010 l'Assemblea degli Azionisti ha deliberato la copertura integrale delle perdite pregresse pari a Euro 33,1 milioni mediante l'azzeramento del capitale sociale per Euro 32 milioni ed il parziale utilizzo dei versamenti in conto futuro aumento capitale, quest'ultimo pari a Euro 12,5 milioni, per la copertura delle rimanenti Euro 1,1 milioni di perdite pregresse. La parte restante dei versamenti da parte dei nuovi azionisti è stata utilizzata per la ricostituzione del capitale sociale, per Euro 6,5 milioni, e della riserva straordinaria, per Euro 4,9 milioni.
- A fine 2011 si registra una perdita significativa pari a Euro 8,4 milioni nonostante il *Management* abbia continuato a perseguire una politica di riduzione dei costi. Tale perdita è da imputare prevalentemente a due fattori: 1) una riduzione straordinaria delle attività manutentive di Alitalia-CAI a causa del rinvio dei programmi di manutenzione di Alitalia per effetto dell'ammodernamento della flotta; 2) difficoltà dei paesi del Nord Africa per i vari eventi politici che hanno interessato quell'area geografica e con i quali si erano definiti accordi per la manutenzione delle flotte aeree delle compagnie di bandiera. Continua anche nel 2011 l'impiego degli ammortizzatori sociali per tutta la durata dell'esercizio a seguito del rinnovo dell'accordo con le Organizzazioni Sindacali; tali accordi sono stati ridefiniti nella seconda parte dell'anno per estendere il numero di risorse da inserire in Cassa Integrazione Guadagni Straordinaria rispetto a quanto precedentemente stabilito a causa della riduzione dei volumi di attività. Nel corso dell'anno viene completata la costruzione dell'impianto fotovoltaico sulla copertura dell'hangar Avio 2. A livello patrimoniale la Posizione Finanziaria Netta ("PFN") evidenzia una buona disponibilità di liquidità o titoli simili, anche se in forte riduzione rispetto all'anno precedente, passata da Euro 12,7 milioni a fine 2010 a Euro 3,6 milioni a fine 2011, anche per effetto della realizzazione dell'impianto fotovoltaico con l'impiego di risorse interne. Il Patrimonio Netto a causa della forte perdita registrata a fine anno si attesta a Euro 4,7 milioni, in riduzione rispetto a Euro 13,0 milioni dell'anno precedente.
- Il 2012 è l'anno in cui la Società, grazie da una parte ad un sensibile miglioramento nel giro d'affari e del mix di servizi offerti a più alta redditività, e dall'altra ad un continuo contenimento dei costi operativi, torna a conseguire un risultato positivo, registrando a fine anno un utile

netto pari a Euro 1,8 milioni. In particolare, hanno sortito un effetto positivo sul valore della produzione il rinnovo del contratto di esclusiva con Alitalia-CAI fino al 2020 e il consolidamento e avvio dei negoziati sia con clienti nazionali (Aeronautica Militare, Mistral ed Air Italy) che esteri (Air Mediterranee, Belle Air e altre compagnie aeree operanti nel bacino del Mediterraneo non legate ad altre *Maintenance Repair & Overhaul* con contratti di esclusiva), i cui ordini producono effetti già a partire dal 2012. Anche nel corso di quest'anno sono stati rinnovati gli accordi con le Organizzazioni Sindacali che hanno permesso di poter utilizzare gli ammortizzatori sociali per tutta la durata dell'esercizio siglando nel mese di marzo, tra gli altri, un importante "verbale di accordo sulla flessibilità" finalizzato all'ottimizzazione del costo del lavoro in funzione di un più adeguato impiego delle risorse. A livello patrimoniale, la Posizione Finanziaria Netta evidenzia anche quest'anno una disponibilità di liquidità o titoli simili per Euro 2,7 milioni, circa un milione di Euro in meno rispetto all'esercizio precedente. Il Patrimonio Netto grazie all'utile conseguito torna a crescere, attestandosi a Euro 6,5 milioni.

- Nel 2013 il valore della produzione ha fatto registrare una crescita di circa il 22% rispetto all'anno 2012, grazie ad un aumento dei ricavi per manutenzioni della flotta Alitalia (+13%) e del forte incremento dei ricavi per manutenzioni operate verso clienti terzi, che sono cresciuti del 64% circa. Dal lato dei costi si è avuto un incremento dei costi dei materiali (+61%), del costo del lavoro degli operai (+25%) e delle prestazioni aeronautiche (+31%), che ha fatto sì che il margine di contribuzione, passato da Euro 16,3 milioni a Euro 18,8 milioni, si sia ridotto al 58% circa in rapporto al valore della produzione, rispetto al 61% fatto registrare nel 2012. Il margine operativo lordo si è attestato a Euro 2,7 milioni circa in crescita del 98% rispetto al 2012, con un incidenza sul valore della produzione dell'8,5% (rispetto al 5,2% del 2012). Il reddito operativo si è portato a Euro 1,3 milioni, tornando positivo dopo il dato negativo per Euro 0,5 milioni del 2012. L'incremento è da ricondurre anche alla riduzione degli accantonamenti, un effetto positivo in parte compensato dai maggiori ammortamenti. Complessivamente, si è registrato un incremento della marginalità operativa sul valore della produzione, la quale si attesta intorno al 4,1%, contro il -2,1% registrato a fine 2012. In conclusione, dal lato economico l'esercizio 2013 si chiude con un risultato netto positivo di Euro 1,9 milioni, in crescita del 4,1% rispetto all'esercizio precedente. Dal lato patrimoniale, nel 2013 si registra una riduzione del Fondo TFR da Euro 12,4 milioni del 2012 a Euro 10,9 milioni del 2013, a causa dell'uscita di circa 60 dipendenti. La PFN è positiva e in aumento a

Euro 3,2 milioni rispetto a Euro 2,7 milioni di fine 2012, per effetto, tra gli altri, della cessione avvenuta all'inizio del 2014 di una parte di titoli che ha portato alla riclassifica di questi tra le attività prontamente liquidabili.

3. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

3.1. Selezione delle metodologie di valutazione

Nella dottrina i metodi più frequentemente suggeriti, quali punto di riferimento per l'analisi valutativa, possono essere suddivisi in metodi analitici e metodi di mercato.

I **metodi analitici**, come di seguito meglio descritti, forniscono una stima del valore d'azienda sulla base del suo profilo patrimoniale, economico e finanziario, attuale e prospettico, e sono adatti a stimare il valore intrinseco di un'azienda.

I diversi metodi di valutazione analitici dibattuti in dottrina ed adottati nella prassi premiano alternativamente il contenuto patrimoniale, reddituale o finanziario dell'azienda e si distinguono, quindi, in finanziari, reddituali, patrimoniali e misti.

I **metodi di mercato**, invece, forniscono una stima del valore d'azienda attraverso l'impiego di appositi multipli rilevati sul mercato, ovvero rapportano il prezzo di mercato ad alcune grandezze fondamentali, come il fatturato e il risultato operativo, di un campione di società comparabili con quella oggetto di valutazione per mix di business e posizionamento nel mercato di riferimento.

Il valore di mercato fornisce un'indicazione sull'appetibilità di un'azienda appartenente ad un certo settore e con un certo profilo economico. Tale appetibilità potrebbe condurre a valori superiori o inferiori a quelli intrinseci per motivi di mercato (ad esempio per repentini rialzi e ribassi dei corsi di Borsa frutto di "bolle" speculative), talvolta anche non connessi con il profilo economico-patrimoniale dell'azienda, richiedendo spesso interventi di normalizzazione.

Metodi Analitici

I **metodi finanziari** si basano sull'assunto che un'impresa in funzionamento sia un investimento in atto e che, pertanto, la definizione del valore di un complesso aziendale sia definibile come un caso particolare dell'analisi economica degli investimenti. Secondo tali metodi, il valore economico di

un'azienda è pari al valore dei flussi monetari complessivi disponibili attualizzati applicando un tasso pari al costo medio ponderato del capitale, il quale riflette il grado di rischio dell'investimento.

I **metodi reddituali** traggono spunto dalla valutazione della capacità reddituale dell'azienda o delle attività oggetto di valutazione. I presupposti teorici e lo sviluppo dell'analisi sono pertanto simili a quelli descritti per i metodi finanziari, mentre il parametro di riferimento principale per le valutazioni non è rappresentato da un flusso di cassa, ma da un flusso di reddito.

I **metodi patrimoniali** stimano valori d'azienda principalmente in funzione del valore corrente delle attività, compreso anche il valore delle attività immateriali (*intangibles*) non registrate in bilancio. Il metodo patrimoniale complesso fornisce un valore d'azienda inclusivo della stima dell'avviamento, espressione della posizione di mercato occupata dall'azienda.

I metodi misti combinano le caratteristiche dei metodi patrimoniali e reddituali sopra descritti fornendo generalmente valori compresi fra quelli stimabili con le due metodologie. In particolare, il **metodo patrimoniale complesso con rettifica reddituale** consente di sottoporre alla verifica della capacità reddituale normalizzata espressa dall'azienda la coerenza dell'avviamento attribuito.

Metodi di Mercato

I **metodi di valutazione di mercato** pongono l'accento sull'andamento dei mercati finanziari, sui giudizi di valore che essi implicitamente esprimono e sui prezzi per operazioni di acquisizione avvenute per aziende del medesimo settore. Tali metodi si basano sul confronto tra le caratteristiche strutturali, finanziarie e reddituali della società oggetto della valutazione e le analoghe caratteristiche presentate da un campione di società considerate comparabili, per le quali si dispone di notizie ed informazioni sufficienti.

Il metodo più diffuso, denominato dei **Multipli di Borsa**, valuta la società con riferimento a quotazioni di Borsa di società confrontabili operanti nello stesso settore. Obiettivo di tale metodologia è stabilire, in rapporto al grado di comparabilità dell'azienda valutata con il campione di riferimento, parametri ragionevolmente utilizzabili per la società oggetto di valutazione.

Un altro metodo di mercato si basa sull'applicazione dei multipli rilevati per operazioni di compravendita di aziende comparabili (**Metodo delle Transazioni Comparabili**). L'applicabilità di questo metodo dipende dalla disponibilità di un certo numero di operazioni riferibili ad aziende

effettivamente confrontabili e dalla possibilità di definire un campione di transazioni statisticamente rilevante.

Al fine di utilizzare le metodologie più adeguate al presente scopo, sono state prese in considerazione le caratteristiche della Società, del mercato di riferimento in cui questa opera, il set informativo disponibile, lo scopo della valutazione e il grado di applicabilità al caso specifico di ciascuno dei metodi illustrati.

Tutto ciò premesso si ritiene che:

- il metodo finanziario, basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri, oltre a risultare il metodo analitico più diffuso per la valutazione delle aziende, è particolarmente idoneo nel caso specifico considerando la disponibilità di un piano pluriennale aggiornato. Dato il set informativo disponibile, tale metodologia permette di meglio apprezzare le potenzialità dell'azienda valutata in quanto beneficia della più diretta conoscenza del business e del maggior flusso di informazioni interne rispetto a quelle note al mercato. Per questo motivo, tale metodo viene qui impiegato come metodo principale ai fini valutativi;
- coerentemente con la più diffusa prassi valutativa che suggerisce l'utilizzo di una pluralità di metodologie, è stata svolta un'analisi valutativa basata sull'utilizzo dei Multipli di Borsa, qui impiegato come metodo di controllo, al fine di disporre di un quadro informativo quanto più completo possibile e trovare un riscontro rispetto alle aspettative degli operatori di mercato sul settore di riferimento.

Non sono stati individuati altri metodi di valutazione in grado di fornire un contributo informativo aggiuntivo rispetto a quelli indicati.

3.2. Metodo finanziario

Il metodo finanziario, che si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri, pone enfasi sulla capacità di generazione di valore per gli azionisti rappresentata in questo caso dal flusso di cassa operativo disponibile o *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF), ossia il flusso di cassa operativo generato dall'azienda, disponibile per la remunerazione del capitale, sia esso costituito da mezzi propri o da debito. In formula si ha:

$$W = \frac{FCFF_1}{(1+i)^1} + \frac{FCFF_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{FCFF_n}{(1+i)^n} + TV + PFN + SA$$

dove:

- W = Valore d'azienda
- FCFF₁, FCFF_n = Flussi di cassa per il periodo relativo al piano aziendale
- i = Tasso di attualizzazione
- PFN = Posizione Finanziaria Netta (PFN), data dall'indebitamento finanziario della società al netto della cassa e valori equivalenti.
- SA = *Surplus Asset*, ovvero quei *asset* "superflui" rispetto all'attività operativa dell'impresa, quindi potenzialmente cedibili senza pregiudicare lo sviluppo strategico di quest'ultima.
- TV = *Terminal Value* o Valore Residuo, determinato come valore attuale di una rendita perpetua rappresentata dal flusso di cassa medio atteso a regime per gli esercizi successivi a quelli relativi al piano:

$$TV = \frac{\left[\frac{FCFF \times (1+g)}{(i-g)} \right]}{(1+i)^n}$$

dove:

- FCFF = Flusso di cassa a regime
- g = Tasso di crescita di lungo termine

Tale metodo valorizza l'azienda sulla base dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare nel futuro sulla base delle assunzioni di piano elaborate, tenendo conto delle esigenze connesse alle politiche d'investimento e di equilibrio finanziario.

3.3. Metodo dei Multipli di Borsa

Il Metodo dei Multipli di Borsa si basa sull'esistenza di una relazione quantitativa tra la misura di alcune variabili (come ad esempio il fatturato, l'EBIT o il patrimonio netto) e il valore che il mercato attribuisce all'impresa. Dal momento che imprese simili dovrebbero essere caratterizzate da valori analoghi del

rapporto tra il valore di mercato e le dette variabili, il Metodo dei Multipli di Borsa prevede che la misura del rapporto riscontrata sull'insieme di tali imprese sia utilizzata per ricavare il valore di mercato teorico di imprese per cui non si dispone del valore di mercato, ma si dispone della misura delle variabili correlate. Il Metodo dei Multipli di Borsa richiede che sia selezionato un campione di società quotate comparabili a quelle oggetto di valutazione in termini di attività svolta, dimensione, mercato di riferimento, etc.

Selezionato il campione di *comparable*, vengono calcolati i relativi multipli tra la capitalizzazione di Borsa media e alcune grandezze economico-patrimoniali. Nello specifico sono stati calcolati i seguenti multipli:

- *EV/Sales*, dove "EV" rappresenta la somma tra la capitalizzazione media calcolata considerando un periodo di osservazione generalmente di 200, 60 o 30 giorni e la Posizione Finanziaria Netta della società *comparable* ultima disponibile, mentre il fondamentale "Sales" rappresenta il fatturato della società rispetto ad uno specifico anno;
- *EV/EBITDA*, dove il fondamentale "EBITDA" rappresenta il reddito operativo della società al lordo di ammortamenti e accantonamenti della società;
- *EV/EBIT*, dove il fondamentale "EBIT" rappresenta il reddito operativo della società.

L'utilizzo di una pluralità di multipli calcolati su differenti grandezze economico-patrimoniali riferite ad uno o più periodi, permette di apprezzare tutte le caratteristiche di una società oggetto di valutazione, oltre a consentire di mediare eventuali distorsioni che potrebbero incorporare alcuni multipli.

4. APPLICAZIONE DELLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

4.1. Il Metodo del Discounted Cash flow - DCF

L'applicazione della metodologia del *Discounted Cash Flow* (DCF) richiede la stima dei seguenti parametri:

- 1) *flussi di cassa operativi attesi*;
- 2) *tasso di attualizzazione*;
- 3) *valore attuale del valore residuo (Terminal Value)*;

- 4) *posizione finanziaria netta;*
- 5) *surplus asset, ove presenti.*

Flussi di cassa operativi (FCFF)

I flussi di cassa operativi sono stati stimati sulla base delle proiezioni economico-patrimoniali 2014-2020 elaborate dal *Management* della Società (di seguito "Piano"); la tabella seguente riporta l'andamento delle principali voci economiche del Piano.

Principali voci economiche (valori Euro/000)	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Valore della Produzione	33.474	31.058	38.437	32.280	45.347	48.756	51.253
Reddito operativo	1.531	2.525	4.585	3.029	8.029	10.974	11.496
EBIT margin	4,6%	8,1%	11,9%	9,4%	17,7%	22,5%	22,4%
Risultato netto d'esercizio	2.661	3.083	2.432	1.495	4.721	6.803	7.143
Margin	7,9%	9,9%	6,3%	4,6%	10,4%	14,0%	13,9%

L'andamento economico-patrimoniale stimato è influenzato in buona parte dalla stagionalità del business della Società, la quale nel corso del periodo di previsione si manifesta con incrementi e decrementi importanti di fatturato da un anno all'altro, legata alle politiche di rinnovo della flotta come programmate dalle società clienti.

Dato il costante aggiornamento e considerato il consolidato sistema di pianificazione della Società, le proiezioni economico-finanziarie elaborate dal *Management* di Atitech sono state impiegate nella stima del valore d'azienda applicando le metodologie selezionate.

A tal proposito occorre evidenziare che qualsiasi dato di carattere previsionale presenta per natura un profilo di incertezza. Infatti, 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 dati consuntivi e dati preventivati potrebbero essere significativi, anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni di carattere generale e ipotetico si manifestassero.

Nella consapevolezza della sensibilità che una stima di valore possa avere rispetto ai dati previsionali

che vengono considerati nel modello valutativo, la prassi professionale indica alcune modalità e tecniche per calmierare l'incertezza insita in tali informazioni. L'aleatorietà delle stesse è stata ponderata mediante l'applicazione di un tasso di attualizzazione dei flussi futuri che considera adeguatamente il profilo di rischio tipico sia del settore di riferimento sia della Società, quindi la probabilità che tali proiezioni possano o meno essere realizzate.

Al fine di meglio valorizzare alcuni *asset* non strumentali rispetto all'attività caratteristica della Società, si è optato per una valutazione separata apportando alcune rettifiche nel calcolo dei flussi stimati sulla base del Piano, in modo da eliminare gli effetti da questi prodotti a livello di flusso finanziario.

Sono stati, pertanto, effettuati i seguenti interventi:

- il reddito operativo è stato ricalcolato in modo da renderlo neutro agli effetti economici prodotti dall'Impianto fotovoltaico. Quest'ultimo, considerato come *surplus asset*, è stato oggetto di una valutazione separata come meglio spiegato nel prosieguo della Relazione;
- le imposte sono state ricalcolate considerando un'aliquota fiscale piena del 32,5% (IRES pari al 27,5% e IRAP del 4,97%, applicate alle relative basi imponibili calcolate tenendo conto dei recenti interventi a livello normativo) per tutto il periodo di Piano;
- gli ammortamenti sono stati ridotti per la quota parte relativa all'Impianto fotovoltaico;
- il fondo TFR ai fini valutativi viene considerato come un debito per la Società, di conseguenza è portato a riduzione dell'*Enterprise value*, mentre tutte gli accantonamenti effettuati negli anni di Piano sono considerati prudenzialmente come flussi in uscita.

In considerazione della crescita prevista nel Piano e dell'ampio arco temporale di proiezione analitica, non si è ritenuto opportuno ampliare il periodo di previsione elaborato dalla Società.

I flussi di cassa di ciascun anno saranno attualizzati alla data del 31 maggio 2014, data di riferimento della valutazione. Ai fini valutativi è stato impiegato per l'anno 2014 il flusso annuo non disponendo di una situazione contabile intermedia di Atitech da impiegare per un calcolo puntuale del flusso relativo alla seconda parte dell'anno.

Tasso di attualizzazione

Il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa futuri si basa sul presupposto che l'incertezza delle

previsioni venga adeguatamente riflessa nell'utilizzo di un corretto fattore di attualizzazione, come accennato in precedenza. Pertanto, se le previsioni fatte dalla società oggetto di valutazione sono in linea con l'andamento medio di settore e se il tasso di attualizzazione è stimato in base al rischio/rendimento medio del settore stesso, l'incertezza previsionale viene assorbita dal fattore di rischio contenuto nella stima del tasso di attualizzazione.

Trattandosi in via generale di flussi di cassa che remunerano gli *stakeholders* (azionisti e banche), il tasso di attualizzazione da utilizzarsi è il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Averaged Cost of Capital – WACC*), determinato considerando la ponderazione del costo del capitale proprio (k_e) e del capitale di terzi (k_d), sulla base delle proporzioni di patrimonio e debito finanziario dell'azienda.

La formula utilizzata per la stima del costo del capitale è la seguente:

$$WACC = k_e \times \frac{E}{E + D} + k_d \times (1 - t_c) \times \frac{D}{E + D}$$

dove:

- E = Valore del capitale proprio ("*equity*")
- D = Valore del capitale di terzi
- k_d = Costo lordo dell'indebitamento finanziario
- t_c = Aliquota fiscale

Il k_e rappresenta il costo del capitale proprio e viene calcolato applicando il modello del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, la cui formula è:

$$k_e = R_f + \beta \times M_p + SCR$$

dove:

- R_f = Tasso *risk free*
- β = Rischiosità specifica dell'attività svolta dalla società
- M_p = Premio di mercato
- SCR = *Specific Company Risk*, rischio aggiuntivo legato a particolari situazioni economico-finanziarie in cui versa l'impresa.

Nel caso in esame, tale valore, pari a 10,42%, corrisponde al k_e dato che l'azienda non ha debito finanziario, ma una PFN *cash positive* che va ad alimentarsi nel corso degli anni di Piano per effetto dei

flussi finanziari positivi generati dalla gestione. Il tasso k_e è stato stimato sulla base dei seguenti parametri:

- tasso privo di rischio R_f pari a 3,52%, stimato sulla base del rendimento medio dei titoli di Stato Italiani a 10 anni, calcolato considerando un arco temporale di sei mesi di osservazioni (fonte: Bloomberg Professional, dicembre 2013 – maggio 2014). La scelta di considerare un valore medio calcolato su un periodo di sei mesi è da ricercare nell'alta volatilità registrata dal rendimento dei titoli di Stato Italiani negli ultimi tempi, influenzato in particolare dalle vicende politiche, che rendono ancora incerto il *trend* registrato in tempi più recenti;
- premio di mercato M_p pari al 5%, stimato sulla base di elaborazioni Arché e sostanzialmente in linea con la prassi di settore;
- beta pari a 0,78. È stato qui utilizzato il beta di aziende quotate quanto più comparabili per profilo di rischio, attività svolta, ambito di riferimento, etc., da cui poter ottenere un beta applicabile alla Società. In considerazione della struttura finanziaria della Società, la quale non presenta debito finanziario, ma una situazione *cash positive*, il beta dei *comparable* è stato ricalcolato per considerare tale condizione;
- rischio aggiuntivo del 3,0%. Il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa futuri si basa sul presupposto che l'incertezza delle previsioni venga adeguatamente riflessa nell'utilizzo di un corretto fattore di attualizzazione. Pertanto, se le previsioni fatte dalla società oggetto di valutazione presentano un elevato grado di incertezza o non sono in linea con l'andamento medio di settore, l'incertezza previsionale viene assorbita dal fattore di rischio contenuto nella stima del tasso di attualizzazione. Tale maggior valore, inoltre, sconta anche la dimensione ridotta della Società e la limitata diversificazione sia in termini di prodotti che in termini di mercati rispetto ai *comparable*. Va, infatti, tenuto conto che le aziende considerate per la stima dei parametri alla base della determinazione del costo del capitale, presentano una dimensione maggiore e spesso un'attività più diversificata rispetto a quella della Società valutata. Utilizzando i parametri di mercato sopra riportati è ragionevole, quindi, aspettarsi una stima del costo del capitale inferiore a quella che potrebbe essere utilizzata per una società che presenta le caratteristiche di Atitech, con un profilo di rischio maggiore visto le ridotte dimensioni e un business meno diversificato. Sotto questo aspetto non esistono modelli matematici che possono consentire una stima analitica di specifici fattori di rischio. Pertanto,

in queste circostanze occorre effettuare delle analisi anche qualitative e fare riferimento a indicazioni di tipo empirico. A tale proposito, è stato preso a riferimento il *Size-Premium* 2013 fornito da *Ibbotson Associates* stimato su un campione di società americane con limitata capitalizzazione; nello specifico, è stato considerato il valore medio, arrotondato per eccesso, tra lo *Small-Cap Premium* pari a 1,85% e il *Micro Cap Premium* pari a 3,81%, in grado di riflettere un profilo di rischio più alto rispetto a quello rilevabile in una situazione "normale".

Valore attuale del valore residuo

Il valore residuo (TV) è stato stimato sulla base del flusso di cassa normalizzato che la Società sarà in grado di generare a partire dal 2020; tale flusso è stato stimato:

- calcolando il valore del reddito medio operativo normalizzato. Tale valore è stato stimato pari alla media dei redditi operativi conseguiti negli ultimi anni di proiezione del Piano (2015-2020), periodo in cui iniziano ad essere più evidenti e definitivi gli effetti prodotti sia dalle nuove linee di sviluppo dell'attività per effetto delle politiche di marketing/commerciali, sia dagli interventi di efficientamento previsti e attuati dal *Management* della Società;
- calcolando un peso fiscale puntuale alla fine del periodo di previsione analitica, ottenuto applicando le aliquote IRES e IRAP alle rispettive basi imponibili; queste ultime calcolate considerando la situazione operativa normalizzata alla fine del periodo di previsione;
- ipotizzando una variazione del circolante nulla e un ammontare degli ammortamenti in linea con gli investimenti da effettuarsi per garantire il funzionamento della struttura.

Al flusso così ottenuto è stato applicato un tasso di crescita di lungo periodo "g" del 2,0%, in linea con le stime del tasso di inflazione attesa, e scontato al differenziale ($k_e - g$).

Posizione finanziaria netta

La PFN, che alla data del 31 dicembre 2013 presenta una situazione *cash positive* per Euro 3,1 milioni circa, va ad aggiungersi all'*Enterprise value* ottenuto sommando i flussi attualizzati relativi al periodo di previsione esplicita, e il valore attuale del TV calcolato come visto in precedenza. La PFN è ottenuta sommando tra loro i valori rilevati alla fine del 2013, ultimo dato contabile ufficiale elaborato dalla

Società disponibile, dei depositi bancari e postali, del denaro e valori in cassa e dell'ammontare dei depositi cauzionali sede. A differenza di quella contabile, la PFN qui impiegata non considera alcuni *asset* che sono stati inclusi, vista la loro natura, tra le immobilizzazioni finanziarie AFS.

Surplus asset

Si è ritenuto opportuno integrare il *fair value* fin qui stimato con il valore degli *asset* non strumentali di proprietà della Società. In particolare, i *surplus asset* sono stati identificati con i seguenti beni:

- **Impianto fotovoltaico**, realizzato sulla copertura dell'*hangar* Avio 2 ed entrato in servizio tra il 2010 e il 2011, è stato interamente finanziato dalla Società impiegando un eccesso di disponibilità liquide che la stessa registrava nel periodo. Il *fair value* dell'impianto al 31 maggio 2014, pari a Euro 4,9 milioni circa, è stato stimato sulla base dei flussi finanziari calcolati impiegando le informazioni e dati forniti dal *Management* della Società, scontati ad un tasso appropriato che sia espressione della rischiosità dell'investimento;
- **Attività finanziarie**, per un importo pari a Euro 4,5 milioni circa, sono identificate con le immobilizzazioni finanziarie e attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni liquidabili. In particolare, il *fair value* di tali *asset* è pari al valore di iscrizione degli stessi nel bilancio annuale al 31 dicembre 2013 e redatto secondo i principi contabili internazionali.

Impiegando i parametri valutativi di cui sopra e tenendo conto delle diverse premesse fatte, il metodo finanziario ha condotto ad individuare un valore della Società pari a **Euro 36,8 milioni**, incluso il valore dei *surplus asset*, della PFN e al netto del valore del TFR ricalcolato secondo lo IAS 19, quest'ultimo pari a Euro 10,1 milioni.

Come è prassi, tali risultati sono stati sottoposti ad un'analisi di sensibilità per verificarne la variazione al mutare di alcune ipotesi di valutazione e in particolare al variare del tasso di attualizzazione e di quello di crescita "g". Sulla base della *sensitivity*, considerando variazioni del tasso di attualizzazione e del tasso di crescita "g" per +/- 25 b.ps., è stato individuato un ambito di valori della Società compreso tra Euro 35,0 milioni ed Euro 38,9 milioni, come riportato di seguito.

WACC - k_e	Tasso "g"				
	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
9,92%	37.716	38.512	39.357	40.258	41.219
10,17%	36.519	37.259	38.044	38.879	39.768
10,42%	35.387	36.077	36.808	37.583	38.407
10,67%	34.317	34.961	35.642	36.363	37.129
10,92%	33.302	33.904	34.540	35.213	35.925

Valori in Euro/000

4.2. Il Metodo dei Multipli di Borsa

Il Metodo dei Multipli di Borsa è stato applicato considerando un campione di 4 aziende quotate, localizzate in Europa e USA, operanti in settori ritenuti uguali o simili a quelli di Atitech. Sono stati considerati maggiormente significativi i multipli delle grandezze Fatturato, EBITDA (Margine operativo lordo) e EBIT (Margine operativo netto), comunemente utilizzati nel settore, riferite agli anni 2014 e 2015. Tali stime sono fornite dall'*info-provider* Bloomberg ed elaborate sulla base delle indicazioni fornite dagli analisti finanziari. L'*Enterprise value* di ciascun *comparable* è stato calcolato considerando l'indebitamento netto della società rilevato nell'ultima situazione contabile annuale disponibile e considerando la capitalizzazioni media calcolate su un periodo di 60 giorni. L'impiego di valori medi relativi ad un periodo abbastanza ampio, come è quello dei 60 giorni, consente di ottenere dei valori di mercato rappresentativi delle condizioni attuali dei mercati finanziari e che non risentano in modo significativo di anomalie relative ad andamenti giornalieri dei prezzi di Borsa o fluttuazioni dovute a fenomeni speculativi che potrebbero aver interessato il settore.

Ai multipli rilevati dal campione è stato applicato uno sconto (*marketability discount*) del 20%, per tenere conto della minore negoziabilità dei titoli di Atitech rispetto ai titoli di aziende quotate. La tabella seguente mostra i multipli stimati e i relativi valori. Ai fini valutativi è stato impiegato il valore medio e mediano.

Multipli comparabile							
		EV/Fatturato		EV/ EBITDA		EV/EBIT	
		<u>media</u>	<u>mediana</u>	<u>media</u>	<u>mediana</u>	<u>media</u>	<u>mediana</u>
2014	→	0,9x	1,0x	8,1x	8,4x	11,7x	11,6x
2015	→	0,9x	1,0x	7,5x	7,8x	10,7x	10,8x

Il valore della Società è stato determinato applicando i multipli selezionati ai relativi fondamentali per il 2014 e per il 2015, come riportati nelle proiezioni economiche fornite dal *Management* della Società e rielaborati tenendo conto delle rettifiche analizzate nella determinazione dei flussi di cassa operativi ai fini dell'applicazione del DCF.

EV/Fatturato (Valori in Euro/000)	Multiplo		Fatturato	Cassa	TFR	Surplus asset		Valori	
	media	mediana						media	mediana
EV/Fatturato 2014	0,9x	1,0x	33.474	3.082	(10.086)	9.369	→	33.395	36.262
EV/Fatturato 2015	0,9x	1,0x	31.058	3.082	(10.086)	9.369	→	29.680	32.497
Valore medio								31.537	34.379

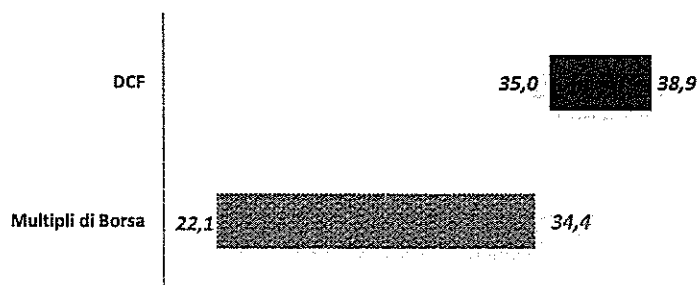
EV/EBITDA (Valori in Euro/000)	Multiplo		EBITDA	Cassa	TFR	Surplus asset		Valori	
	media	mediana						media	mediana
EV/EBITDA 2014	8,1x	8,4x	2.438	3.082	(10.086)	9.369	→	22.039	22.900
EV/EBITDA 2015	7,5x	7,8x	2.984	3.082	(10.086)	9.369	→	24.860	25.783
Valore medio								23.449	24.341

EV/EBIT (Valori in Euro/000)	Multiplo		EBIT	Cassa	TFR	Surplus asset		Valori	
	media	mediana						media	mediana
EV/EBIT 2014	11,7x	11,6x	1.282	3.082	(10.086)	9.369	→	17.413	17.251
EV/EBIT 2015	10,7x	10,8x	2.279	3.082	(10.086)	9.369	→	26.739	27.080
Valore medio								22.076	22.166

In base a tali parametri, i risultati ottenuti per la valutazione della Società sono compresi fra Euro 22,1 milioni ed Euro 34,4 milioni.

4.3. Sintesi dei valori e conclusioni

La tabella seguente riporta i risultati emersi dal processo di valutazione relativamente alla società Atitech utilizzando i diversi metodi.



In considerazione di quanto detto in precedenza nella sezione dedicata alle metodologie di valutazione, si ritiene opportuno focalizzarsi sul risultato ottenuto applicando il metodo del DCF, il quale ha fornito un intervallo di valori superiori a quello ottenuto con il metodo dei Multipli di Borsa.

Il metodo dei Multipli di Borsa, come si può notare dalla figura, presenta una *range* di valori molto ampio. È utile sottolineare che la valutazione in questo caso è influenzata in modo particolare dalla stagionalità del *business* di Atitech, come già descritto in precedenza, il quale si manifesta nel corso del periodo di previsione con incrementi e decrementi sensibili di fatturato da un anno all'altro.

Tale condizione, se non comune al *business* dei *comparable*, tende a sottovalutare l'azienda nella fase di minor attività e sopravvalutarla nella fase opposta. Tale effetto è tanto più evidente se si considera la marginalità operativa, EBITDA ed EBIT, in cui si manifestano gli effetti dei costi fissi che difficilmente possono variare a seconda della fase dell'attività, soprattutto se questi cambiamenti avvengono in tempi brevi.

In conclusione, sulla base delle informazioni rese disponibili e tenuto conto dei limiti ed assunzioni esposti nella presente Relazione, il processo valutativo descritto ha permesso di individuare con il metodo del DCF, un valore compreso tra Euro 35,0 milioni ed Euro 38,9 milioni per il 100% del capitale di Atitech.

5. VALORE DELLA PARTECIPAZIONE CONFERITA

Come accennato nella parte iniziale di questa Relazione, la partecipazione in Atitech rappresenta l'unico *asset* di Manutenzioni Aeronautiche, *newco* appositamente costituita per l'acquisizione del 75% del capitale della Società, di cui P&P detiene il 7,14%. È possibile, dunque, stimare il *fair value* di

Manutenzioni Aeronautiche considerando la quota parte del *fair value* stimato di Atitech e sottraendo la PFN come viene evidenziato nella tabella seguente.

Equity value (valori Euro/000)		
	<i>min</i>	<i>max</i>
Fair value della partecipazione in Atitech (75% del capitale)	26.221	29.159
PFN al 31 dicembre 2013	(4.421)	(4.421)
Equity value 100%	21.799	24.738
Equity value pro-quota	1.556	1.766

Sulla base delle informazioni rese disponibili e tenuto conto dei limiti ed assunzioni esposti nella presente Relazione, il processo valutativo descritto ha permesso di individuare un valore per il 100% del capitale di Manutenzioni Aeronautiche compreso tra Euro 21,8 milioni ed Euro 24,7 milioni, da cui deriva un valore della Partecipazione posseduta da P&P in Manutenzioni Aeronautiche, pari al 7,14% del capitale sociale, compreso tra Euro 1,6 milioni ed Euro 1,8 milioni.

Considerando che le stime ottenute con i Multipli di Borsa, qui utilizzata come metodologia di controllo, si collocano verso il valore minimo del *range* identificato con il metodo del DCF, si ritiene che il *fair value* della partecipazione del 7,14% nel capitale del Manutenzioni Aeronautiche possa collocarsi nella parte bassa dell'intervallo individuato con il metodo finanziario, pari a Euro 1,6 milioni. Infine, tenuto conto della clausola di *Earn Out* prevista nella Lettera di Intenti a favore di P&P, si ritiene, alla luce della stima di valore della Partecipazione e delle condizioni che fanno scattare il riconoscimento dell'*Earn Out*, che alla data della Relazione il valore della passività implicita in tale clausola sia sostanzialmente nullo.

6. VALORE DEL CREDITO CONFERITO

6.1. Descrizione del Credito conferito

Storicamente il Finanziamento fruttifero sorge il 19 novembre 2009 con l'erogazione da parte di Meridie a MA, di un importo pari a Euro 3.205.000, il quale viene integrato per Euro 908.283 il 16

marzo 2012 a seguito della conversione di alcuni debiti commerciali dalla stessa vantati, e un altro versamento in denaro eseguito nel corso del 2012 per Euro 32.000. Nel 2013, successivamente alla cessione a P&P di parte del Finanziamento, Meridie effettua un ulteriore versamento per Euro 45.000, arrivando a detenere nei confronti di MA un Finanziamento in linea capitale pari a Euro 3.900.283, al netto della cessione pro-soluto a P&P per Euro 290.000.

In data 28 febbraio 2013 viene finalizzata la cessione da Meridie, la quale detiene una partecipazione pari al 92,14% del capitale di MA, a P&P, titolare di una quota del 7,14% in MA, di una parte del finanziamento soci (di seguito "Finanziamento") in quota proporzionale alla partecipazione da quest'ultima detenuta in MA. Pertanto, in tale data e con la sottoscrizione del contratto di cessione, Meridie cede *pro-soluto* a P&P una parte del finanziamento soci per Euro 290.000 in linea capitale, oltre interessi a maturare dalla data di cessione al tasso Euribor 3 mesi più spread dell'1,5%, interessi calcolati con cadenza mensile (di seguito "Credito conferito" o "Credito"). A seguito di tale cessione, P&P ha provveduto a versare a Meridie nel corso del 2013 un corrispettivo pari al valore nominale della quota di finanziamento acquisita. Il Credito conferito acquistato da P&P è dunque parte di un finanziamento soci fruttifero concesso da Meridie a Manutenzioni Aeronautiche in più *tranches* con scadenza di capitale ed interessi in un'unica soluzione.

La scadenza del Credito, prevista al momento della cessione al 30 novembre 2013, è stata successivamente prorogata al 30 novembre 2014 in forza di quanto previsto nel Contratto di cessione che cita in un articolo *"L'acquirente si impegna per sé e per i propri aventi causa diretti e indiretti nella partecipazione detenuta nella Società a concedere, ove necessario e su semplice richiesta della Società (MA) una proroga della scadenza originaria del credito ceduto, alle medesime condizioni"*. Il Credito oggetto di conferimento, come accennato in precedenza, ha natura fruttifera e al 31 maggio 2014 ha maturato, dalla data di acquisizione da parte di P&P, interessi per Euro 6.120 che saranno oggetto di liquidazione con l'estinzione del Credito.

6.2. Valutazione del Credito conferito

In linea di principio il valore di un credito, al pari del valore di una attività finanziaria, è uguale alla somma del valore attuale dei flussi di cassa da esso generati durante la sua vita residua.

L'attività di valutazione richiede pertanto la determinazione di due variabili di base:

- i flussi di cassa generati dal credito, composti dai rimborsi in linea capitale e dagli interessi (a volte determinati secondo un piano di ammortamento);
- il tasso di attualizzazione. Tale grandezza deve essere determinata in funzione di due componenti: il valore temporale e il profilo di rischio associabile alla categoria di credito. Il processo valutativo si focalizza sulla corretta stima del tasso di attualizzazione che può cambiare in funzione delle condizioni di mercato e del profilo di rischio riconosciuto.

Determinazione dei flussi di cassa

Il Credito in oggetto ha natura finanziaria fruttifera e il suo valore nominale, pari a Euro 290.000 mila, come gli interessi maturati alla data di emissione della Relazione (pari a Euro 6.120) nonché quelli che matureranno fino alla data di incasso nella misura pari all'Euribor 3 mesi più spread dell'1,5%, saranno incassati in una unica soluzione al momento della scadenza, prevista per il 30 novembre 2014, secondo quanto risulta dalla documentazione acquisita e come confermato dallo stesso *Management*.

Stima del tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione incorpora due componenti: (i) il valore temporale del denaro convenzionalmente rappresentato da un tasso privo di rischio (*risk free rate*); (ii) il premio per il rischio associabile alla controparte definito anche *credit spread*. Quest'ultima componente dipende da una serie di fattori primo tra tutti la capacità di mantenere gli impegni presi da parte del debitore, generalmente espressa dal suo *rating* creditizio.

Un altro elemento, non di minore importanza, è rappresentato dall'esistenza di una garanzia, quindi dalla tipologia della stessa e dal grado di copertura dell'esposizione. Infine, va tenuto in considerazione che, nel caso di garanzie personali, assume importanza il merito creditizio del soggetto garante.

In linea di principio, se il tasso di interesse contrattuale di un finanziamento è allineato con il tasso corrente di mercato (ossia un tasso che remunera adeguatamente tutti i fattori indicati in precedenza), il *fair value* del credito è uguale al suo valore nominale. Occorre tuttavia distinguere tra i prestiti a tasso fisso da quelli a tasso variabile.

La caratteristica dei finanziamenti a tasso fisso è quella di avere flussi futuri certi, in quanto calcolati in

funzione di un tasso di interesse definito all'inizio del contratto e costante per tutta la sua durata. Pertanto, durante la vita del finanziamento il suo *fair value* quasi certamente non sarà uguale al suo valore nominale (debito residuo), in quanto vengono a cambiare le condizioni di mercato e quindi il livello di remunerazione dei fattori sopra indicati (remunerazione per il tempo e remunerazione per il rischio di credito). Nel caso di un aumento dei tassi di interesse il *fair value* del finanziamento sarà più basso del suo valore nominale, viceversa, in caso di riduzione dei tassi di interesse il *fair value* sarà più alto.

La principale caratteristica dei finanziamenti a tasso variabile invece è l'impossibilità di conoscere con certezza, al momento in cui si effettua la valutazione, i flussi di cassa futuri che il contratto genererà per tutta la sua durata residua. Infatti, i finanziamenti a tasso variabile adeguano periodicamente i flussi di cassa in funzione dell'andamento dei tassi di mercato. Da qui ne deriva che il *fair value* di questi prestiti è sostanzialmente allineato al valore nominale (debito residuo) durante tutta la vita del contratto. Va tuttavia osservato che, poiché i finanziamenti a tasso variabile normalmente hanno solo una componente (il tasso *risk free*) che viene adeguata periodicamente all'andamento di mercato, non si esclude la possibilità di avere un disallineamento tra il *fair value* e il valore nominale a causa del cambiamento delle condizioni che portano ad un mutamento del rischio di credito e quindi dello *spread*.

Sulla base di quanto detto e considerando la natura di finanziamento a tasso variabile, il *fair value* del Credito è meno sensibile alle variazioni dei tassi di mercato ed è sostanzialmente esposto solo al mutamento delle condizioni che portano alla definizione del livello di remunerazione degli altri fattori di rischio/costo (variazioni degli *spread*).

Tali condizioni saranno tanto più variabili quanto più lunga è la durata media del Credito. La durata media finanziaria (*duration*) di un finanziamento misura il tempo che il creditore deve attendere, in media, per ricevere capitale e interessi e rappresenta un'approssimazione della relazione tra il tasso di variazione del *fair value* del finanziamento e la variazione del suo tasso di rendimento. Come ricordato in precedenza, la scadenza del Credito è prevista per il 30 novembre 2014, dunque entro un lasso di tempo breve che riduce l'effetto di variabilità dei fattori summenzionati.

Un altro aspetto da considerare, sempre legato al fattore rischio/costo, è rappresentato dalle caratteristiche di solidità del soggetto debitore e dunque della sua capacità a soddisfare la propria posizione debitoria. A tale proposito, si rileva che il valore di mercato dell'*equity* di MA compreso tra

Euro 21,8 milioni ed Euro 24,7 milioni, definito in occasione del calcolo del valore della Partecipazione e nettamente superiore al valore contabile del Patrimonio Netto (al 31 dicembre 2013 pari a Euro 6,3 milioni), fa emergere un basso rapporto di indebitamento considerando la PFN al 31 dicembre 2013, comprensiva del debito verso P&P, pari a Euro 4,4 milioni, evidenziando una buona solidità patrimoniale-finanziaria di MA. Questa condizione non fa ritenere, almeno nel breve periodo, una variazione immediata nel rischio di credito e quindi nello *spread* legato al soggetto debitore.

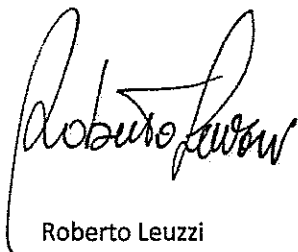
Il tasso di interesse variabile, la vicinanza della data di scadenza del debito e il basso rapporto di indebitamento, alla luce di quanto discusso in precedenza, sono tutti elementi che fanno ritenere che il tasso di remunerazione del Credito sia adeguato al merito di rischio e che il *fair value* del Credito sia pari al suo valore nominale.

7. CONCLUSIONI

In sintesi, sulla base delle analisi svolte, tenuto conto delle caratteristiche della Partecipazione e del Credito oggetto di valutazione, delle informazioni disponibili, delle metodologie di valutazione utilizzate, delle assunzioni poste alla base delle stesse, nonché considerando le caratteristiche dell'operazione in oggetto e la conseguente finalità della valutazione effettuata, si ritiene che il valore attribuibile agli *asset* che verranno conferiti in Meridie a seguito dell'aumento di capitale riservato da essa deliberato, possa essere pari ad Euro 1.600.000 per la Partecipazione pari al 7,14% del capitale di MA, valore inclusivo dell'*Earn Out* di cui alla clausola della Lettera di Intenti, ed Euro 290.000 per il Credito vantato da P&P verso MA.

Milano, 12 giugno 2014

Arché S.r.l.



Roberto Leuzzi
Director