

REPLY S.P.A

**Valore economico
al 31 marzo 2013
e al 18 luglio 2013**

24 maggio, 2013

Indice

1. INTRODUZIONE.....	3
1.1 PREMessa.....	3
1.2 OGGETTO DELL'INCARICO	3
1.3 INFORMAZIONI UTILIZZATE	3
1.4 DATA DI RIFERIMENTO	4
1.5 AVVERTENZE	4
2. DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ	5
3. MERCATO DI RIFERIMENTO	7
4. DATI ECONOMICO-PATRIMONIALI CONSUNTIVI CONSOLIDATI.....	10
5. DATI ECONOMICO-PATRIMONIALI PROSPETTICI DELLA SOCIETÀ	14
6. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE	19
6.1 METODO DI VALUTAZIONE DI GRUPPI.....	19
6.2 METODO FINANZIARIO	19
6.3 METODO COMPARATIVO: MULTIPLI DI MERCATO E DELLE TRANSAZIONI	21
6.4 METODO PATRIMONIALE.....	22
6.5 METODO REDDITUALE	23
6.6 METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE.....	26
7. ANALISI VALUTATIVA	28
7.1 PREMessa.....	28
7.2 METODO PRINCIPALE: METODO FINANZIARIO.....	29
7.3 METODO PRINCIPALE: METODO REDDITUALE	31
7.4 METODO DI CONTROLLO: METODO COMPARATIVO DEI MULTIPLI DI MERCATO	35
7.5 ANDAMENTO DEL TITOLO	36
7.6 VALORE STIMATO ALLA DATA DI RIFERIMENTO	37
7.7 VALORE STIMATO ALLA DATA DI RIFERIMENTO DI APPROVAZIONE DELLA FUSIONE	38
8. CONCLUSIONI.....	39
ALLEGATO A: DESCRIZIONE DELLE SOCIETÀ' COMPARABILI.....	40

1. Introduzione

1.1 Premessa

Pirola Pennuto Zei & Associati (di seguito lo “Studio”) ha ricevuto l’incarico (di seguito “Incarico”) da Reply S.p.A. (di seguito “Reply” o la “Società”) – società di diritto italiano con sede in Torino (TO), Corso Francia n. 110, iscritta nel Registro delle Imprese di Torino al n. 97579210010, capitale sociale di € 4.803.685.64 interamente versato – di predisporre una relazione di stima sul valore economico del patrimonio netto della Società, in relazione alla prospettata fusione transfrontaliera (di seguito la “Fusione”) con Reply Deutschland AG (di seguito “Reply AG”), attualmente detenuta dalla Società con una quota pari all’81,18%. Si segnala che, alla data del presente documento, Reply e Reply AG sono parte del gruppo Reply (di seguito il “Gruppo”), controllato da Reply stessa.

1.2 Oggetto dell’Incarico

Lo scopo di questa relazione (di seguito la “Relazione”) è quello di fornire una stima del valore economico del patrimonio netto di Reply in relazione alla suddetta fusione transfrontaliera.

Lo Studio, raccolti i necessari dati, prosegue di seguito con la descrizione della Società, esplicita i criteri di valutazione adottati, effettua l’analisi di sensibilità del valore derivante dall’applicazione del criterio prescelto, espone i risultati a cui è pervenuto (nel paragrafo conclusivo).

1.3 Informazioni utilizzate

I dati, documenti e informazioni (nell’insieme le “Informazioni”) contenuti nella presente Relazione sono stati ottenuti dalla Società e da fonti di pubblica diffusione. I dati prospettici riportati sono stati elaborati e forniti dal management della Società (di seguito il “Management”). Ne consegue che scostamenti rispetto alle conclusioni raggiunte nella Relazione potrebbero risultare da imprecisioni, errori e omissioni nelle Informazioni a noi fornite.

Le principali Informazioni utilizzate ai fini dello svolgimento dell’Incarico comprendono:

- bilanci consolidati della Società relativi al 2009, 2010, 2011 e 2012;
- situazione economico-patrimoniale consolidata della Società al 31 marzo 2013;
- proiezioni economico-patrimoniali consolidate 2013-2016 della Società e relativi dettagli a supporto;
- descrizione della Società;
- Domination Agreement siglato tra Reply e Reply AG;
- Joint Report redatto dai consigli di amministrazione di Reply e Reply AG datato 14 aprile 2010;
- analyst report di Intermonte alla data del 15 marzo 2013;
- analyst report di Twice alla data del 17 aprile 2013;

- previsioni del mercato dei servizi IT per il periodo 2008-2015 (aggiornamento al 1Q12) redatto da Gartner;
- descrizione del mercato di riferimento;
- struttura societaria di Reply;
- elenco delle società comparabili.

I documenti sopra elencati sono stati integrati e completati mediante colloqui con il Management in relazione ai dati economici e patrimoniali, alla struttura organizzativa, al modello gestionale e commerciale, alle linee strategiche e al settore di riferimento della Società.

Si è fatto inoltre ricorso ad altre informazioni pubblicamente disponibili tra le quali:

- ricerche di mercato relative a società operanti nel settore di riferimento;
- informazioni finanziarie relative a società comparabili ottenute attraverso banche dati specializzate;
- ricerche sul settore di riferimento.

1.4 Data di riferimento

La data di riferimento della presente stima è il 31 marzo 2013 (di seguito la “Data di Riferimento”). Successivamente il valore economico del patrimonio netto della Società stimato al 31 marzo 2013 è stato capitalizzato alla data dell’Assemblea degli Azionisti di Reply AG per l’approvazione della Fusione, ossia il 18 luglio 2013 (di seguito “Data di Riferimento di Approvazione della Fusione”).

Si è avuta assicurazione da parte del Management circa l’assenza di eventi successivi alla Data di Riferimento che possano avere un impatto rilevante sulle conclusioni della Relazione.

1.5 Avvertenze

Le conclusioni raggiunte nella Relazione devono essere interpretate alla luce delle seguenti ipotesi:

- la valutazione della Società è stata effettuata in ipotesi di continuità aziendale e alla luce di elementi prospettici ragionevolmente ipotizzabili; pertanto non prende in considerazione eventi esterni futuri straordinari o inattesi;
- la valutazione della Società è stata condotta considerandone la configurazione e il modello operativo alla Data di Riferimento e l’attuale contesto normativo e regolamentare;
- le proiezioni economico-patrimoniali consolidate 2013-2016 della Società (nel seguito le “Proiezioni”) sono state predisposte dal Management; non sono previsti scostamenti significativi alla data di redazione della presente Relazione; le Proiezioni sono state discusse con il Management, con particolare riferimento agli assunti alla base di tali Proiezioni;
- la valutazione della Società è stata effettuata sulla base dello stato patrimoniale e del conto economico alla Data di Riferimento e sulla base delle Proiezioni;

- la valutazione è stata effettuata secondo gli standard internazionali di valutazione. Inoltre, poiché la Fusione coinvolgerà una società tedesca, nell'analisi valutativa sono stati altresì applicati i principi utilizzati dai Revisori Legali tedeschi contenuti nello Standard I predisposto dall'Istituto dei Revisori Legali in Germania (di seguito "IDW S1");
- i dati consuntivi e le Proiezioni non sono stati oggetto di due diligence da parte dello Studio;
- l'Incarico non prevede lo svolgimento di verifiche e accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale o previdenziale, relative alla Società, connesse a problematiche non riportate nelle Informazioni;
- la Relazione è stata predisposta esclusivamente per le finalità indicate nel paragrafo "Oggetto dell'Incarico" e non potrà essere utilizzata per finalità diverse;

2. Descrizione della Società

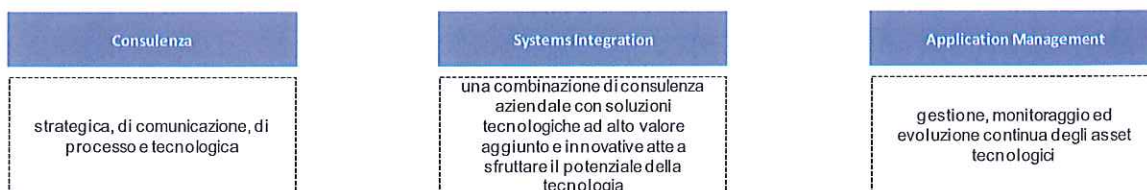
Reply è una delle principali società che opera nel settore della consulenza, del system integration e dell'application management, specializzata nella progettazione e nell'implementazione di soluzioni basate sui nuovi canali di comunicazione e media digitali.

L'offerta di Reply si propone di favorire il successo dei clienti attraverso l'introduzione di innovazioni su tutta la catena del valore digitale. In considerazione della sua conoscenza relativa a soluzioni specifiche e grazie ad una consolidata esperienza nel settore, Reply si occupa delle principali problematiche afferenti ai vari settori industriali.

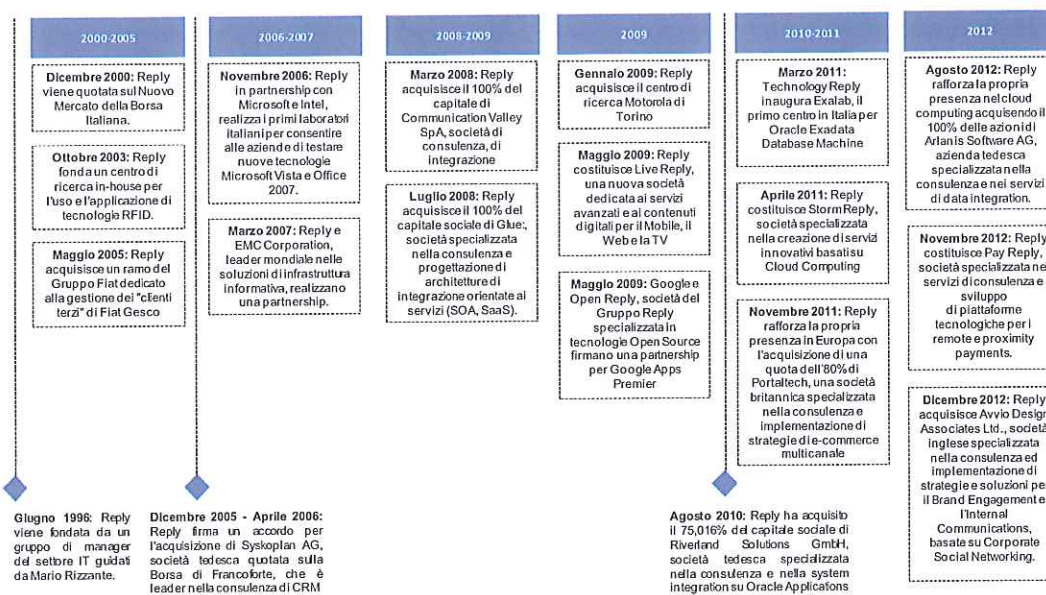
L'offerta di Reply copre **tre ambiti di competenza**:



All'interno delle tre aree Reply offre **tre tipologie di servizi**:



Le principali sedi della Società sono in Germania, Italia e Regno Unito; nel 2012 Reply, operando in Europa, ha conseguito ricavi per quasi € 495.000 migliaia. La Società è quotata presso la Borsa Italiana [REY IM].



Focus sul mercato di riferimento

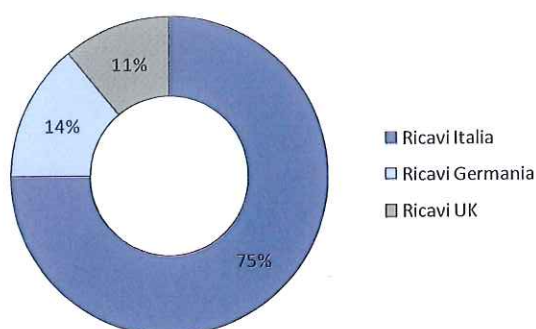
Reply affianca i principali gruppi industriali europei operanti nell'ambito delle telecomunicazioni e dei media, delle banche, delle assicurazioni e degli operatori finanziari, dell'energia e delle utilities e della Pubblica Amministrazione.

- Reply è un esempio nel processo di convergenza tra **telecomunicazioni e media**, con un particolare focus sulle relative componenti: VAS, la tecnologia del digitale terrestre, Multimedia Content Management and Billing e CRM.
- Reply collabora con i principali **istituti bancari e compagnie assicurative** in merito all'individuazione e alla realizzazione di soluzioni atte a coniugare l'ottimizzazione dei principali processi con un sostanziale miglioramento dell'efficienza del patrimonio informativo. In dettaglio, Reply opera definendo strategie e soluzioni, integrando le varie componenti e mettendo a disposizione le proprie competenze quali consulenza, processo, sviluppo, applicazione e tecnologia.
- Reply ha definito un insieme di offerte specifiche per **le società di vendita e distribuzione di energia elettrica**, in relazione al cambiamento e all'allineamento operativo, organizzativo e tecnologico. In particolare, Reply è focalizzata nella progettazione di modelli e nella creazione di soluzioni applicative nei principali processi di CRM e Billing nel mercato delle Utilities ed

ha altresì collaborato con i principali fornitori di energia europei per la realizzazione di soluzioni di Pricing, Forecasting e Meter Data Management.

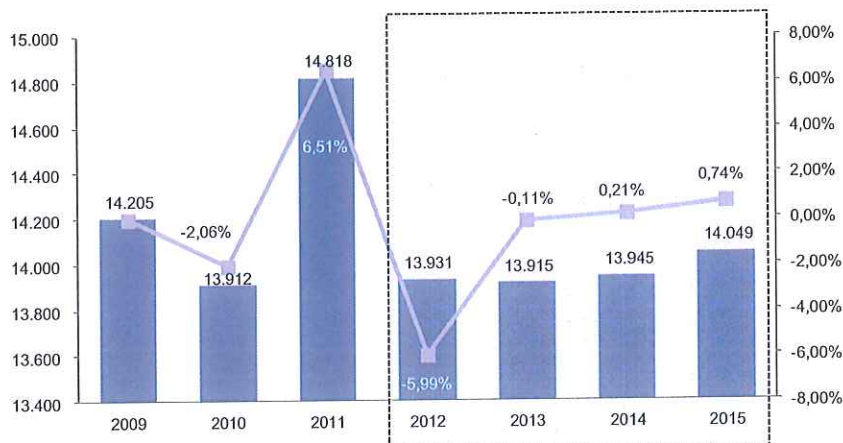
- per quanto riguarda la Pubblica Amministrazione e il Servizio Sanitario Nazionale, Reply sfrutta la propria esperienza maturata sui servizi online più avanzati, integrando applicazioni e competenze per creare soluzioni specifiche per la gestione delle relazioni con il cittadino.

Il grafico seguente mostra la segmentazione geografica dei ricavi di Reply:

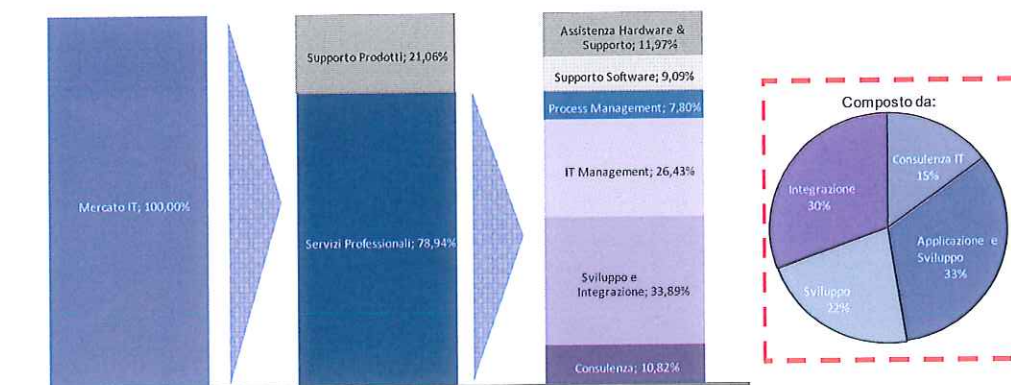


3. Mercato di riferimento

In considerazione del fatto che la maggior parte dei ricavi di Reply sono generati in Italia viene brevemente descritto il mercato IT italiano e successivamente vengono fornite informazioni sull'andamento del mercato IT a livello globale. Il mercato dell'IT in Italia ha raggiunto nel 2011 un volume d'affari pari a \$ 14.818 milioni, con una crescita, rispetto al 2010, pari al 6,51%. Il mercato, nel 2012, sembrerebbe mostrare una tendenza a contrarsi, scendendo ad un valore di \$ 13.931 milioni. Nel 2015 si prevede che il mercato raggiungerà un valore pari a \$ 14.049 milioni, con un CAGR per il periodo 2012-2015 pari allo 0,28%.

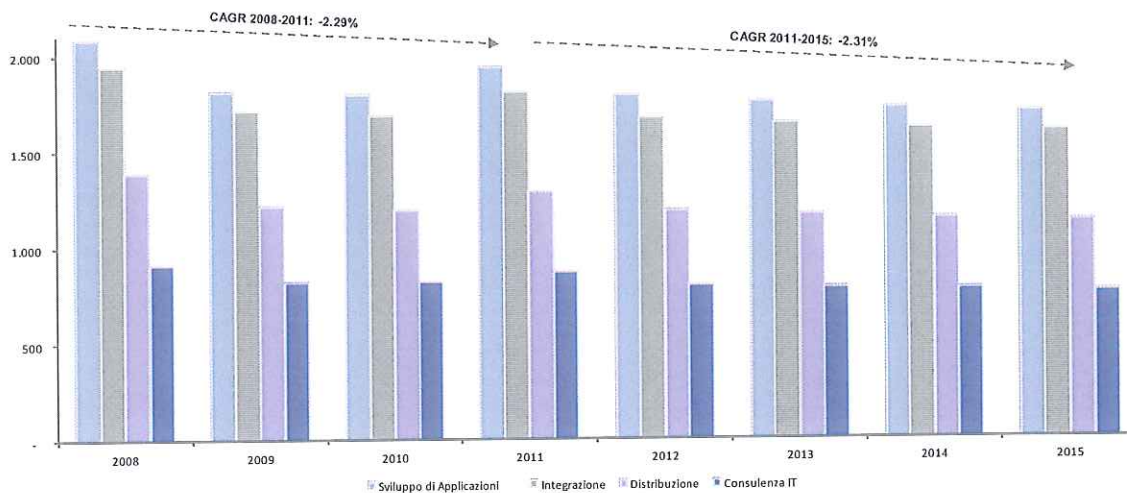


Il grafico di seguito mostra la composizione del mercato IT con evidenza dei segmenti in cui Reply è maggiormente coinvolta.

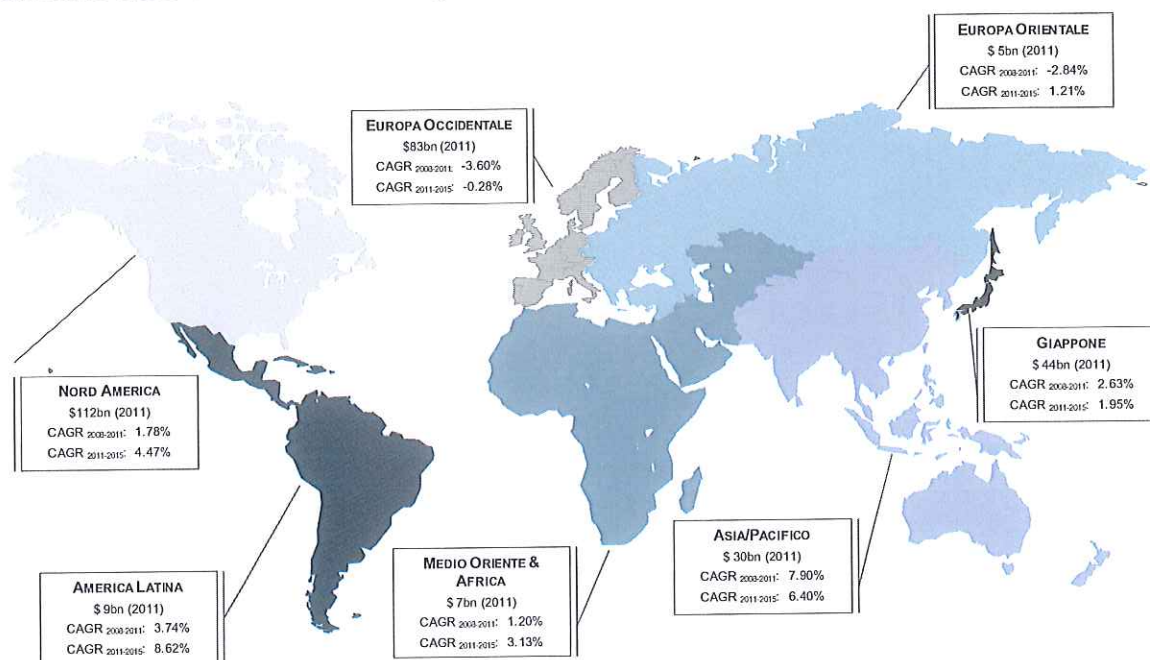


Il grafico seguente mostra l'andamento storico e prospettico per i segmenti nei quali la Società opera (i.e. **integrazione, implementazione, consulenza IT e sviluppo di applicazioni**), e la relativa segmentazione geografica.

Per il mercato italiano, il CAGR complessivo per il periodo 2008-2011 è stato negativo, ossia pari a -2,29%, in linea con le proiezioni per il periodo 2011-2015, che mostrano un CAGR negativo pari a -2,31%.



A livello mondiale, l'area geografica più rilevante, in termini di volumi d'affari per i quattro segmenti sopra citati, è il Nord America, con una quota pari a \$ 112.000 milioni ed un CAGR positivo che dovrebbe essere confermato anche nei prossimi anni.



4. Dati economico-patrimoniali consuntivi consolidati

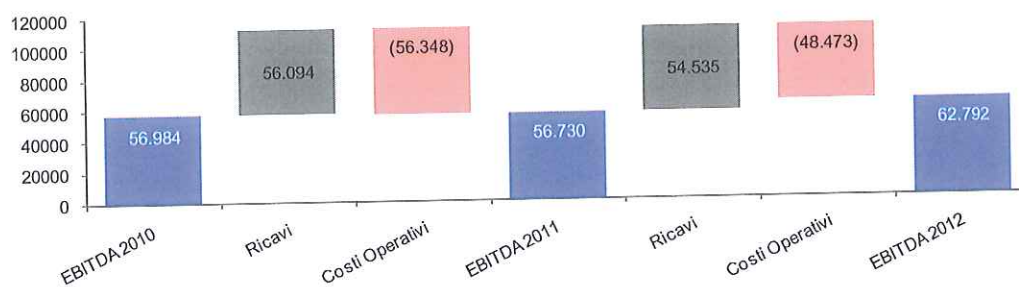
Si riportano nel seguito i dati economico-patrimoniali consuntivi consolidati della Società relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2009-2012 redatti secondo i principi contabili internazionali (IFRS), con evidenza del primo trimestre del 2013:

Conto economico Migliaia di Euro	2009	2010	2011	2012	Q1 2013
	Consuntivo IAS / IFRS	Consuntivo IAS / IFRS	Consuntivo IAS / IFRS	Consuntivo IAS / IFRS	Consuntivo IAS / IFRS
RICAVI TOTALI	340.166	384.202	440.296	494.831	134.493
<i>Crescita %</i>	<i>n.a.</i>	<i>12,9%</i>	<i>14,6%</i>	<i>12,4%</i>	<i>n.a.</i>
Costi operativi	(297.713)	(327.218)	(383.566)	(432.039)	(115.781)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>-87,5%</i>	<i>-85,2%</i>	<i>-87,1%</i>	<i>-87,3%</i>	<i>-86,1%</i>
Acquisti	(8.207)	(8.652)	(8.703)	(10.894)	(2.629)
Consulenti operativi IT	(52.994)	(63.537)	(91.427)	(107.792)	(29.826)
Altri servizi	(53.401)	(54.638)	(62.673)	(66.030)	(16.993)
Godimento beni terzi	(6.047)	(6.269)	(6.335)	(6.398)	(1.619)
Personale	(176.652)	(194.122)	(215.056)	(239.258)	(64.713)
Svalutazioni immobilizzazioni	(738)	0	628	368	(0)
Svalutazioni crediti	326	0	0	0	0
Accantonamenti per rischi	0	0	0	(2.015)	0
EBITDA	42.453	56.984	56.730	62.792	18.712
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>12,5%</i>	<i>14,8%</i>	<i>12,9%</i>	<i>12,7%</i>	<i>13,9%</i>
Ammortamenti	(6.566)	(7.645)	(6.960)	(7.223)	(1.711)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>-1,9%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-1,6%</i>	<i>-1,5%</i>	<i>-1,3%</i>
EBIT	35.887	49.339	49.770	55.569	17.001
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>10,5%</i>	<i>12,8%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,2%</i>	<i>12,6%</i>
Proventi/(Oneri) finanziari netti	(1.914)	(1.476)	(2.192)	(1.984)	(442)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>-0,3%</i>
Proventi/(Oneri) straordinari netti	125	(7.769)	(1.105)	(3.319)	0
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>0,0%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>0,0%</i>
RISULTATO ANTE IMPOSTE	34.098	40.094	46.473	50.266	16.559
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,6%</i>	<i>10,2%</i>	<i>12,3%</i>
Imposte	(17.098)	(19.482)	(21.327)	(22.006)	(7.232)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>-5,0%</i>	<i>-5,1%</i>	<i>-4,8%</i>	<i>-4,4%</i>	<i>-5,4%</i>
UTILE NETTO/(PERDITA NETTA)	17.000	20.612	25.146	28.260	9.327
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,9%</i>
Utile Netto/(Perdita Netta) di Terzi	367	245	996	1.164	249
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>
UTILE NETTO/(PERDITA NETTA) DEL GRUPPO	16.633	20.367	24.150	27.096	9.078
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,5%</i>	<i>6,7%</i>

I ricavi totali hanno mostrato un incremento del 14,6% e del 12,4% rispettivamente nel 2011 e nel 2012, raggiungendo un valore di € 494.831 migliaia nel 2012 (€ 134.493 migliaia nei primi tre mesi del 2013). Tale incremento è in parte derivato dall'acquisizione di (i) Arlanis Software A.G., una società tedesca specializzata nella consulenza e nei servizi di integrazione dei dati, leader in Europa continentale nelle soluzioni Salesforce.com, e dall'acquisizione di (ii) Avvio Design Associates Ltd,

società inglese specializzata nella consulenza e nell'implementazione di strategie e soluzioni per il Brand Engagement e l'Internal Communications, basate sul Corporate Social Networking.

I costi operativi si sono incrementati passando da € 383.566 migliaia nel 2011 a € 432.039 migliaia nel 2012, rispettivamente pari all'87,1% e all'87,3% dei ricavi totali. Nel primo trimestre del 2013 sono stati pari a € 115.781 migliaia (86,1% dei ricavi totali).



L'EBITDA ha registrato un incremento in valore assoluto passando da € 56.730 migliaia nel 2011 a € 62.792 migliaia nel 2012, tuttavia si è ridotto in termini relativi dal 12,9% nel 2011 al 12,7% nel 2012 (€ 18.712 migliaia nel primo trimestre del 2013, pari al 13,9% dei ricavi totali).

L'EBIT ha seguito lo stesso andamento dell'EBITDA, passando da € 49.770 migliaia (11,3% dei ricavi totali) nel 2011 a € 55.569 migliaia (11,2% dei ricavi totali) nel 2012. Nel primo trimestre del 2013 l'EBIT è stato pari a € 17.001 migliaia (12,6% dei ricavi totali).

Il risultato ante imposte è stato pari a € 50,266 migliaia (10,2% dei ricavi totali) nel 2012 con un incremento rispetto all'anno precedente quando ammontava a € 46.473 migliaia (10,6% dei ricavi totali), dopo i) oneri finanziari netti pari a € 1,984 migliaia principalmente relativi ai finanziamenti per operazioni di M&A e ii) oneri straordinari netti pari a € 3.319 migliaia riferiti all'adeguamento del debito relativo al corrispettivo variabile per l'acquisto della società inglese Portaltech Reply Ltd. necessario a seguito del miglior andamento della società rispetto al piano originario assunto per la stima dell'earn-out. Nel primo trimestre del 2013 il risultato ante imposte è stato pari a € 16.559 migliaia (12,3% dei ricavi totali).

Dopo le imposte e l'utile netto di terzi, l'utile netto del Gruppo è risultato pari a € 27.096 migliaia (5,5% dei ricavi totali) nel 2012, mostrando un incremento rispetto al precedente esercizio, quando era pari a € 24.150 migliaia (5,5% dei ricavi totali). Nei primi mesi del 2013 il risultato netto di Gruppo è stato pari a € 9.078 migliaia (6,7% dei ricavi totali).

REPLY SPA Stato patrimoniale	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/03/2013
Migliaia di Euro	Consuntivo IAS / IFRS	Consuntivo IAS / IFRS	Consuntivo IAS / IFRS	Consuntivo IAS / IFRS	Consuntivo IAS / IFRS
Immobilizzazioni immateriali	72.691	79.038	102.826	111.155	111.068
Immobilizzazioni materiali	9.823	8.437	10.361	11.561	11.290
Immobilizzazioni finanziarie	8	92	58	23	7
IMMOBILIZZAZIONI	82.522	87.567	113.245	122.739	122.365
Magazzino	25.600	15.971	10.184	15.428	24.746
Crediti commerciali	153.725	189.145	219.764	237.700	216.182
Altre attività correnti	21.349	25.062	35.794	40.903	50.757
Debiti commerciali	(36.184)	(37.702)	(48.005)	(56.656)	(56.416)
Altre passività correnti	(65.159)	(88.658)	(90.865)	(102.160)	(115.614)
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	99.331	103.818	126.872	135.215	119.656
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>29,2%</i>	<i>27,0%</i>	<i>28,8%</i>	<i>27,3%</i>	<i>22,2%</i>
TFR*	(15.492)	(16.678)	(16.852)	(18.818)	(20.555)
Crediti assicurativi relativi ai piani pensionistici		2.733	2.978	2.852	2.880
Altri fondi	(23.232)	(23.038)	(19.213)	(20.482)	(20.855)
CAPITALE INVESTITO NETTO	145.542	154.402	207.030	221.506	203.492
Debiti verso Banche a breve termine	3.900	23.793	34.050	35.382	9.801
Debiti verso Banche a lungo termine	39.006	27.177	23.939	22.103	21.606
Debiti verso azionisti di minoranza	4.768	15.798	32.307	40.190	38.740
Debiti verso altri finanziatori	1.561	531	450	1.046	968
Crediti finanziari	(815)	(1.601)	(1.292)	(1.683)	(917)
Disponibilità liquide	(33.163)	(50.125)	(40.444)	(53.992)	(52.089)
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	15.257	15.573	49.010	43.046	18.108
Patrimonio netto del Gruppo	123.823	137.493	156.100	175.756	183.877
Patrimonio netto di terzi	6.462	1.331	1.917	2.704	1.507
PATRIMONIO NETTO	130.285	138.824	158.017	178.460	185.384

* Il TFR include l'accantonamento al fondo per premi fedeltà riconosciuti ai dipendenti

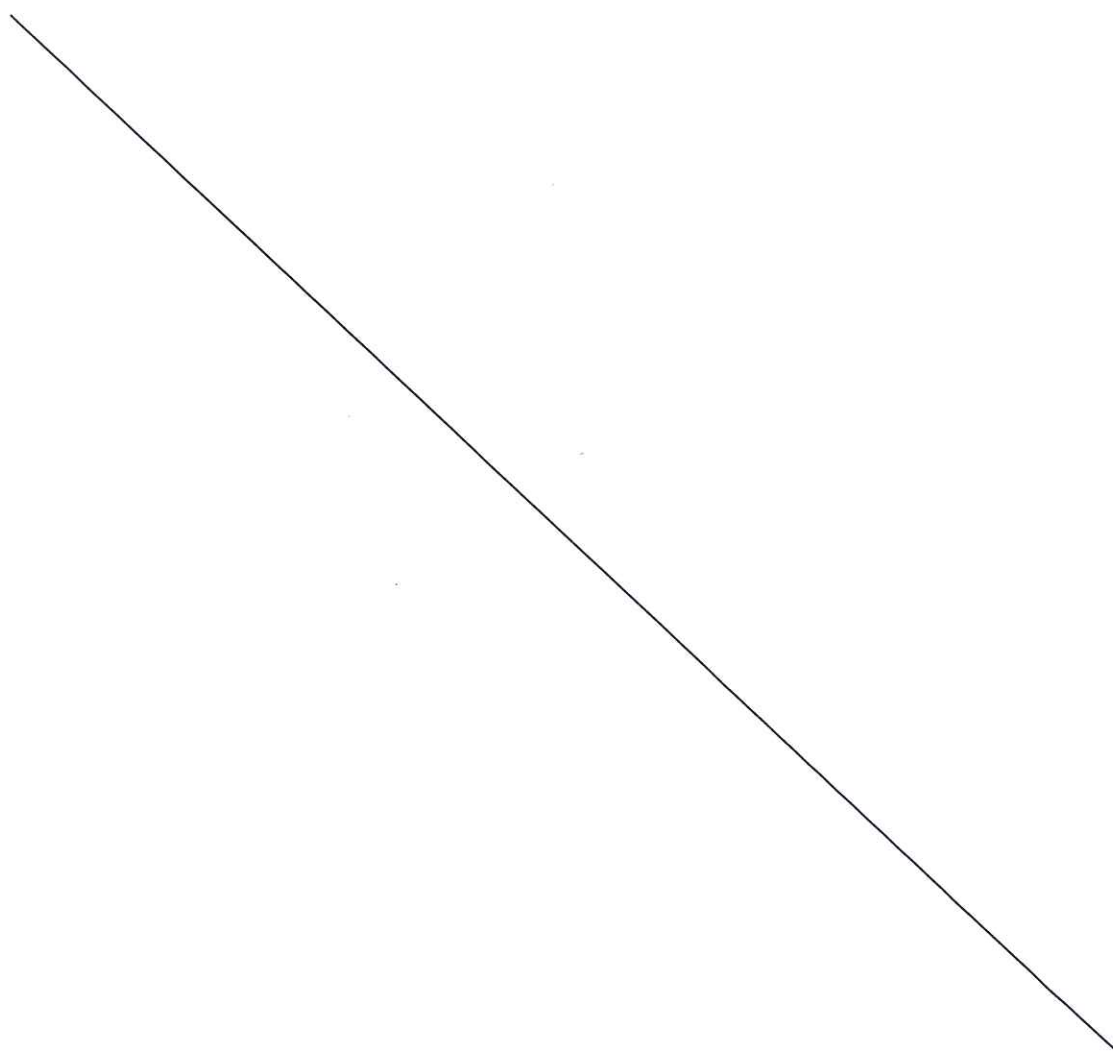
Al 31 marzo 2013 le immobilizzazioni immateriali ammontavano a € 111.068 migliaia, costituite da avviamento pari a € 105.195 migliaia e da altre immobilizzazioni immateriali (software, marchio, costi di sviluppo e altre) pari a € 5.873 migliaia. Le immobilizzazioni materiali ammontavano a € 11.290 migliaia, costituite principalmente da fabbricati, hardware ed altri beni. Le immobilizzazioni finanziarie ammontavano a € 7 migliaia, costituite dalle partecipazioni in Next Next S.r.l. e Bio Science S.c.a.r.l..

Alla stessa data il capitale circolante netto risultava positivo per € 119.656 migliaia (con un'incidenza del 22,2% sui ricavi totali), il TFR (inclusivo del fondo per premi fedeltà riconosciuti ai dipendenti) ammontava a € 20.055 migliaia, i crediti assicurativi relativi ai piani pensionistici erano pari a € 2.880 migliaia e gli altri fondi ammontavano a € 20.855 migliaia, costituiti dal fondo imposte differite (€ 10.832 migliaia) e da altri fondi (€ 10.023 migliaia).

Al 31 marzo 2013, la posizione finanziaria netta della Società era negativa ed ammontava a € 18.108 migliaia, costituita principalmente da debiti verso banche (a breve e lungo termine) per € 31.407 migliaia, da debiti verso azionisti di minoranza per € 38.740 migliaia e da disponibilità liquide per €

52.089 migliaia¹. Si segnala che i debiti verso azionisti di minoranza sono costituiti dai debiti verso gli azionisti di minoranza e dai debiti per operazioni societarie (earn-out).

Al 31 marzo 2013, il patrimonio netto ammontava a € 185.384 migliaia ed era composto dal patrimonio netto del Gruppo pari a € 183.877 migliaia e dal patrimonio netto di terzi pari a € 1.507 migliaia. In particolare, il capitale sociale di Reply, interamente versato e sottoscritto, ammontava a € 4.804 migliaia ed era composto da 9.237.857 azioni ordinarie del valore nominale di € 0,52 ciascuna. La società deteneva 235.813 azioni proprie pari a € 3.605 migliaia.



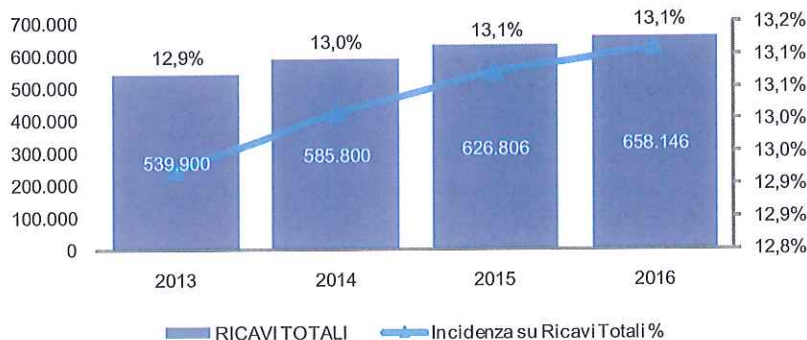
¹ In base alle esigenze operative della Società, il Management ha stimato che € 11.985 migliaia possano essere considerati come liquidità liberamente utilizzabile.

5. Dati economico-patrimoniali prospettici della Società

La tabella seguente mostra le Proiezioni per il periodo 2013-2016, con evidenza degli ultimi tre trimestri del 2013:

REPLY SPA					
Conto economico	Q 2-Q 4 2013	2013	2014	2015	2016
Migliaia di Euro	Budget	Budget	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni
RICAVI TOTALI	405.407	539.900	585.800	626.806	658.146
<i>Crescita %</i>	<i>n.d.</i>	<i>9,1%</i>	<i>8,5%</i>	<i>7,0%</i>	<i>5,0%</i>
Costi operativi	(354.356)	(470.137)	(509.597)	(544.866)	(571.855)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>-87,4%</i>	<i>-87,1%</i>	<i>-87,0%</i>	<i>-86,9%</i>	<i>-86,9%</i>
<i>Acquisti</i>	<i>(9.257)</i>	<i>(11.886)</i>	<i>(12.897)</i>	<i>(13.800)</i>	<i>(14.489)</i>
<i>Consulenti operativi IT</i>	<i>(87.783)</i>	<i>(117.610)</i>	<i>(127.608)</i>	<i>(136.541)</i>	<i>(143.368)</i>
<i>Altri servizi</i>	<i>(55.073)</i>	<i>(72.066)</i>	<i>(78.193)</i>	<i>(83.666)</i>	<i>(87.849)</i>
<i>Godimento beni terzi</i>	<i>(4.907)</i>	<i>(6.526)</i>	<i>(6.656)</i>	<i>(6.790)</i>	<i>(6.925)</i>
<i>Personale</i>	<i>(196.336)</i>	<i>(261.050)</i>	<i>(283.243)</i>	<i>(303.070)</i>	<i>(318.223)</i>
<i>Svalutazioni immobilizzazioni</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Svalutazioni crediti</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Accantonamenti per rischi</i>	<i>(1.000)</i>	<i>(1.000)</i>	<i>(1.000)</i>	<i>(1.000)</i>	<i>(1.000)</i>
EBITDA	51.051	69.763	76.203	81.940	86.291
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>12,6%</i>	<i>12,9%</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,1%</i>
Ammortamenti	(6.878)	(8.588)	(8.191)	(8.018)	(8.913)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-1,6%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>-1,3%</i>	<i>-1,4%</i>
EBIT	44.173	61.175	68.012	73.922	77.378
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>10,9%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,8%</i>	<i>11,8%</i>
Proventi/(Oneri) finanziari netti	(1.457)	(1.899)	(1.557)	(1.469)	(81)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>-0,4%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>0,0%</i>
Proventi/(Oneri) straordinari netti	0	0	0	0	0
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
RISULTATO ANTE IMPOSTE	42.716	59.276	66.456	72.453	77.297
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>10,5%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,7%</i>
Imposte	(18.775)	(26.007)	(28.857)	(31.282)	(33.175)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>-4,6%</i>	<i>-4,8%</i>	<i>-4,9%</i>	<i>-5,0%</i>	<i>-5,0%</i>
UTILE NETTO/(PERDITA NETTA)	23.941	33.268	37.599	41.171	44.122
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>5,9%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,6%</i>	<i>6,7%</i>
Utile Netto/(Perdita Netta) di Terzi	583	833	918	886	976
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>
UTILE NETTO/(PERDITA NETTA) DEL GRUPPO	23.358	32.436	36.680	40.285	43.146
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,6%</i>

I ricavi totali della Società previsti per il 2013 sono pari a € 539.900 migliaia, con un incremento del 9,1% rispetto all'anno precedente (€ 405.407 migliaia negli ultimi tre trimestri dell'anno). Nei successivi anni di Proiezioni, il Management ha previsto un incremento dell'8,5% nel 2014, del 7,0% nel 2015 e del 5,0%, fino a raggiungere € 658.146 migliaia, grazie alla forte posizione competitiva raggiunta grazie all'innovazione sull'intera catena del valore digitale.



L'EBITDA è previsto incrementarsi gradualmente da € 69.763 migliaia (12,9% dei ricavi totali) nel 2013 (€ 51.051 migliaia negli ultimi tre trimestri dell'anno) a € 86.291 migliaia (13,9% dei ricavi totali) nel 2016, dopo la stimata riduzione dell'incidenza dei costi operativi sui ricavi totali per l'intero periodo di Proiezioni passando dall'87,1% nel 2013 (87,4% durante gli ultimi tre trimestri del 2013) all'86,9% nel 2016. In particolare, il Management ha stimato i costi operativi come segue:

- acquisti: sono stati stimati sulla base dell'incidenza sui ricavi totali registrata nel 2012 (2,2%);
- consulenti operativi IT: sono stati stimati considerando un incremento annuo pari alla crescita dei ricavi di vendita (9,1% nel 2013, 8,5% nel 2014, 7,0% nel 2015 e 5,0% nel 2016);
- altri servizi: sono stati stimati considerando un incremento annuo pari alla crescita dei ricavi di vendita (9,1% nel 2013, 8,5% nel 2014, 7,0% nel 2015 e 5,0% nel 2016);
- godimento beni di terzi: sono stati stimati considerando una crescita inflazionistica annua (2,0%);
- personale: sono stati stimati considerando un incremento annuo pari alla crescita dei ricavi di vendita (9,1% nel 2013, 8,5% nel 2014, 7,0% nel 2015 e 5,0% nel 2016);
- accantonamenti per rischi: sono stati stimati pari a € 1.000 migliaia annui.

Gli ammortamenti sono stati stimati sulla base della vita utile residua delle immobilizzazioni immateriali e materiali correnti e della vita utile degli investimenti.

L'EBIT è atteso seguire lo stesso andamento dell'EBITDA, incrementandosi dall'11,3% dei ricavi totali nel 2013 (10,9% dei ricavi totali negli ultimi tre trimestri dell'anno) all'11,8% dei ricavi totali nel 2016.

Il risultato ante imposte è previsto incrementarsi da € 52.276 migliaia (11,0% dei ricavi totali) nel 2013 (€ 42.716 migliaia negli ultimi tre trimestri dell'anno) a € 77.297 migliaia (11,7% dei ricavi totali) nel 2016 dopo gli oneri finanziari netti. Gli oneri finanziari sono stati stimati sulla base della media annua della posizione debitoria (inizio-fine anno) moltiplicata per un tasso di interesse passivo ottenuto a partire dai forward dell'Euribor a 3 mesi al quale è stato sommato uno spread di 350 punti base; i proventi finanziari sono stati stimati moltiplicando la cassa media annua per un tasso di interesse attivo ottenuto a partire dai forward dell'Euribor a 3 mesi diminuito di 30 punti base.

L'utile netto è previsto pari a € 33.286 migliaia (6,2% dei ricavi totali) nel 2013 (€ 23.941 migliaia negli ultimi tre trimestri del 2013) e pari a € 44.122 migliaia (6,7% dei ricavi totali) nel 2016, dopo imposte stimate applicando le aliquote fiscali dei tre paesi in cui la Società opera alle relative basi imponibili, tra cui l'IRAP solo per l'Italia.

L'utile netto del Gruppo è previsto pari a € 32.436 migliaia (6,0% dei ricavi totali) nel 2013 (€ 23.358 migliaia negli ultimi tre trimestri del 2013) e pari a € 43.146 migliaia (6,6% dei ricavi totali) nel 2016, dopo utili netti di terzi stimati come quota parte degli utili attesi delle società in cui sono presenti azionisti di minoranza.

REPLY SPA				
Stato patrimoniale	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Migliaia di Euro	Budget	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni
Immobilizzazioni immateriali	110.155	109.609	108.869	108.534
Immobilizzazioni materiali	11.973	12.328	13.050	12.472
Immobilizzazioni finanziarie	7	7	7	7
IMMOBILIZZAZIONI	122.135	121.944	121.926	121.013
Magazzino	16.833	18.264	19.543	20.520
Crediti commerciali	259.350	281.398	301.096	316.151
Altre attività correnti	44.628	48.423	51.812	54.403
Debiti commerciali	(61.681)	(66.800)	(71.377)	(74.885)
Altre passività correnti	(111.357)	(120.723)	(129.095)	(135.501)
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	147.773	160.563	171.980	180.687
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>27,4%</i>	<i>27,4%</i>	<i>27,4%</i>	<i>27,5%</i>
TFR*	(15.973)	(15.612)	(15.213)	(14.774)
Crediti assicurativi relativi ai piani pensionistici	2.909	2.967	3.027	3.087
Altri fondi	(17.613)	(14.744)	(12.625)	(12.825)
CAPITALE INVESTITO NETTO	239.230	255.118	269.094	277.188
Debiti verso Banche a breve termine	37.137	37.481	37.093	5.786
Debiti verso Banche a lungo termine	12.322	2.666	666	0
Debiti verso azionisti di minoranza	32.011	24.156	11.608	10.080
Debiti verso altri finanziatori	968	968	968	968
Crediti finanziari	(917)	(917)	(917)	(917)
Disponibilità liquide	(31.824)	(27.691)	(30.172)	(22.624)
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	49.697	36.663	19.246	(6.707)
Patrimonio netto del Gruppo	187.702	216.220	247.639	281.333
Patrimonio netto di terzi	1.832	2.235	2.209	2.561
PATRIMONIO NETTO	189.534	218.455	249.848	283.895

* Il TFR include l'accantonamento al fondo per premi fedeltà riconosciuti ai dipendenti

Le immobilizzazioni materiali e immateriali sono state stimate dal Management sulla base i) delle immobilizzazioni correnti e i relativi piani di ammortamento e ii) degli investimenti e relativi piani di ammortamento. In particolare, sono previsti investimenti complessivi pari a € 8.000 migliaia in ciascun anno delle Proiezioni (€ 6,648 migliaia durante gli ultimi tre trimestri del 2013), ipotizzando

che € 2.800 migliaia siano relativi ad immobilizzazioni immateriali (costi di sviluppo e software) ed € 5.200 migliaia siano relativi ad immobilizzazioni immateriali (macchinari ed hardware).

Il capitale circolante netto previsto è stato stimato dal Management sulla base dei tempi di incasso dai clienti e di pagamento ai fornitori registrati nel 2012, ottenendo così una percentuale sui ricavi totali stabile negli anni di piano.

Con riferimento al TFR, per la parte italiana, il Management ha stimato un decremento annuo dato dall'effetto congiunto di una rivalutazione pari al 3% e un turnover dei dipendenti pari al 5%. Mentre, è stata prevista una riduzione di € 4.299 migliaia legata all'uscita straordinaria di dipendenti tedeschi. Per i crediti assicurativi relativi a piani pensionistici, il Management ha previsto una crescita inflazionistica pari al 2%. Per gli altri fondi, il Management ha stimato un rilascio annuo (per un totale di tre anni) del fondo Motorola pari a € 2.319 migliaia, un rilascio annuo (per un totale di due anni) del fondo rischi pari a € 750 migliaia, oltre ad un incremento netto annuo pari a € 200 migliaia.

La posizione finanziaria netta è stata stimata dal Management considerando le seguenti principali assunzioni:

- debiti verso banche (breve termine): sono stati stimati sulla base dei crediti commerciali e sulla base della liquidità generata. Infatti, nell'ultimo anno delle Proiezioni (i.e. 2016) la Società utilizzerà la liquidità generata per ridurre i debiti verso le banche legate all'uscita generata per ridurre i debiti verso banche a breve, riducendo così anche gli oneri finanziari;
- debiti verso banche (lungo termine): sono stati stimati sulla base del piano di ammortamento previsto nei contratti di finanziamento;
- passività legate alle minoranze: sono state stimate sulla base delle condizioni definite dal contratto di acquisto;
- debiti verso altri finanziatori e crediti finanziari: sono stati stimati pari al loro rispettivo ammontare al 31 marzo 2013.

Il patrimonio netto di terzi è stato stimato dal Management considerando gli utili attesi di competenza di terzi e la politica di dividendi di ogni singola società.

REPLY SPA		2013	2014	2015	2016
Rendiconto finanziario	Q2-Q4 2013	2013	2014	2015	2016
Migliaia di Euro	Budget	Budget	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni
UTILE NETTO/(PERDITA NETTA)	23.941	33.268	37.599	41.171	44.122
Ammortamenti	6.878	8.588	8.191	8.018	8.913
(Incremento) Decremento Capitale circolante netto	(28.117)	(12.558)	(12.790)	(11.417)	(8.708)
Incremento (Decremento) TFR	(4.581)	(2.845)	(362)	(399)	(438)
Incremento (Decremento) Altri fondi	(3.270)	(2.926)	(2.927)	(2.178)	139
Cash flow della gestione operativa	(5.150)	23.528	29.711	35.195	44.028
(Investimenti) Disinvestimenti Imm. immateriali	(2.115)	(2.800)	(2.800)	(2.800)	(2.800)
(Investimenti) Disinvestimenti Imm. materiali	(4.532)	(5.200)	(5.200)	(5.200)	(5.200)
(Investimenti) Disinvestimenti Imm. finanziarie	0	16	0	0	0
Cash flow delle attività di investimento	(6.648)	(7.984)	(8.000)	(8.000)	(8.000)
Cash flow operativo	(11.797)	15.544	21.711	27.195	36.028
Aumenti di capitale sociale (Pagamento di dividendi)	(19.791)	(22.195)	(8.677)	(9.778)	(10.075)
(Rimborso) Accensione debiti finanziari	11.324	(16.283)	(17.168)	(14.935)	(33.501)
Rimborso (Concessione) crediti finanziari	0	766	0	0	0
Cash flow delle attività di finanziamento	(8.467)	(37.711)	(25.845)	(24.713)	(43.576)
Cash flow totale	(20.265)	(22.168)	(4.134)	2.481	(7.548)
Disponibilità liquide iniziali	52.089	53.992	31.824	27.691	30.172
Disponibilità liquide finali	31.824	31.824	27.691	30.172	22.624

Il prospetto dei flussi di cassa mostra i flussi generati e assorbiti dalla Società sulla base delle proiezioni di conto economico e di stato patrimoniale.

6. Metodologie di valutazione

6.1 Metodo di valutazione di Gruppi

I maggiori problemi metodologici relativi alla valutazione dei gruppi riguardano natura e tipo di attività condotte dalla società capogruppo. Questa può semplicemente avere funzioni di controllo e fornire linee guida alle imprese partecipate (holding pura) o esercitare direttamente determinate attività operative (holding mista). Inoltre, le società partecipate possono appartenere allo stesso settore o a differenti aree di business.

Per valutare la capogruppo, teoria e pratica professionale identificano due procedure alternative:

- valutazione separata della capogruppo e delle sue partecipazioni (chiamata “somma delle parti” o metodo “cascata”);
- valutazione del gruppo per intero su base consolidata (metodo del “consolidamento”).

Il primo metodo è generalmente applicato nel caso di holding pura, le cui attività normalmente consistono nella gestione delle partecipazioni con diverse attività, che non sono adeguatamente rappresentate utilizzando il consolidamento; il secondo metodo è particolarmente indicato nel caso di gruppi caratterizzati dalla presenza di imprese omogenee in termini di macrosettore e rilevanti operazioni infragruppo. In pratica, molto spesso sono utilizzati entrambi i metodi, considerando la capogruppo con il metodo del valore netto e le partecipazioni sottostanti facendo uso del sub-consolidato parziale.

Di seguito sono riassunte le metodologie comunemente utilizzate per le valutazioni d’azienda; il metodo finanziario, il metodo comparativo dei multipli di mercato e delle transazioni comparabili, il metodo patrimoniale, il metodo reddituale e il metodo misto patrimoniale-reddituale.

6.2 Metodo finanziario

Secondo il metodo finanziario o discounted cash flow (“DCF”), il valore di una società ad una certa data è pari al valore attualizzato delle seguenti componenti:

- somma dei flussi di cassa operativi che si attende la stessa genererà nel futuro;
- valore terminale, inteso come il valore attualizzato dei flussi di cassa che la società sarà in grado di generare oltre il periodo di proiezione esplicita.

Secondo il seguente approccio, basato sui flussi di cassa senza leva, la formula per il calcolo del valore aziendale o Enterprise Value (EV) è pari alla somma dei flussi di cassa operativi (i.e. escludendo le operazioni di natura finanziaria) attualizzati al tasso WACC, ovvero al costo medio ponderato del capitale:

$$EV = \left[\sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} \right]$$

dove:

F_t = unlevered free cash flow (flusso di cassa unlevered);

WACC = weighted average cost of capital (costo medio ponderato del capitale investito);

TV = valore residuo della sola attività operativa del complesso aziendale alla fine dell'ultimo periodo di previsione esplicita.

I flussi di cassa sono quelli resi disponibili dalla sola attività operativa dell'azienda e destinati al servizio di tutte le fonti di capitale. Sono calcolati su base annua e si ottengono dalla differenza fra l'EBITDA (margine operativo lordo), gli investimenti fissi lordi per il mantenimento delle normali condizioni operative, l'incremento di capitale circolante, le variazioni di fondi che non comportano esborsi di cassa e le imposte calcolate sul reddito operativo (che equivalgono all'imposizione fiscale che si avrebbe in ipotesi di assenza di oneri finanziari).

Al fine di attualizzare i flussi di cassa si utilizza il tasso WACC (weighted average cost of capital), rappresentativo del costo medio del capitale investito nella società. Il WACC tiene conto delle diverse fonti di finanziamento dell'azienda e viene calcolato come segue:

$$WACC = w_e \cdot k_e + w_d \cdot k_d \cdot (1 - t_c)$$

dove:

w_e e w_d = pesi attribuiti rispettivamente al capitale proprio e al capitale di debito;

k_e e k_d = rispettivamente costo del capitale proprio e costo pre-tax del capitale di debito;

t_c = aliquota fiscale.

Il costo del debito k_d è da intendersi come una stima di lungo termine del costo corrente che l'impresa deve sostenere per finanziare tramite debito i nuovi progetti di investimento, ovvero il costo che l'impresa dovrebbe sostenere per rifinanziare le attività in essere.

Il costo del capitale proprio k_e è determinato secondo il CAPM (capital asset pricing model):

$$K_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

dove:

r_f = tasso risk-free;

β = Beta, coefficiente che misura il rischio non diversificabile associato all'investimento;

$r_m - r_f$ = premio per il rischio;

Per calcolare i pesi dei capitali proprio e di debito si fa riferimento alla struttura finanziaria tipica in cui la società oggetto di valutazione opera.

Il valore terminale comunemente si calcola con il metodo di "Gordon" ipotizzando che il flusso di cassa stimato nell'ultimo periodo di proiezione esplicita, opportunamente normalizzato, cresca ad un tasso costante per il periodo terminale. In termini matematici si applica la seguente formula:

$$TV = \frac{F_{(n+1)}}{WACC - g}$$

dove:

$F_{(n+1)}$ = livello del free cash flow dell'ultimo anno di proiezione esplicita, normalizzato prevedendo investimenti pari agli ammortamenti, variazioni del capitale circolante netto in base al tasso di crescita perpetua e assenza di effetti delle variazioni dei fondi; alternativamente il livello del free cash flow dell'ultimo anno normalizzato può essere calcolato con altre metodologie che permettano di determinare realisticamente un free cash flow stabile nel lungo periodo, tra queste si segnala il valore medio del free cash flow degli anni precedenti;

g = tasso di crescita perpetua dei free cash flow.

Alternativamente il valore terminale può essere calcolato ricorrendo al metodo del multiplo di uscita sull'EBITDA o "Exit Multiple", moltiplicando l'EBITDA atteso per l'ultimo anno di piano per un opportuno multiplo di uscita.

In entrambi i casi il valore terminale deve essere poi attualizzato alla data di valutazione al tasso WACC.

Il valore del capitale economico o Equity Value (EQ) è quindi calcolato sottraendo all'Enterprise Value determinato il valore di mercato della posizione finanziaria netta dell'azienda e aggiungendovi il valore di eventuali beni accessori non considerati nella stima dei flussi futuri (partecipazioni, immobili non strumentali, ecc.), secondo la seguente formula:

$$EQ = EV - PFN + VBA$$

dove:

PFN = valore di mercato della posizione finanziaria netta;

VBA = valore dei beni accessori.

6.3 Metodo comparativo: multipli di mercato e delle transazioni

Il metodo comparativo dei multipli di mercato si basa sull'applicazione di moltiplicatori rivenienti dal mercato a significative grandezze economico-patrimoniali della società oggetto di valutazione. Lo scopo è sviluppare rapporti - i multipli - finalizzati ad individuare la relazione che lega il prezzo di mercato del capitale delle imprese con variabili economiche aziendali. I multipli così calcolati sono applicati alle variabili economiche della società oggetto di valutazione in modo da giungere, per moltiplicazione, al valore ricercato. Tale metodo assume direttamente dal mercato le attese di crescita dei risultati e l'apprezzamento del rischio.

Nel metodo comparativo dei multipli di mercato i rapporti sono calcolati sulla base dei valori espressi dal mercato borsistico relativi ad un insieme di imprese comparabili. Di fondamentale importanza è l'identificazione di un campione di società dotate di omogeneità con la società oggetto di valutazione. A tal fine sono ponderate alcune variabili per verificare l'adeguatezza delle società comparabili, tra cui settore di appartenenza, dimensione, grado di redditività, attese di crescita e area geografica di operatività.

Considerando che il mercato esprime valori basati su quote di minoranza, qualora si valuti una quota di maggioranza del capitale si applica solitamente un premio di controllo basato su studi e ricerche empiriche.

A supporto dei multipli di mercato è anche possibile prendere in esame i multipli derivati dalle transazioni effettuate nel settore di riferimento, soprattutto se sono transazioni recenti. Tali multipli possono essere riferiti a quote di minoranza o maggioranza e quindi va valutata l'applicazione del premio di controllo.

6.4 Metodo patrimoniale

Vi sono due tipologie di metodo patrimoniale, il metodo del patrimonio netto rettificato e il metodo patrimoniale complesso.

Il metodo del patrimonio netto rettificato esprime il valore dell'azienda in funzione del suo patrimonio, quantificandolo come pari al valore di ricostruzione dello stesso nella prospettiva di funzionamento aziendale. Tale valore, infatti, coincide con l'investimento netto che sarebbe necessario ad avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione.

La valutazione di una società con il metodo del patrimonio netto rettificato richiede un dettagliato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono espressi in base a criteri di valutazione che, in alcuni casi, possono differire da quelli normalmente utilizzati per la redazione del bilancio d'esercizio di una società in funzionamento.

I principali criteri di valutazione normalmente utilizzati ai fini patrimoniali possono essere così sintetizzati:

- gli aggregati destinati, o destinabili, alla vendita, escluso il magazzino, sono valutati in base al loro valore di mercato;
- il magazzino è valutato al minore tra il costo di acquisto o di produzione più recente ed il costo medio di vendita al netto degli oneri di commercializzazione;
- i beni strumentali e immateriali sono valutati in base al valore di mercato o al costo di ricostruzione a nuovo;
- i crediti ed i debiti sono esposti al valore netto di presunto realizzo od estinzione, tenendo inoltre conto, per i debiti gravati da interessi, del livello dei tassi corrisposti agli enti finanziatori;
- le partecipazioni sono valutate facendo riferimento alle quotazioni di mercato, al patrimonio netto rettificato o tramite altre metodologie valutative;
- per quanto concerne i fondi accesi a spese future, al trattamento di fine rapporto e a passività potenziali ne è valutata la congruità e la pertinenza.

Il metodo del patrimonio netto rettificato non considera il valore di eventuali beni immateriali non iscritti a bilancio.

Il metodo patrimoniale complesso comprende invece la valorizzazione dei beni immateriali dell'azienda. Questo metodo si basa sul presupposto che i beni immateriali, che originano costi ad utilità differita nel tempo – quali, ad esempio, la tecnologia, l'addestramento, le capacità del personale, i marchi, il portafoglio prodotti o la clientela – abbiano spesso un peso rilevante nel determinare il reale valore complessivo dell'impresa.

6.5 Metodo reddituale

Il modello reddituale fonda il valore dell'azienda sulla sua capacità di generare reddito nella normale attività gestionale.

L'obiettivo è quello di valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione “valore = redditività”: $EQ = f(R)$.

La funzione che lega il valore del capitale economico dell'azienda è una funzione di attualizzazione, pertanto il valore d'azienda corrisponde alla sommatoria dei valori attuali dei flussi di reddito futuri dell'azienda.

Per ciò che concerne il tipo di funzione che relaziona il flusso di reddito al valore del capitale economico dell'azienda si possono distinguere due tipologie di modelli reddituali, a seconda che i flussi di reddito si riferiscano ad un orizzonte temporale definito o infinito:

- il metodo semplice, che si basa sulla stima di un flusso di redditi costanti, ovvero su un reddito medio, normale e duraturo;
- il metodo complesso, che costituisce un'evoluzione del precedente, in quanto attualizza i flussi di reddito previsti anno per anno fino al termine dell'orizzonte temporale preso in considerazione.

Inoltre il calcolo dell'Equity Value può avvenire attraverso:

- il metodo diretto, che si basa sulla stima dell'Equity Value tramite l'attualizzazione dei redditi netti futuri dell'azienda;
- il metodo indiretto, che si basa sulla stima dell'Enterprise Value tramite l'attualizzazione del reddito operativo, e successiva sottrazione della posizione finanziaria netta.

Nel caso del metodo diretto si hanno quindi le seguenti formule:

$$EQ = R / K_e \qquad EQ = \sum_{t=1}^n R_t / (1+K_e)^t$$

dove:

R = reddito netto normalizzato medio atteso;

R_t = reddito netto normalizzato atteso in ciascun periodo t-esimo.

Nel caso invece del metodo indiretto le formula sono le seguenti:

$$EQ = R_0 / WACC - PFN$$

$$EQ = \sum_{t=1}^n R_{0t} / (1+WACC)^t - PFN$$

dove:

R_0 = reddito operativo normalizzato medio atteso;

R_{0t} = reddito operativo normalizzato atteso in ciascun periodo t-esimo.

IDW S1

Redditi attualizzati

Secondo le indicazioni dell'IDW S1, sez. 2.1. e applicando il metodo reddituale, il valore di una società può essere determinato impiegando sia il metodo dei redditi attualizzati sia quello dei flussi di cassa attualizzati. In questa valutazione, il valore della società è stato calcolato sulla base dei redditi attualizzati. Tuttavia, fino a quando le assunzioni utilizzate sono le stesse, i due metodi porteranno allo stesso valore. Per questa ragione la presentazione del metodo basato sui flussi di cassa attualizzati è stata omessa.

Secondo l'approccio reddituale, i benefici spettanti agli azionisti vengono stimati per ogni periodo futuro. Questi benefici finanziari sono convertiti in valori attuali ricorrendo a tassi di sconto che rappresentano il rendimento di un investimento alternativo adeguatamente comparabile con quello nella società (cf. IDW S1, sez. 2.1).

I benefici finanziari degli azionisti sono rappresentati dai dividendi o da altre forme di redditi o flussi di cassa. Di conseguenza la valutazione di una società richiede che si individuino i futuri benefici finanziari spettanti agli azionisti in considerazione del tasso di mantenimento degli utili da parte della società. Gli utili non distribuiti possono essere utilizzati dalla società per finanziare investimenti, per ridurre il debito o ridurre il patrimonio netto mediante operazioni di acquisto delle proprie azioni (cf. IDW S1, sec 4.4.1.1). Le condizioni imposte dalla legge per la distribuzione degli utili e le fonti di finanziamento della stessa devono essere tenute in considerazione (IDW S1, sez. 4.4.1.1).

Secondo lo IDW S1 i redditi attualizzati della società devono essere generalmente determinati dal punto di vista dell'azionista.

Per ottenere un valore oggettivo, si deve considerare la strategia aziendale al fine di individuare i redditi netti disponibili per la distribuzione. Se la pianificazione finanziaria è divisa in due fasi, sarà il budget stesso ad indicare il pagamento dei dividendi e gli utili non distribuiti nella fase I, chiamata anche "fase delle proiezioni esplicite". Relativamente alla fase II, chiamata anche "fase dei redditi sostenibili", generalmente si assume che la politica di distribuzione dei dividendi della società oggetto di analisi sarà pari a quella di un investimento alternativo. Al fine di calcolare come gli utili portati a nuovo vengano reinvestiti, si assume che il tasso di rendimento di tali utili sarà pari al tasso di sconto (prima delle imposte sugli utili a livello aziendale), assicurando che il valore nominale sia pari al valore attualizzato oppure sia uguale al valore teorico attribuito a quegli utili non distribuiti spettanti agli azionisti in quanto ne beneficerebbero sotto forma di plusvalenze (rif. IDW S1, sez. 4.4.2.3). Per

questo motivo il reddito spettante agli azionisti, ai fini della presente relazione, include sia i dividendi sia gli utili non distribuiti ad essi attribuiti.

In considerazione del fatto che il valore deve essere calcolato dalla prospettiva dei proprietari, si deve tenere conto dell'imposizione fiscale personale applicata agli azionisti relativa ad ogni dividendo ad essi distribuito dalla società o alle plusvalenze derivanti dalla della vendita delle azioni. che Pertanto, nella valutazione delle società italiane si deve tener conto del fatto che gli interessi e i dividendi sono tassati con un'aliquota pari al 20%. Lo stesso vale per le plusvalenze. In considerazione delle differenze temporali tra il momento in cui si accumula valore per gli azionisti per effetto del mantenimento degli utili ed il momento in cui tale valore viene distribuito agli stessi, è importante sottolineare come si creino differenze con riguardo al carico fiscale. L'effettivo onere fiscale dei dividendi e degli interessi, infatti, coincide con l'onere fiscale nominale. Al contrario, l'effettivo carico fiscale delle plusvalenze dipende dal momento in cui esse vengono realizzate: tale imposizione fiscale, infatti, scende tanto più l'azionista mantiene le azioni nel proprio portafoglio. Assumendo che le azioni vengano mantenute per un lungo periodo, il carico fiscale effettivo sarà molto meno intenso rispetto a quello nominale e, nello specifico, esso viene generalmente assunto pari alla metà di quello previsto nominalmente.

Componenti speciali

Qualsiasi componente dell'azienda, interamente o parzialmente considerata, che non può essere stimata in termini di valore con il metodo dei redditi attualizzati deve essere valutata a parte e aggiunta al valore attuale dei redditi attualizzati al fine di ottenere il valore della società oggetto d'analisi. Tra queste componenti sono comprese non solo le attività non operative, ma anche alcune immobilizzazioni finanziarie ed attività o passività connesse ad effetti fiscali. Per attività non operative si possono intendere tutte quelle attività che possono essere cedute senza influenzare l'andamento della società in un'ottica di continuità aziendale.

Tasso di sconto

Come accennato in precedenza i benefici finanziari devono essere attualizzati applicando un tasso di sconto appropriato. A livello economico, questi tassi di sconto riflettono le scelte degli investitori che confrontano il rendimento dell'investimento in azioni della società con quelli offerti da investimenti alternativi, ma equivalenti in azioni. Di conseguenza il tasso di sconto riflette la redditività di investimenti alternativi sotto l'assunzione che i flussi di cassa connessi allo stesso siano equivalenti ai benefici finanziari attesi derivanti dalla società oggetto di valutazione in termine di durata, rischio e tassazione (cf. IDW S1, sez. 7.2.4.1).

I mercati dei capitali rendono disponibili informazioni in merito ai rendimenti offerti da investimenti alternativi in azioni. I rendimenti delle azioni possono essere suddivisi in due parti: i) l'interesse privo di rischio e ii) il premio legato al rischio dell'investimento che gli azionisti richiedono essere al fine di essere compensati per il rischio imprenditoriale assunto.

▪ Interesse privo di rischio

L'interesse privo di rischio riflette un tasso di rendimento di un investimento privo di rischio di credito con la medesima durata dell'investimento nella società. Tale tasso di interesse può essere ottenuto dalla struttura dei tassi degli interessi legati ad obbligazioni governative che mostra i rendimenti di tali strumenti finanziari per tutte le scadenze. In particolare il tasso di interesse di una particolare obbligazione governativa è funzione della durata residua rispetto alla scadenza.

▪ Premio per il rischio

Per calcolare il valore oggettivo della società è necessario far riferimento al premio per il rischio afferibile al mercato e non ai singoli azionisti. Può essere considerato, tuttavia, il fatto che gli investitori percepiscano un certo rischio nell'investimento in una società (rischio dell'investitore). I premi per il rischio possono essere derivati a partire dai rendimenti connessi ai mercati azionati calcolati empiricamente mediante l'impiego di specifici modelli (CAPM, Tax-CAPM).

In considerazione del fatto che si deve tener conto della tassazione personale, il tasso di sconto si ottiene, quindi, sottraendo dal tasso di interesse privo di rischio e dal premio per il rischio la tassazione personale connessa agli azionisti. Nello specifico, per calcolare il premio per il rischio di mercato si può utilizzare la seguente formula (WP Handbuch, Band 2, 2008, Par. 201, Nota 342):

$$r_M^{nSt} = r_M^{vSt} - d_M * ESt$$

r_M^{nSt} rischio di mercato dopo l'imposizione fiscale;

r_M^{vSt} rischio di mercato ante imposizione fiscale;

d_M dividend yield del mercato;

ESt aliquota fiscale personale.

6.6 Metodo misto patrimoniale-reddituale

Il metodo misto patrimoniale-reddituale rappresenta una sintesi del metodo patrimoniale e di quello reddituale, con l'obiettivo di esprimere il valore dell'azienda in funzione sia del patrimonio che del reddito.

Tale metodo consente di ridurre il margine di soggettività del metodo reddituale quantificando anche gli elementi oggettivi del patrimonio.

Nel metodo misto, nella configurazione con stima autonoma dell'avviamento e nell'ipotesi di durata illimitata, il valore dell'azienda è dato dal patrimonio rettificato e dal valore dell'avviamento, il quale crea, rispetto al reddito normale, un surplus di reddito (o profitto), calcolato attualizzando i "sovraredditi" dei vari esercizi. Il sovrareddito è calcolato come la differenza tra il reddito normalizzato preso in esame (R o R_0) e il normale rendimento (K_e o Wacc) del capitale impiegato netto atteso (capitale proprio o capitale totale).

Nel caso di stima diretta dell'Equity Value la formula è la seguente:

$$EQ = PN_c + A$$

dove:

PN_c = patrimonio netto a valori correnti;

A = valore dell'avviamento inteso come valore attuale dei sovra redditi.

Il valore dell'avviamento viene calcolato secondo la seguente formula:

$$A = (R - (K_e * PN_c)) / K_e$$

dove:

R = reddito netto normalizzato medio atteso;

Nel caso invece di stima indiretta dell'Equity Value si hanno le seguenti formule:

$$EQ = CIN_c + A - PFN \qquad A = (R_o - (Wacc * CIN_c)) / Wacc$$

dove:

CIN_c = capitale investito netto a valori correnti;

R_o = reddito operativo normalizzato medio atteso.

7. Analisi valutativa

7.1 Premessa

La valutazione di Reply è stata effettuata con il metodo finanziario e con il metodo reddituale, verificati con il metodo comparativo dei multipli di mercato. In particolare, il metodo reddituale è stato applicato secondo quanto previsto dall'IDW S1.

I suddetti metodi sono stati selezionati per i seguenti motivi:

- il metodo finanziario è comunemente riconosciuto a livello internazionale ed è stato considerato il metodo appropriato considerando la disponibilità di proiezioni attendibili;
- il metodo reddituale è riconosciuto dai Revisori Legali tedeschi qualora sia coerente con i principi stabiliti dall'IDW S1;
- il metodo comparativo dei multipli di mercato è considerato un adeguato strumento di controllo della plausibilità in quanto riflette la percezione del mercato in merito al valore della Società, specialmente per società di medie dimensioni come Reply stessa.

Infine, è stata effettuata un'analisi dei prezzi di borsa, nonché un'analisi dei più recenti report degli analisti Intermonte e Twice.

7.2 Metodo principale: Metodo finanziario

Nella seguente tabella si riportano i risultati ottenuti nella valutazione effettuata con il metodo finanziario:

REPLY SPA		RECAPITOLI PREPARAZIONE SISTEMA			
Metodo finanziario - Valore terminale con Gordon	Q2-Q4 2013	2014	2015	2016	Anno terminale*
Migliaia di Euro					
EBIT	44.173	68.012	73.922	77.378	79.371
Tasse senza leva	(21.785)	(29.286)	(31.687)	(33.198)	(33.950)
NOPAT	22.388	38.727	42.235	44.180	45.421
+ Ammortamenti	6.878	8.191	8.018	8.913	8.214
+/- Variazione altri fondi	(3.242)	(2.869)	(2.119)	200	0
+/- Variazione capitale circolante	(28.117)	(12.790)	(11.417)	(8.708)	(2.710)
- Investimenti netti	(6.648)	(8.000)	(8.000)	(8.000)	(8.443)
Flusso di cassa senza leva	(8.741)	23.259	28.717	36.586	42.482
Periodo di attualizzazione	0,750	1,750	2,750	3,750	
Fattore di attualizzazione	0,926	0,837	0,755	0,682	
Flusso di cassa senza leva scontato	(8.097)	19.456	21.693	24.956	
Valore attualizzato dal 01/04/2013 al 31/12/2016	58.008				
Tasso di sconto (WACC)	10,7%				
Tasso di crescita perpetua	1,5%				
Flusso di cassa senza leva normalizzato anno terminale	42.482				
Valore terminale non scontato	459.795				
Valore attuale del valore terminale	313.640				
Valore aziendale	371.648				
TER**	(20.555)				
Crediti assicurativi legati ai piani pensionistici	2.880				
Valore aziendale rettificato	353.974				
+/- Posizione finanziaria netta (+ Liquidità/ - Dcbito)	(18.108)				
+ Partecipazioni	7				
- Patrimonio di terzi	(1.507)				
Valore economico del patrimonio netto	334.366				

	Valore economico - Sensitivity		Tasso di crescita perpetua			
	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	
9,24%	399.755	408.266	417.327	426.992	437.325	
9,99%	358.320	365.028	372.130	379.664	387.669	
WACC 10,74%	323.363	328.719	334.366	340.327	346.628	
11,49%	293.490	297.815	302.357	307.132	312.158	
12,24%	267.682	271.207	274.895	278.759	282.812	

* Il flusso di cassa terminale è stato determinato utilizzando un CAPEX normalizzato (calcolato considerando sia gli ammortamenti sia i CAPEX consuntivi) e applicando un tasso di lungo periodo al NOPAT e alla variazione del capitale circolante netto.

** Il fondo TFR include anche gli accantonamenti al fondo fedeltà per i dipendenti della Società.

Ai fini della determinazione dell'imposizione fiscale è stata applicata alla relativa base imponibile l'aliquota fiscale del Gruppo pari al 27,54% oltre all'IRAP, pari al 4%, applicata esclusivamente alla base imponibile afferente all'Italia; tali assunzioni sono state effettuate a livello consolidato e tengono in considerazione le differenze tra l'imponibile fiscale effettivo e quello teorico risultante dalle scritture contabili.

E' stato utilizzato un arco temporale di tre anni (oltre agli ultimi tre trimestri del 2013), coerentemente con le Proiezioni predisposte dal Management, un tasso di crescita perpetua dell'1,5% e un tasso di attualizzazione (WACC) pari al 10,7%.

Il calcolo del WACC si basa su tre specifici WACC calcolati per i paesi in cui la Società opera prevalentemente (Italia, Germania e Regno Unito). I tre WACC sono stati ponderati sulla base del rapporto tra il reddito ante imposte specifico di ogni paese ed il reddito ante imposte complessivo nel seguito riportato:

$$\text{WACC} = \text{WACC}_{IT} \times \frac{\text{ITRAI}}{\text{TOTRAI}} + \text{WACC}_{DE} \times \frac{\text{GERAI}}{\text{TOTRAI}} + \text{WACC}_{UK} \times \frac{\text{UKRAI}}{\text{TOTRAI}}$$

Di seguito le ipotesi alla base del calcolo del WACC dei Paesi considerati:

Costo del capitale proprio	IT	DE	UK
Tasso risk free	5,09%	2,42%	3,37%
Beta unlevered	1,07	1,07	1,07
D/E target	0,07	0,07	0,07
Aliquota fiscale	27,50%	29,48%	24,00%
Beta levered	1,12	1,12	1,13
Premio per il rischio azionario di mercato	6,00%	5,92%	5,00%
Premio per il rischio societario	6,74%	6,65%	5,63%
Costo del capitale proprio (Ke)	11,84%	9,06%	9,00%

Costo del capitale di debito	IT	DE	UK
Tasso di debito	1,77%	1,77%	1,77%
Spread	3,09%	0,18%	0,75%
Costo del debito lordo	4,86%	1,95%	2,51%
Aliquota fiscale	27,50%	29,48%	24,00%
Scudo fiscale	-1,34%	-0,57%	-0,60%
Costo del debito (Kd)	3,52%	1,37%	1,91%
DD-E	6,61%	6,61%	6,61%
ED-E	93,39%	93,39%	93,39%
WACC	11,29%	8,55%	8,53%

WACC Ponderato = **10,74%**

Note
Metodo di Selezione per la Germania e titoli di Stato a 30 anni (media degli ultimi 3 mesi rispetto alla Data di Riferimento) per Italia
Media peer (confrontato con il MSCI World Index)
Media peer
Tax rate

Fonte: Stima su International Equity Risk Premia Report 2012, Hutton Associates

IRSA 10 anni (media ultimi 3 mesi dalla data di riferimento)
Spread per società tipo BBB in chiaro del rischio paese

Gruppo dei peer	Paese	Valuta	Capitalizz. di mercato	Posiz. Fin. Netta	Pat. Terzi/Az. Intolegate	DE	Leverage (D/D+E)	Aliquota fiscale	Beta adjusted unlev. SYM	Beta adjusted levered SYM	Beta raw levered SYM	Beta raw unlev. SYM
ACCENTURE PLC-CLA	Irlanda	USD	51.787	(5.636)	488	-0,11	-12,09%	12,50%	0,87	0,96	0,81	0,89
CAP GEMINI	Francia	EUR	5.743	(793)	36	-0,14	-15,91%	33,33%	1,30	1,43	1,45	1,60
COMPUTER SCIENCES CORP	USA	USD	7.632	431	20	0,06	5,33%	40,00%	1,12	1,09	1,19	1,15
GRUPPE STERIA SCA	Francia	EUR	335	143	8	0,42	29,42%	33,33%	1,52	1,19	1,78	1,39
CENT AG	Germania	EUR	74	(24)	0	-0,32	-47,65%	29,48%	1,06	1,38	1,10	1,42
REALTECH AG	Germania	EUR	30	(6)	1	-0,19	-23,90%	29,48%	1,21	1,40	1,31	1,52
GFI INFORMATIQUE	Francia	EUR	182	64	0	0,35	25,95%	33,33%	1,29	1,04	1,43	1,16
INDRA NSI EMAS SA	Spagna	EUR	1.526	627	21	0,41	28,85%	30,00%	0,63	0,49	0,44	0,34
SOPRA GROUP	Francia	EUR	687	204	0	0,30	22,91%	33,33%	1,10	0,92	1,15	0,96
ITELIGENCE AG	Germania	EUR	331	49	19	0,14	12,26%	29,48%	0,83	0,76	0,75	0,68
ATOS	Francia	EUR	4.584	(232)	31	-0,05	-5,28%	33,33%	1,33	1,37	1,49	1,54
ENGINEERING SPA	Italia	EUR	367	35	3	0,10	8,73%	27,50%	0,83	0,77	0,74	0,69
Tieto Oyj	Finlandia	EUR	1.187	(37)	0	-0,03	-3,23%	24,50%	1,07	1,10	1,10	1,13
Media						0,07	1,96%			1,07	1,11	1,11
Media corretta						0,08	3,97%			1,09	1,14	1,14
Mediana						0,06	5,33%			1,09	1,15	1,15
Minimo						-0,32	-47,65%			0,49	0,34	0,34
Massimo						0,42	29,42%			1,43	1,60	1,60

* Il WACC ponderato si basa sulla media dei redditi ante imposte conseguiti nei singoli paesi in cui opera la Società come da Proiezioni

Il valore terminale è stato calcolato con il metodo di Gordon considerando che il flusso di cassa senza leva del 2016 normalizzato, pari a € 42.482 migliaia, cresca al tasso di crescita perpetua sopra riportato.

Al valore aziendale determinato, pari a € 371.648 migliaia, è stato sottratto il valore contabile del TFR (inclusivo dell'accantonamento ai fondi per premi di fedeltà ai dipendenti), pari a € 20.555 migliaia, e sommato il valore dei crediti assicurativi relativi a piani pensionistici, pari a € 2.880 migliaia, ottenendo il valore aziendale rettificato pari a € 353.974 migliaia.

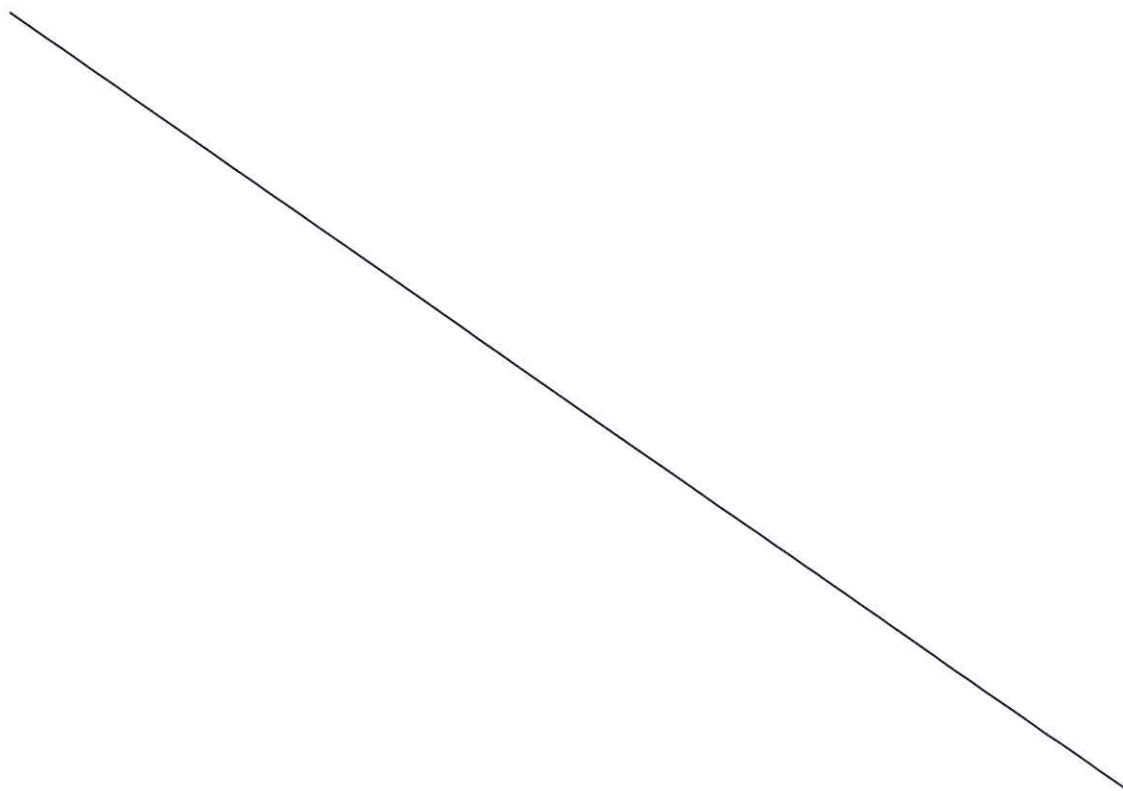
Al valore aziendale rettificato è stato sottratto il valore della posizione finanziaria netta al 31 marzo 2013, pari a € 18.108 migliaia, il valore delle partecipazioni in Next Next S.r.l. e Bio Science S.c.a.r.l., pari a € 7 migliaia, ed è stato sottratto il patrimonio netto di terzi pari a € 1.507 migliaia pervenendo al valore economico di Reply pari a € 334.366 migliaia.

7.3 Metodo principale: Metodo reddituale

Il valore economico della Società è stato altresì determinato con il metodo reddituale. In particolare, nell'applicazione di tale metodologia sono stati rispettati i principi previsti dall'IDW S1. In base all'IDW S1, sez. 2.1, il valore di una Società può essere determinato sia con il metodo dei redditi attualizzati sia con il metodo dei flussi di cassa attualizzati. Nella presente relazione, il valore economico della Società è stato stimato sulla base dei redditi attualizzati.

L'IDW S1 afferma che il valore di un'azienda è basato sul valore attuale dei flussi di cassa netti connessi alla proprietà della stessa da parte di un socio persona fisica nell'ipotesi che in futuro la società continuerà ad operare seguendo la strategia attuale. Pertanto, i benefici finanziari per gli azionisti devono essere stimati per ciascuno dei periodi futuri e successivamente attualizzati applicando un tasso di sconto che rappresenti il tasso di rendimento di un investimento alternativo adeguatamente comparabile a quello effettuato nella società (IDW, S1, 2.1).

La seguente tabella mostra i risultati ottenuti con il metodo reddituale-IDW S1:



REPLY SPA						
Metodo Reddittuale-IDW S1		Q2-Q4 2013	2014	2015	2016	Anno terminale*
Migliaia di Euro						
UTILE NETTO/(PERDITA NETTA)		23.941	37.599	41.171	44.122	45.933,9
Incidenza su Ricavi Totali %		5,9%	6,4%	6,6%	6,7%	0,1
Utile Netto/(Perdita Netta) di Terzi		583	918	886	976	1.015,8
Incidenza su Ricavi Totali %		0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0
UTILE (PERDITA) DI GRUPPO da CE		23.358	36.680	40.285	43.146	44.918
Incidenza su Ricavi Totali %		5,8%	6,3%	6,4%	6,6%	6,7%
Dividendo minimo garantito per la minoranza di Reply AG		302	402	402	402	402
UTILE NETTO/(PERDITA NETTA) DEL GRUPPO RETTIFICATO		23.056	36.278	39.883	42.744	44.516
Incidenza su Ricavi Totali %		5,8%	6,3%	6,4%	6,6%	6,7%
Mantenimento degli utili pianificato %		81%	81%	81%	81%	50%
Mantenimento degli utili pianificato		18.754	29.508	32.440	34.767	4.258
Distribuzione straordinaria della cassa non operativa		(2.049)	(914)	(947)	(997)	
Mantenimento totale netto degli utili		16.704	28.594	31.494	33.770	4.258
Impatto sulle plusvalente (ritenzione degli utili)		-	-	-	-	17.999,5
Imposizione fiscale effettiva sulle plusvalenze						1.800,0
Redditi percepiti		6.352	7.685	8.389	8.974	22.257,9
Imposizione fiscale personale		1.270	1.537	1.678	1.795	4.451,6
Redditi percepiti netti		5.082	6.148	6.712	7.179	34.006
Tasso di sconto		9,60%	9,96%	9,77%	9,56%	7,87%
Tasso di crescita perpetuo	1,50%					
Periodo di attualizzazione		0,750	1,750	2,750	3,750	
Fattore di attualizzazione (su base annua)		0,934	0,909	0,911	0,913	
Fattore di attualizzazione		0,934	0,849	0,773	0,706	
Valore attuale redditi percepiti netti		4.744	5.219	5.191	5.068	
Valore attualizzato dal 01/04/2013 al 31/12/2016		20.222				
Reddito netto percepito normalizzato nell'anno terminale			34.006			
Valore terminale			432.213			
Valore terminale attualizzato			305.102			
Valore dei redditi netti al 31/03/2013		325.324				
Componenti speciali			5.289			
Valore economico del patrimonio netto			330.614			

*Il profitto netto normalizzato è stato ottenuto assumendo un tasso di crescita dell'1,5% e utilizzando gli ammortamenti normalizzati.

Le Proiezioni sono state suddivise in due fasi. E' stato utilizzato un arco temporale di tre anni (oltre agli ultimi tre trimestri del 2013) per la fase I, secondo le Proiezioni, e un arco temporale in perpetuità per la fase II.

In considerazione del fatto che secondo l'approccio contabile di Reply il pagamento dei dividendi garantiti alla minoranza di Reply AG creerà solo un impatto sui flussi di cassa, nell'applicazione del metodo reddittuale-IDW S1 si è ritenuto opportuno rettificare il profitto (perdita) di Gruppo come risultante dal conto economico, sottraendo dallo stesso il dividendo minimo garantito alla minoranza di Reply AG.

Per la fase delle proiezioni esplicite, è stato assunto un dividend payout ratio del 19%, coerentemente con la politica di distribuzione dei dividendi prevista dalla Società. Inoltre, si è considerato un extra dividendo sulla base della cassa non operativa che Reply AG è attesa generare. Gli utili non distribuiti residui verranno utilizzati per mantenere l'operatività aziendale e per diminuire il debito della Società

e, quindi, ridurre l'interesse passivo. Per la fase dei redditi sostenibili, è stato considerato un tasso di distribuzione pari al 50%, basato sulla media del settore. E' previsto che i dividendi vengano tassati con l'attuale tasso nominale del 20%.

Il calcolo del tasso di sconto è basato su specifiche variabili del K_c^2 , calcolato come media ponderata di ciascuno dei Paesi in cui la Società opera (i.e. Italia, Germania e Regno Unito). Pertanto, le variabili specifiche utilizzate per determinare il K_c sono state ponderate considerando il risultato ante imposte di ogni singolo Paese sul totale del risultato ante-imposte della Società, come riepilogato di seguito.

$$\text{Variabili specifiche} = \text{Variabili specifici e IT} \times \text{IT EBT} / \text{TOT EBT} + \text{Variabili specifici e DE} \times \text{DE EBT} / \text{TOT EBT} + \text{Variabili specifici e UK} \times \text{UK EBT} / \text{TOT EBT}$$

La seguente tabella riassume le assunzioni alla base del calcolo del K_c per singolo Paese:

REPLY SPA Assunzioni sul K_c	IT	DE	UK	Descrizione
Tasso risk free (media ponderata per paese)	5,09%	2,42%	3,37%	Metodo di Svensson per la Germania e titoli di Stato a 30 anni (media degli ultimi 3 mesi rispetto alla Data di Riferimento) per Italia e
Aliquota fiscale personale	20,00%	20,00%	20,00%	Imposta personale italiana sui dividendi e plusvalenze
Beta unlevered	1,07	1,07	1,07	Media peer (confrontato con il MSCI World Index)
Aliquota fiscale	27,50%	29,48%	24,00%	Aliquota fiscale specifica per ogni paese
Premio per il rischio azionario di mercato (media pt)	6,00%	5,92%	5,00%	Fonte: Sima su International Equity Risk Premia Report 2012, Ibbotson Associates
Dividend yield	3,06%	3,06%	3,06%	5-years FTSEMIB Dividend yield

Per quanto riguarda il rapporto D/E, si segnala che è stato calcolato su base annua applicando un processo iterativo considerando il valore economico e il debito finanziario della Società ad inizio periodo.

Costo del capitale proprio	IT	DE	UK	Q2-Q4 2013	2014	2015	2016	15
Tasso risk free (media ponderata per paese)	5,09%	2,42%	3,37%	4,65%	4,65%	4,65%	4,65%	4,65%
Aliquota fiscale personale	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Tasso risk free al netto dell'imposizione fiscale personale	4,07%	1,93%	2,69%	3,72%	3,72%	3,72%	3,72%	3,72%
Beta unlevered	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07
D/E target	0,07	0,07	0,07	0,06	0,14	0,10	0,05	0,00
Debito finanziario				18.108	49.697	36.663	19.246	-
Valore attuale applicabile				325.324	343.387	371.445	401.034	432.213
Aliquota fiscale	27,50%	29,48%	24,00%	27,36%	27,36%	27,36%	27,36%	27,36%
Beta levered	1,12	1,12	1,13	1,11	1,18	1,15	1,11	1,07
Premio per il rischio azionario di mercato (media ponderata per paese)	6,00%	5,92%	5,00%	5,89%	5,89%	5,89%	5,89%	5,89%
Dividend yield	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%
Premio per il rischio azionario al netto dell'imposizione fiscale personal	5,39%	5,31%	4,39%	5,28%	5,28%	5,28%	5,28%	5,28%
Premio per il rischio societario	6,06%	5,96%	4,94%	5,87%	6,24%	6,05%	5,84%	5,65%
Tasso di crescita								1,50%
Costo del capitale proprio (Ke)	10,13%	7,89%	7,64%	9,60%	9,96%	9,77%	9,56%	7,87%

² Le variabili specifiche sono il tasso risk free, l'aliquota fiscale e il premio per il rischio azionario di mercato.

Il reddito netto normalizzato terminale è stato calcolato considerando che gli utili non distribuiti saranno comunque attribuibili agli azionisti sotto forma di plusvalenze (dopo imposte personali pari al 10%³), eccetto gli utili che saranno trattenuti per finanziare la crescita del patrimonio netto pari a € 4.258 migliaia, calcolati moltiplicando il tasso di crescita dell'1,5% per il valore di bilancio del patrimonio netto dell'ultimo anno disponibile nelle Proiezioni. L'assunzione che parte degli utili vengano trattenuti nella fase dei redditi sostenibili (dal 2017 in poi) per un ammontare pari al prodotto tra il tasso di crescita di lungo periodo ed il patrimonio netto risultante alla fine dell'ultimo anno di previsione esplicita, sottolinea come la crescita del patrimonio netto debba essere finanziata con la crescita di lungo periodo degli utili non distribuiti. Tale necessario mantenimento non è quindi da considerare come un benefit finanziario per gli azionisti. Pertanto, il valore terminale è stato determinato ricorrendo alla metodologia di Gordon, assumendo un reddito netto normalizzato pari a € 34,006 migliaia ed una crescita perpetua dell'1,5% come sopra riportato. Tale valore è stato poi opportunamente attualizzato.

La liquidità disponibile della Società, pari a € 11.985 migliaia, è stata considerata come un surplus asset. Assumendo che tale liquidità sarà utilizzata per distribuire gli utili portati a nuovo, il valore attribuibile agli azionisti in relazione ad essa, dopo le imposte, sarà pari a € 9.588 migliaia. Inoltre, parte dei fondi pensionistici connessi a Reply AG, pari a € 4.299 migliaia, sono stati considerati non operativi in quanto connessi ad una fattispecie straordinaria.

Pertanto, il valore degli utili netti al 31 marzo 2013 pari a € 325.324 migliaia è stato incrementato del valore complessivo delle sopra descritte componenti speciali, pari a € 5.289 migliaia, ottenendo il valore economico della Società pari a € 330.614 migliaia.

³ Come spiegato nel paragrafo 6.5, assumendo che le azioni siano mantenute nel lungo periodo, si deve tenere in considerazione una riduzione del carico fiscale nominale. Di conseguenza si è ritenuto opportuno utilizzare un'aliquota pari alla metà di quella ufficiale, come comunemente riconosciuto.

7.4 Metodo di controllo: metodo comparativo dei multipli di mercato

La tabella seguente riporta il range dei risultati ottenuti con il metodo comparativo dei multipli di mercato sull'EBITDA:

REPLY SPA		
Metodo comparativo - Multipli di mercato su EBITDA		
Migliaia di Euro	Inferiore	Superiore
EBITDA 2012	62.792	
EV/EBITDA multiplo	5,8 x	6,1 x
Valore aziendale	362.903	384.796
EBITDA 2013	69.763	
EV/EBITDA multiplo	4,7 x	5,4 x
Valore aziendale	329.904	379.119
Valore aziendale stimato	346.404	381.958
- Leaving indemnity fund book value		(20.555)
Crediti assicurativi legati ai piani pensionistici		2.880
Valore aziendale rettificato	328.729	364.283
+/- Posizione finanziaria netta (+ Liquidità/ - Debito)		(18.108)
+ Partecipazioni		7
- Patrimonio di terzi		(1.507)
Valore economico del patrimonio netto	309.121	344.675

Nell'applicazione di tale metodologia, sono stati utilizzati gli EBITDA 2012 e 2013 rispettivamente pari a € 62.792 migliaia ed € 69.763 migliaia, applicando multipli corrispondenti alla media e alla mediana 2012 e 2013 dei multipli di mercato di un campione di società comparabili quotate selezionate riportati nella seguente tabella:

REPLY SPA		
Multipli di mercato		
EV/EBITDA	2012	2013
ACCENTURE PLC-CL A	10,4 x	9,6 x
CAP GEMINI	6,0 x	4,8 x
COMPUTER SCIENCES CORP	n.d.	4,0 x
GROUPE STERIA SCA	3,3 x	3,1 x
CENIT AG	4,5 x	4,7 x
REALTECH AG	n.s.	6,8 x
GFI INFORMATIQUE	n.d.	4,6 x
INDRA SISTEMAS SA	8,0 x	7,4 x
SOPRA GROUP	7,5 x	6,9 x
ITELLIGENCE AG	n.s.	n.d.
ATOS	4,8 x	4,4 x
ENGINEERING SPA	4,9 x	3,9 x
TIETO OYJ	5,8 x	5,1 x
Media	6,1 x	5,4 x
Media corretta	5,9 x	5,2 x
Mediana	5,8 x	4,7 x
Minimo	3,3 x	3,1 x
Massimo	10,4 x	9,6 x

Al range di valore aziendale determinato, pari a € 346.404-381.958 migliaia, è stato sottratto il valore contabile del TFR (inclusivo dell'accantonamento al fondo per premi fedeltà ai dipendenti) pari a € 20.555 migliaia, sommato il valore dei crediti assicurativi relativi a piani pensionistici pari a € 2.880 migliaia, pervenendo ad un range di valore aziendale rettificato pari a € 328.729-364.283 migliaia.

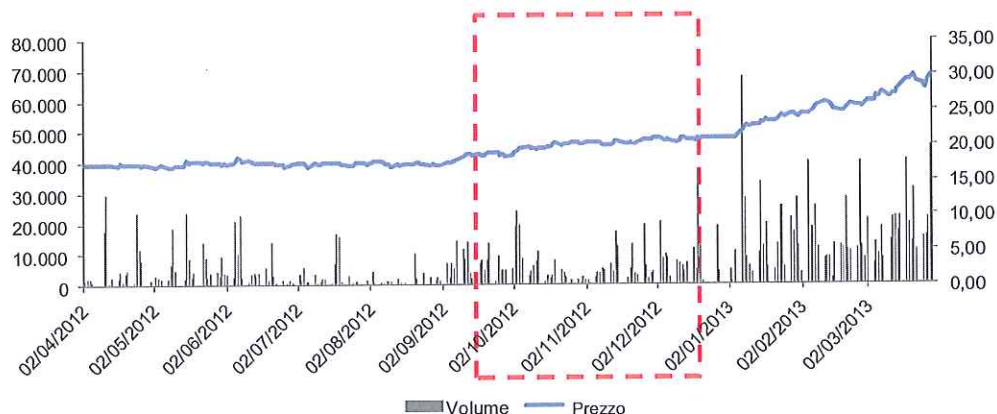
A tale range di valore aziendale rettificato è stato sottratto il valore della posizione finanziaria netta al 31 marzo 2013 per € 18.108 migliaia, sommato il valore delle partecipazioni in Next Next S.r.l. e Bio Science S.c.a.r.l. pari a € 7 migliaia e sottratto il valore del patrimonio di terzi per € 1.507 migliaia, raggiungendo un range valore economico di Reply pari a € 309.121-344.675 migliaia.

7.5 *Andamento del titolo*

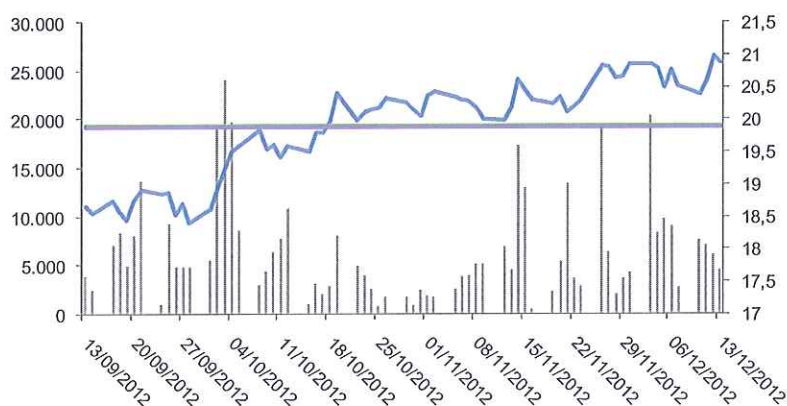
Nel 2012 la Borsa italiana ha visto crescere la propria capitalizzazione di poco più del 9%, pur rimanendo al di sotto del MSCI World Index, ovvero il più completo indice borsistico mondiale, che è cresciuto del 12,2% rispetto al 2011.

In questo contesto, il titolo Reply ha registrato una crescita del 30,2% su base annua (passando da € 16,09 a € 20,95 per azione). In particolare, a partire da marzo 2012 l'azione ha costantemente sovraperformato il mercato italiano (indice FTSE MIB), e da settembre ha stabilmente battuto anche l'andamento del comparto più dinamico del mercato, l'indice Star.

Negli ultimi dodici mesi antecedenti la Data di Riferimento il prezzo delle azioni ha registrato un'eccellente performance guadagnando oltre il 70% e raggiungendo un prezzo di € 29,80 alla Data di Riferimento.



Nei tre mesi precedenti rispetto all'annuncio dell'operazione di fusione (14 dicembre 2012), il prezzo dell'azione ha sovraperformato rispetto alla sua media (€ 19,90) ed è cresciuta dell'11,93% come mostrato nel grafico sottostante:



Report degli analisti

I più recenti report degli analisti rilasciati da Intermonte (i.e. 15 marzo 2013) e Twice (i.e. 17 aprile 2013) indicano un prezzo target più alto dell'attuale prezzo per azione (i.e. rispettivamente € 33 ed € 43,16) considerando, come sostenuto da Intermonte, "il track record del Management e la capacità della Società di comprendere i trend del mercato tecnologico e riprogettare continuamente i prodotti e i servizi offerti".

7.6 Valore stimato alla Data di Riferimento

La seguente tabella mostra i risultati ottenuti con le metodologie di valutazione applicate:

REPLY SPA		
Sommaro di valutazione		
Migliaia di Euro		
Metodo finanziario		
Valore economico del patrimonio netto		334.366
Income approach (IDW-S1)		
Valore economico del patrimonio netto		330.614
Metodo comparativo - Multipli di mercato		
Valore economico del patrimonio netto	309.121	344.652

Al fine di selezionare il valore economico del patrimonio netto di Reply nel contesto della Fusione, la Società ha considerato:

- l'importanza, la riconoscibilità e l'utilizzo a livello internazionale dell'approccio valutativo;
- il fatto che la Fusione è transnazionale e coinvolge una controllata tedesca.

Di conseguenza, in considerazione dell'importanza e della riconoscibilità a livello internazionale, nonché dell'ampia utilizzazione del metodo finanziario, si è ritenuto opportuno utilizzare tale metodologia. Inoltre, siccome la Fusione coinvolgerà una società controllata tedesca per la quale l'utilizzo di un metodo reddituale coerente con i principi previsti dall'IDW S1 è fortemente

raccomandato, si è anche ritenuto appropriato determinare un valore del patrimonio netto di Reply che non eccedesse il valore determinato sulla base del metodo reddituale-IDW S1. Pertanto, il valore economico stimato della Società alla Data di Riferimento è pari a € 330.614 migliaia e corrisponde al valore calcolato con il metodo reddituale-IDW S1, leggermente inferiore al valore ottenuto applicando il metodo finanziario e sostanzialmente nel centro del range calcolato tramite la metodologia comparativa dei multipli di mercato.

7.7 Valore stimato alla Data di Riferimento di Approvazione della Fusione

Siccome gli azionisti di Reply AG decideranno sulla Fusione durante la prossima Assemblea degli Azionisti pianificata per il 18 luglio 2013, è stato stimato il valore economico alla Data di Riferimento di Approvazione della Fusione. In particolare, il valore economico stimato della Società pari a € 330.614 migliaia al 31 marzo 2013 è stato capitalizzato come di seguito riportato:

REPLY SPA	
Estimated equity value as of 18/07/2013	
<i>Migliaia di Euro</i>	
Estimated Company equity value as of 31/3/2013	330.614
Capitalization factor	1,0277
Estimated Company equity value as of 18/07/2013	339.786

Conseguentemente, al 18 luglio 2013 il metodo reddituale-IDW S1 porta ad un valore economico della Società pari a € 339.786 migliaia; dividendo tale valore per il numero complessivo di azioni, al netto delle azioni proprie, al 31 marzo 2013, pari a 9.002.044, il valore economico del patrimonio netto per azione risulta pari a € 37,75.

Pirola
Pennuto
Zei
& Associati

8. Conclusioni

Sulla base delle analisi e delle considerazioni contenute nella Relazione, si ritiene che il valore economico di Reply alla data del 31 marzo 2013 sia pari a € 330.614.000 e al 18 luglio 2013 sia pari a € 339.786.000. Il prezzo per azione al 18 luglio 2013 è quindi uguale a € 37,75.

Milano, 24 maggio 2013

In fede,

Enrico Rovere

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

ALLEGATO A: DESCRIZIONE DELLE SOCIETA' COMPARABILI

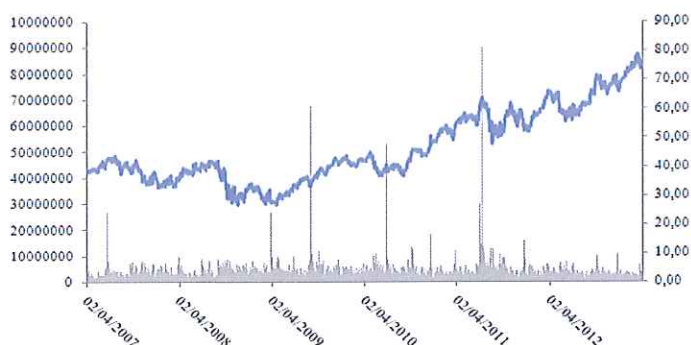
ACCENTURE PLC-CL A

Valuta EUR (Alfabet, trans per-data share)

Profilo aziendale

Accenture PLC fornisce servizi e soluzioni di consulenza direzionale e tecnologica. L'azienda offre una gamma di funzionalità e soluzioni per i clienti di tutti i settori specializzati a livello mondiale. Rete di Accenture di aziende fornisce consulenza, tecnologia, outsourcing, e le alleanze.

Andamento del Prezzo



Calcolo del Valore Aziendale

	Consuntivo					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Prezzo di chiusura	32,8	41,5	48,3	53,2	66,5	76,0
Prezzo massimo (ultime 52 settimane)	42,3	48,0	44,7	63,7	65,9	78,4
Prezzo minimo (ultime 52 settimane)	31,9	24,8	32,9	37,0	48,6	55,3
Capitalizzazione di mercato	50.326	23.591	25.255	37.743	41.690	51.787
Dabiti totali	8	1	2	4	0	99
Cassa	3.623	4.550	4.841	5.706	6.643	56
Azioni privilegiate	0	0	0	0	0	0
Patrimonio di terzi	652	587	439	472	479	3
Valore Aziendale	27.363	19.629	20.864	32.114	35.826	51.833

Dati Economici

	Consuntivo						Previsionali		
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
Ricavi	25.314	23.171	23.094	27.353	29.778	30.090	29.060	30.949	32.877
Crescita %	18,0%	-8,5%	-0,3%	18,4%	8,9%	1,0%	-3,4%	6,5%	6,2%
EBITDA	3.526	3.392	3.339	3.985	4.467	4.603	4.841	5.055	5.371
Margini	13,9%	14,6%	14,7%	14,6%	15,0%	15,3%	16,7%	16,3%	16,3%
EBIT	3.034	2.893	2.924	3.472	3.873	3.992	4.240	4.472	4.792
Margini	12,0%	12,5%	12,7%	12,7%	13,0%	13,3%	14,6%	14,5%	14,6%
Oneri finanziari	23	14	15	15	15	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Risultato Netto	1.692	1.590	1.781	2.278	2.554	3.068	3.056	3.161	3.329

Multiplici di Mercato

	Consuntivo						Previsionali		
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
EV/Ricavi	1,1 x	0,8 x	0,9 x	1,2 x	1,6 x	1,5 x	1,6 x	1,5 x	1,4 x
EV/EBITDA	7,8 x	5,8 x	6,1 x	8,2 x	10,4 x	10,1 x	9,6 x	9,2 x	8,7 x
EV/EBIT	9,0 x	6,8 x	7,1 x	9,4 x	12,0 x	11,7 x	11,0 x	10,4 x	9,7 x
P/E	17,9 x	14,8 x	14,2 x	16,6 x	20,3 x	16,9 x	16,9 x	16,4 x	15,6 x
P/B	11,9 x	8,2 x	8,9 x	9,7 x	12,5 x	9,5 x	n.a.	n.a.	n.a.

Dati Patrimoniali

	Consuntivo					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Totale attività	12.399	12.256	12.835	15.732	16.665	n.d.
Avvicinamento	840	825	841	1.132	1.215	n.d.
Altri intangibili	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Totale attività (esclusi intangibili e avvicinamento)	11.559	11.431	11.994	14.600	15.450	n.d.
Patrimonio Netto	2.541	2.887	2.836	3.879	4.146	5.452
Patrimonio Netto al netto degli intangibili	1.701	2.061	1.993	2.747	2.930	n.d.

Indici Finanziari

	Consuntivo					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
PFN Capitalizzazione	-0,1 x	-0,2 x	-0,2 x	-0,2 x	-0,2 x	0,0 x
PFN Totale attività	-0,3 x	-0,4 x	-0,4 x	-0,4 x	-0,4 x	n.d.
EBITDA/Oneri finanziari	155,3 x	240,2 x	231,6 x	265,7 x	296,6 x	n.d.
PFN/EBITDA	-1,0 x	-1,3 x	-1,4 x	-1,4 x	-1,5 x	0,0 x
ROA	14,6	12,9	14,2	15,9	15,8	n.d.
ROE	66,6%	55,1%	62,8%	58,7%	61,6%	56,3%
Dividend Yield	1,0	1,5	3,1	1,7	2,2	n.d.

ALLEGATO A: DESCRIZIONE DELLE SOCIETA' COMPARABILI - segue

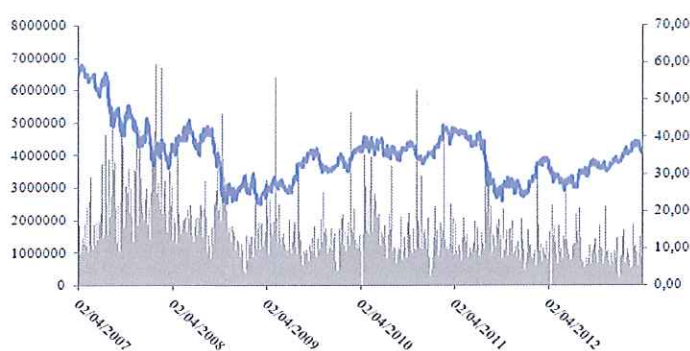
CAP GEMINI

Valuta EUR (Millioni, vanno per-data share)

Profilo aziendale

Cap Gemini offre servizi di consulenza informatica e di gestione. La Società sviluppa software e si occupa di gestione di sistemi informativi, di progetti e servizi di istruzioni e formazioni. Cap Gemini opera nei settori del petrolio, dei servizi finanziari, dell'automotive, aerospaziale e delle telecomunicazioni in Europa, negli Stati Uniti, in Asia, e Sud Africa.

Andamento del Prezzo



Calcolo del Valore Aziendale

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Prezzo di chiusura	27,5	32,0	35,6	24,1	33,2	35,5
Prezzo massimo (ultime 52 settimane)	45,1	37,0	40,3	43,4	34,6	38,7
Prezzo minimo (ultime 52 settimane)	21,3	21,1	30,2	22,0	24,0	25,3
Capitalizzazione di mercato	4.011	4.865	5.371	3.708	5.231	5.743
Debiti totali	1.034	1.335	1.312	1.837	1.230	1.230
Cassa	1.868	2.603	2.305	2.223	2.023	2.023
Azioni privilegiate	0	0	0	0	0	0
Patrimonio di terzi	0	0	(7)	27	36	36
Valore Aziendale	3.177	3.897	4.371	3.349	4.474	4.986

Dati Economici

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
Ricavi	8.710	8.371	8.697	9.693	10.264	10.264	10.374	10.707	11.022
Crescita %	0,1%	-3,9%	3,9%	11,5%	5,9%	n.d.	1,1%	3,2%	2,9%
EBITDA	981	778	763	901	829	829	1.040	1.111	1.191
Margine	11,3%	9,3%	8,8%	9,3%	8,1%	8,1%	10,0%	10,4%	10,8%
EBIT	744	602	587	713	601	601	811	874	935
Margine	8,5%	7,2%	6,7%	7,4%	5,9%	5,9%	7,8%	8,2%	8,5%
Oneri finanziari	66	65	74	88	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Risultato Netto	451	178	280	404	370	370	487	543	605

Multiplici di Mercato

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
EV/Ricavi	0,4 x	0,4 x	0,5 x	0,3 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x
EV/EBITDA	3,2 x	4,6 x	5,7 x	3,7 x	6,0 x	6,0 x	4,8 x	4,5 x	4,2 x
EV/EBIT	4,3 x	6,0 x	7,4 x	4,7 x	8,3 x	8,3 x	6,1 x	5,7 x	5,3 x
P/E	8,9 x	27,3 x	19,2 x	9,2 x	15,5 x	15,5 x	11,8 x	10,6 x	9,5 x
P/B	1,0 x	1,2 x	1,2 x	0,9 x	1,3 x	1,3 x	n.a.	n.a.	n.a.

Dati Patrimoniali

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Totale attività	8.729	9.213	9.968	11.014	10.650	n.d.
Avviamento	2.726	2.750	3.201	3.768	3.702	n.d.
Altri intangibili	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Totale attività (esclusi intangibili e avviamento)	6.003	6.463	6.767	7.246	6.948	n.d.
Patrimonio Netto	3.339	4.213	4.314	4.256	4.493	4.493
Patrimonio Netto al netto degli intangibili	1.213	1.463	1.113	488	791	n.d.

Indici Finanziari

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
PFN Capitalizzazione	-0,2 x	-0,3 x	-0,2 x	-0,1 x	-0,2 x	-0,1 x
PFN Totale attività	-0,1 x	-0,1 x	-0,1 x	0,0 x	-0,1 x	n.d.
EBITDA Oneri finanziari	14,9 x	12,0 x	10,3 x	10,2 x	n.d.	n.d.
PFN/EBITDA	-0,9 x	-1,6 x	-1,3 x	-0,4 x	-1,0 x	-1,0 x
ROA	5,1	2,0	2,9	3,9	3,4	n.d.
ROE	11,4%	4,2%	6,5%	8,5%	n.d.	n.d.
Dividend Yield	3,6	2,5	2,9	4,1	3,0	n.d.

ALLEGATO A: DESCRIZIONE DELLE SOCIETA' COMPARABILI - segue

COMPUTER SCIENCES CORP

Valuta USD (Miliardi, base per-data share)

Profilo aziendale

Computer Sciences Corporation fornisce servizi di consulenza e IT per l'industria e il governo. La società offre consulenza, progettazione e integrazione di sistemi, IT e business process outsourcing, applicazioni software e web e hosting di applicazioni. Computer Sciences ha sedi in tutto il mondo.

Andamento del Prezzo



Calcolo del Valore Aziendale

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Prezzo di chiusura	35,1	38,0	49,5	33,7	39,0	49,2
Prezzo massimo (ultima 52 settimane)	50,5	58,4	56,6	51,4	n.d.	50,5
Prezzo minimo (ultima 52 settimane)	23,9	36,0	39,6	22,8	n.d.	22,5
Capitalizzazione di mercato	6.083	8.352	7.628	4.647	n.d.	7.632
Debiti totali	4.235	3.744	2.579	2.740	n.d.	2.629
Cassa	2.297	2.784	1.837	1.093	n.d.	2.193
Azioni privilegiate	0	0	0	0	n.d.	0
Patrimonio di terzi	0	62	56	55	n.d.	20
Valore Aziendale	8.020	9.374	8.426	6.349	n.d.	8.083

Dati Economici

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
Ricavi	16.740	15.921	16.042	15.877	n.d.	15.706	14.778	14.813	n.d.
Crescita %	1,5%	-4,9%	0,8%	-1,0%	n.d.	n.d.	-5,9%	0,2%	n.d.
EBITDA	2.473	2.383	2.219	1.390	n.d.	1.611	1.596	2.033	n.d.
Margine	14,8%	15,0%	13,8%	8,8%	n.d.	11,5%	13,5%	14,1%	n.d.
EBIT	1.203	1.227	1.079	178	n.d.	690	599	1.006	n.d.
Margine	7,2%	7,7%	6,7%	1,1%	0,0%	4,4%	6,1%	6,8%	0,6%
Oneri finanziari	260	252	168	176	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Risultato Netto	1.115	817	740	(4.242)	n.d.	522	537	606	n.d.

Multiplici di Mercato

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
EV/Ricavi	0,5 x	0,6 x	0,5 x	0,4 x	n.a.	0,5 x	0,5 x	0,5 x	n.a.
EV/EBITDA	9,2 x	9,9 x	3,8 x	4,6 x	n.a.	4,5 x	4,0 x	3,9 x	n.a.
EV/EBIT	6,7 x	7,6 x	7,8 x	55,7 x	n.a.	11,7 x	9,0 x	8,0 x	n.a.
P/E	5,5 x	10,2 x	10,3 x	-1,1 x	n.a.	14,6 x	14,2 x	12,6 x	n.a.
P/B	1,1 x	1,3 x	1,0 x	1,7 x	n.a.	2,3 x	n.a.	n.a.	n.a.

Dati Patrimoniali

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Totale attività	15.619	16.453	16.120	11.189	n.d.	n.d.
Avviamento	3.784	3.866	4.038	1.752	n.d.	n.d.
Altri intangibili	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Totale attività (esclusi intangibili e avviamento)	11.835	12.589	12.082	9.437	n.d.	n.d.
Patrimonio Netto	5.510	6.446	7.504	2.779	n.d.	3.297
Patrimonio Netto al netto degli intangibili	1.726	2.550	3.466	1.027	n.d.	n.d.

Indici Finanziari

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
PFN Capitalizzazioni	0,3 x	0,1 x	0,1 x	0,4 x	n.d.	0,1 x
PFN Totale attività	0,1 x	0,1 x	0,0 x	0,1 x	n.d.	n.d.
EBITDA Oneri finanziari	9,5 x	9,5 x	13,2 x	7,9 x	n.d.	n.d.
PFN EBITDA	0,8 x	0,4 x	0,3 x	1,2 x	n.d.	0,2 x
ROA	7,1	5,1	4,5	(31,1)	n.d.	n.d.
ROE	20,2%	12,7%	9,9%	-152,6%	n.d.	15,8%
Dividend Yield	0,0	0,0	1,4	2,7	n.d.	n.d.

ALLEGATO A: DESCRIZIONE DELLE SOCIETA' COMPARABILI - segue

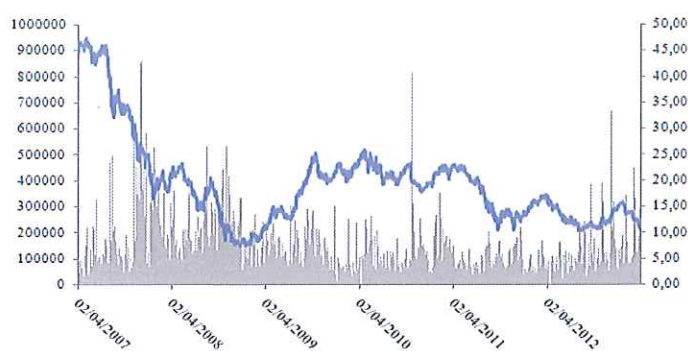
GRUPE STERIA SCA

Valuta EUR (Miliardi, nome per-data share)

Profilo aziendale

Gruppo Steria SCA offre servizi di integrazione dei sistemi informatici. I clienti della società includono Ana Assicurazioni, Banca Sabadell, France Telecom e Cegedel.

Andamento del Prezzo



Calcolo del Valore Aziendale

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Prezzo di chiusura	8,0	21,5	19,4	13,2	14,2	10,5
Prezzo massimo (ultime 52 settimane)	25,2	25,3	26,6	23,0	17,2	14,9
Prezzo minimo (ultime 52 settimane)	7,4	7,3	17,5	10,0	10,1	10,1
Capitalizzazione di mercato	227	599	583	405	452	335
Debiti totali	376	337	278	296	289	289
Cassa	141	150	177	170	146	146
Azioni privilegiate	0	0	0	0	0	0
Patrimonio di terzi	1	1	2	2	8	8
Valore Aziendale	463	788	686	833	603	486

Dati Economici

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
Ricavi	1.766	1.630	1.693	1.705	1.827	1.827	1.823	1.869	1.928
Crescita %	24,7%	-7,7%	3,8%	0,8%	7,1%	n.d.	-0,2%	2,5%	3,2%
EBITDA	174	150	148	157	149	149	158	172	180
Margine	9,9%	9,2%	8,7%	9,2%	8,2%	8,2%	8,7%	9,2%	9,3%
EBIT	130	114	116	129	111	111	117	130	141
Margine	7,4%	7,0%	6,8%	7,6%	6,1%	6,1%	6,4%	7,0%	7,3%
Oneri finanziari	25	17	15	9	11	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Risultato Netto	52	48	43	55	36	36	61	75	81

Multiplici di Mercato

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
EV/Ricavi	0,3 x	0,5 x	0,4 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x
EV/EBITDA	2,7 x	4,3 x	4,7 x	3,4 x	3,3 x	3,3 x	3,1 x	2,8 x	2,7 x
EV/EBIT	3,6 x	6,9 x	5,9 x	4,1 x	4,4 x	4,4 x	4,2 x	3,7 x	3,4 x
P/E	4,4 x	12,4 x	13,6 x	7,4 x	9,4 x	9,4 x	5,5 x	4,6 x	4,2 x
P/B	0,4 x	0,9 x	0,8 x	0,5 x	0,4 x	0,4 x	n.a.	n.a.	n.a.

Dati Patrimoniali

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Totale attività	1.552	1.638	1.652	1.737	1.797	n.d.
Avviamento	672	706	728	744	759	n.d.
Altri intangibili	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Totale attività (esclusi intangibili e avviamento)	880	931	924	993	1.038	n.d.
Patrimonio Netto	545	653	721	764	807	807
Patrimonio Netto al netto degli intangibili	(127)	(73)	(7)	20	28	n.d.

Indici Finanziari

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
PFN Capitalizzazione	1,0 x	0,3 x	0,2 x	0,3 x	0,3 x	0,4 x
PFN Totale attività	0,2 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	n.d.
EBITDA Oneri finanziari	6,9 x	8,8 x	9,8 x	18,1 x	14,0 x	n.d.
PFN/EBITDA	1,4 x	1,2 x	0,7 x	0,8 x	1,0 x	1,0 x
ROA	3,1	3,0	2,6	3,2	2,0	n.d.
ROE	8,5%	7,6%	6,0%	7,2%	4,4%	4,4%
Dividend Yield	1,5	0,6	1,2	2,7	1,4	n.d.

ALLEGATO A: DESCRIZIONE DELLE SOCIETA' COMPARABILI - segue

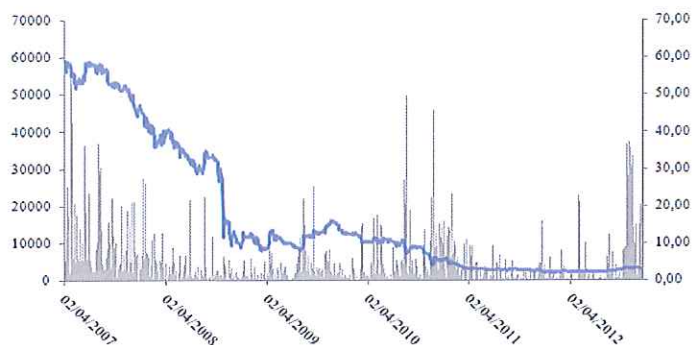
CENIT AG

Valuta EUR (Milioni, tranne per-data share)

Profilo aziendale

CENIT AG è una società di consulenza internazionale fornisce servizi quali Product Lifecycle Management consulting, outsourcing, e gestione dei contenuti aziendali.

Andamento del Prezzo



Calcolo del Valore Aziendale

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Prezzo di chiusura	3,3	4,4	6,0	6,0	7,2	8,8
Prezzo massimo (ultime 52 settimane)	9,3	4,9	6,2	6,0	7,5	9,4
Prezzo minimo (ultime 52 settimane)	2,1	2,4	4,3	4,0	4,8	6,1
Capitalizzazione di mercato	28	37	50	50	60	74
Debiti totali	0	0	0	0	0	0
Cassa	13	20	14	19	24	24
Azioni privilegiate	0	0	0	0	0	0
Patrimonio di terzi	0	0	0	0	0	0
Valore Aziendale	14	18	36	31	36	80

Dati Economici

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
Ricavi	83	86	93	108	119	119	124	125	132
Crescita %	8,2%	3,8%	7,7%	15,7%	10,2%	n.d.	4,3%	0,8%	5,6%
EBITDA	6	5	6	9	11	11	11	12	12
Margine	7,5%	6,1%	6,2%	8,1%	9,3%	9,3%	8,6%	9,2%	9,2%
EBIT	5	4	4	6	8	8	8	9	10
Margine	5,8%	4,5%	4,3%	5,8%	6,8%	6,8%	6,6%	7,2%	7,6%
Oneri finanziari	0	0	0	0	0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Risultato Netto	3	3	3	4	5	5	6	n.d.	n.d.

Multiplici di Mercato

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
EV/Ricavi	0,2 x	0,2 x	0,4 x	0,3 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x
EV/EBITDA	2,3 x	3,4 x	6,2 x	3,6 x	4,5 x	4,5 x	4,7 x	4,3 x	4,1 x
EV/EBIT	3,0 x	4,6 x	8,9 x	5,0 x	6,2 x	6,2 x	6,1 x	5,5 x	5,0 x
P/E	8,3 x	13,6 x	16,6 x	11,5 x	13,6 x	13,6 x	12,5 x	n.d.	n.d.
P/B	1,1 x	1,3 x	1,7 x	1,6 x	2,1 x	2,1 x	n.a.	n.a.	n.a.

Dati Patrimoniali

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Totale attività	39	44	50	56	59	n.d.
Avviamento	0	0	0	0	n.d.	n.d.
Altri intangibili	2	1	4	6	4	n.d.
Totale attività (esclusi intangibili e avviamento)	38	42	45	51	n.d.	n.d.
Patrimonio Netto	25	28	29	32	35	35
Patrimonio Netto al netto degli intangibili	24	27	25	27	n.d.	n.d.

Indici Finanziari

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
PFN Capitalizzazione	-0,5 x	-0,5 x	-0,3 x	-0,4 x	-0,4 x	-0,3 x
PFN Totale attività	-0,8 x	-0,4 x	-0,3 x	-0,3 x	-0,4 x	n.d.
EBITDA Oneri finanziari	52,2 x	277,1 x	39,3 x	396,6 x	184,1 x	n.d.
PFN EBITDA	-2,1 x	-3,7 x	-2,5 x	-2,2 x	-2,2 x	-2,2 x
ROA	8,8	6,6	6,4	8,2	9,4	n.d.
ROE	13,1%	9,7%	10,4%	13,5%	15,6%	15,6%
Dividend Yield	0,0	6,8	2,5	5,0	7,7	n.d.

ALLEGATO A: DESCRIZIONE DELLE SOCIETA' COMPARABILI - segue

REALTECH AG

Valuta

EUR (Milioni, tranne per-data share)

Profilo aziendale

REALTECH AG è una società di consulenza informatica. L'azienda progetta, realizza e gestisce sistemi SAP R / 3 per le applicazioni aziendali e di consultazione per le tecnologie dell'informazione, Internet, intranet e progetti di e-commerce. REALTECH opera in Europa, Asia e nelle Americhe.

Andamento del Prezzo



Calcolo del Valore Aziendale

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Prezzo di chiusura	5,2	7,5	9,0	5,0	4,4	5,5
Prezzo massimo (ultima 52 settimane)	15,8	9,2	9,3	11,2	7,2	6,8
Prezzo minimo (ultima 52 settimane)	5,0	4,0	5,9	4,7	4,0	4,1
Capitalizzazione di mercato	27	41	48	27	23	29
Debiti totali	0	0	5	5	5	5
Cassa	6	7	6	13	11	11
Azioni privilegiate	0	0	0	0	0	0
Patrimonio di terzi	1	1	1	1	1	1
Valore Aziendale	22	34	48	20	18	24

Dati Economici

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
Ricavi	71	49	40	39	40	40	47	52	n.d.
Crescita %	11,1%	-31,2%	-18,9%	-0,8%	1,8%	n.d.	18,2%	10,7%	n.d.
EBITDA	8	4	5	1	2	2	4	6	n.d.
Margine	11,4%	7,6%	13,5%	3,6%	4,1%	4,1%	7,7%	10,5%	n.d.
EBIT	7	3	4	0	0	0	2	4	0
Margine	9,9%	5,3%	10,6%	0,4%	1,0%	1,0%	4,5%	7,6%	0,0%
Oneri finanziari	0	0	0	0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Risultato Netto	6	1	(1)	1	(0)	(0)	n.d.	n.d.	n.d.

Multipli di Mercato

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
EV/Ricavi	0,5 x	0,7 x	1,2 x	0,5 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x	n.d.
EV/EBITDA	2,7 x	9,2 x	9,0 x	14,2 x	14,4 x	14,4 x	6,6 x	4,3 x	n.d.
EV/EBIT	5,1 x	15,3 x	11,5 x	118,6 x	56,9 x	56,9 x	11,2 x	6,0 x	n.d.
P/E	4,8 x	33,9 x	-35,0 x	33,6 x	-140,4 x	-140,4 x	n.d.	n.d.	n.d.
P/B	1,0 x	1,5 x	2,0 x	1,1 x	1,2 x	1,2 x	n.a.	n.a.	n.a.

Dati Patrimoniali

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Totale attività	46	41	49	50	50	n.d.
Avviamento	4	4	4	4	4	n.d.
Altri intangibili	5	5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Totale attività (esclusi intangibili e avviamento)	57	32	45	46	45	n.d.
Patrimonio Netto	29	28	24	26	24	24
Patrimonio Netto al netto degli intangibili	20	18	20	21	19	n.d.

Indici Finanziari

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
PFN Capitalizzazione	-0,2 x	-0,2 x	0,0 x	-0,3 x	-0,3 x	-0,2 x
PFN Totale attività	-0,1 x	-0,2 x	0,0 x	-0,2 x	-0,1 x	n.d.
EBITDA Oneri finanziari	535,9 x	217,9 x	19,4 x	3,9 x	n.d.	n.d.
PFN EBITDA	-0,8 x	-2,0 x	-0,2 x	-5,7 x	-4,0 x	-4,0 x
ROA	10,2	-2,7	(3,0)	1,6	(0,4)	n.d.
ROE	20,0%	4,3%	-5,6%	3,1%	-0,9%	-0,9%
Dividend Yield	9,6	6,5	5,6	6,0	n.d.	n.d.

ALLEGATO A: DESCRIZIONE DELLE SOCIETA' COMPARABILI - segue

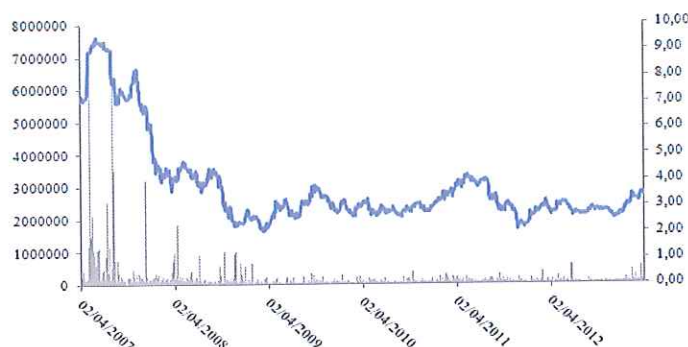
GFI INFORMATIQUE

Valuta EUR (Affiliai, tranne per-data share)

Profilo aziendale

GFI Informatique fornisce soluzioni informatiche. L'azienda offre consulenza informatica e sistemi di integrazione dei servizi, contabilità e software di finanza per le banche, il trasporto, vendita al dettaglio, e aziende di logistica, telecomunicazioni, reti di progettazione e ricerca di tecnologie emergenti. GFI offre i contratti di manutenzione di attrezzature informatiche.

Andamento del Prezzo



Calcolo del Valore Aziendale

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Prezzo di chiusura	2,6	2,8	3,0	2,3	2,7	3,4
Prezzo massimo (ultima 52 settimane)	6,3	3,8	3,3	4,3	3,2	3,5
Prezzo minimo (ultima 52 settimane)	2,2	2,0	2,5	2,1	2,3	2,5
Capitalizzazione di mercato	188	151	161	123	n.d.	182
Debiti totali	129	122	117	104	n.d.	110
Cassa	22	16	30	19	n.d.	46
Azioni privilegiate	0	0	0	0	n.d.	0
Patrimonio di terzi	2	2	6	16	n.d.	0
Valore Aziendale	247	289	288	224	n.d.	246

Dati Economici

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
Ricavi	682	664	586	618	667	596	764	n.d.	781
Crescita %	-0,9%	-2,7%	-11,7%	5,4%	8,0%	-10,6%	28,1%	n.d.	n.d.
EBITDA	28	40	36	41	n.d.	36	53	n.d.	57
Margine	7,8%	6,0%	6,2%	6,6%	n.d.	6,0%	7,0%	n.d.	7,3%
EBIT	44	30	28	33	n.d.	28	47	n.d.	51
Margine	6,5%	4,5%	4,7%	5,3%	0,0%	4,7%	6,2%	0,0%	6,6%
Oneri finanziari	5	3	3	5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Risultato Netto	14	(58)	12	11	12	n.d.	n.d.	n.d.	23

Multiplici di Mercato

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
EV/Ricavi	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,3 x	n.d.	0,3 x
EV/EBITDA	4,6 x	6,5 x	7,0 x	5,5 x	n.a.	6,9 x	4,6 x	n.d.	4,3 x
EV/EBIT	5,6 x	8,7 x	9,2 x	6,8 x	n.a.	8,7 x	5,2 x	n.d.	4,8 x
PE	9,8 x	-2,6 x	13,5 x	11,7 x	15,7 x	n.d.	n.d.	n.d.	7,9 x
PB	0,6 x	1,0 x	0,9 x	0,6 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Dati Patrimoniali

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Totale attività	662	572	562	591	n.d.	n.d.
Avviamento	238	210	210	165	n.d.	n.d.
Altri intangibili	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Totale attività (esclusi intangibili e avviamento)	423	362	352	426	n.d.	n.d.
Patrimonio Netto	222	157	177	193	n.d.	n.d.
Patrimonio Netto al netto degli intangibili	(16)	(53)	(34)	27	n.d.	n.d.

Indici Finanziari

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
PFN Capitalizzazione	0,8 x	0,7 x	0,5 x	0,7 x	n.d.	0,4 x
PFN Totale attività	0,2 x	0,2 x	0,2 x	0,1 x	n.d.	n.d.
EBITDA/Oneri finanziari	9,8 x	14,0 x	10,7 x	7,8 x	n.d.	n.d.
PFN EBITDA	2,0 x	2,7 x	2,4 x	2,1 x	n.d.	1,8 x
ROA	2,2	(9,4)	2,1	1,8	n.d.	n.d.
ROE	6,8%	-36,8%	6,8%	5,5%	n.d.	n.d.
Dividend Yield	8,6	0,0	0,0	4,0	n.d.	n.d.

ALLEGATO A: DESCRIZIONE DELLE SOCIETA' COMPARABILI - segue

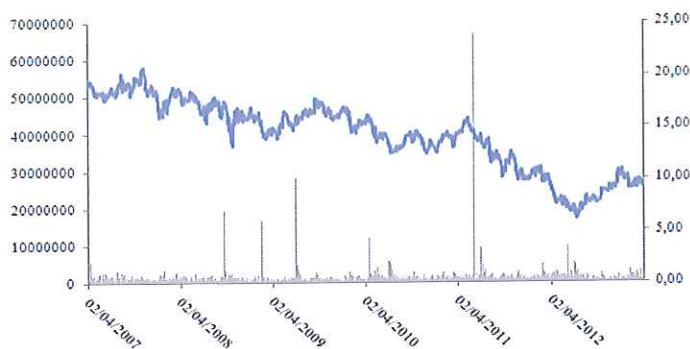
INDRA SISTEMAS SA

Valuta EUR (Millioni, tranne per-data share)

Profilo aziendale

Indra Sistemas, S.A. offre prodotti e servizi di information technology. La Società offre sistemi di integrazione e servizi di outsourcing, installa sistemi di gestione delle ferrovie e della biglietteria, sistemi satellitari per il traffico stradale a pedaggio, sistemi di comunicazione costruiti, sistemi radar di difesa aerea, e sistemi di gestione di assicurazioni e di segnalazione.

Andamento del Prezzo



Calcolo del Valore Aziendale

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Prezzo di chiusura	16,2	16,5	12,8	9,8	10,0	9,3
Prezzo massimo (ultime 52 settimane)	18,9	18,2	17,3	16,0	11,2	10,8
Prezzo minimo (ultime 52 settimane)	12,9	13,3	12,2	9,6	6,1	6,1
Capitalizzazione di mercato	2.657	2.702	2.081	1.601	1.644	1.526
Debiti totali	172	201	404	196	803	714
Cassa	67	111	188	156	167	87
Azioni privilegiate	0	0	0	0	0	0
Patrimonio di terzi	42	45	23	21	21	21
Valore Aziendale	2.805	2.837	2.319	2.062	2.301	2.174

Dati Economici

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
Ricavi	2.580	2.513	2.557	2.688	2.941	2.941	n.d.	3.010	3.105
Crescita %	9,8%	5,6%	1,7%	5,1%	9,4%	n.d.	n.d.	n.d.	3,1%
EBITDA	309	338	308	324	273	273	n.d.	295	322
Margine	13,0%	13,4%	12,0%	12,1%	9,3%	9,3%	n.d.	9,8%	10,4%
EBIT	271	288	253	270	222	222	0	255	258
Margine	11,4%	11,4%	9,9%	10,0%	7,5%	7,5%	0,0%	7,8%	8,3%
Oneri finanziari	28	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Risultato Netto	182	196	189	181	n.d.	n.d.	n.d.	144	165

Multiplici di Mercato

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
EV/Ricavi	1,2 x	1,1 x	0,9 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x	n.d.	0,7 x	0,7 x
EV/EBITDA	9,1 x	8,4 x	7,5 x	6,4 x	8,0 x	8,0 x	n.d.	7,4 x	6,8 x
EV/EBIT	10,3 x	9,9 x	9,2 x	7,7 x	9,8 x	9,8 x	n.d.	9,2 x	8,4 x
PE	14,6 x	13,8 x	11,0 x	8,8 x	n.d.	n.d.	n.d.	10,6 x	9,3 x
P/B	3,4 x	2,9 x	2,1 x	1,5 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Dati Patrimoniali

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Totale attività	2.462	2.490	2.976	3.525	3.756	n.d.
Avviamento	432	440	456	625	645	n.d.
Altri intangibili	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Totale attività (esclusi intangibili e avviamento)	2.030	2.049	2.520	2.900	3.111	n.d.
Patrimonio Netto	781	932	991	1.046	n.d.	n.d.
Patrimonio Netto al netto degli intangibili	350	492	535	421	n.d.	n.d.

Indici Finanziari

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
PFN Capitalizzazione	0,0 x	0,0 x	0,1 x	0,3 x	0,4 x	0,4 x
PFN Totale attività	0,0 x	0,0 x	0,1 x	0,1 x	0,2 x	n.d.
EBITDA Oneri finanziari	11,1 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
PFN EBITDA	0,3 x	0,3 x	0,7 x	1,4 x	2,3 x	2,3 x
ROA	7,6	7,9	6,9	5,6	3,6	n.d.
ROE	28,8%	21,0%	18,0%	17,3%	n.d.	n.d.
Dividend Yield	3,8	4,0	5,3	6,9	3,4	n.d.

ALLEGATO A: DESCRIZIONE DELLE SOCIETA' COMPARABILI - segue

SOPRA GROUP

Valuta EUR (Affiliati, trans per-data share)

Profilo aziendale

Sopra Group offre servizi di consulenza e per computer. La Società dispone di marketing strategico, organizzazione, ricerca umana, sistemi informativi e servizi di consulenza, integra e configura i pacchetti software, offre Servizi di formazione informatica, progettazione e sviluppo di sistemi di information technology personalizzati e offre applicazioni in outsourcing di servizi di manutenzione.

Andamento del Prezzo



Calcolo del Valore Aziendale

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Prezzo di chiusura	17,5	34,8	40,6	35,7	48,9	57,8
Prezzo massimo (ultime 52 settimane)	40,0	36,4	42,5	64,8	49,9	64,8
Prezzo minimo (ultime 52 settimane)	16,2	16,2	33,7	34,3	34,0	34,3
Capitalizzazione di mercato	292	582	685	424	581	656
Debiti totali	231	181	112	80	251	310
Cassa	33	44	55	33	47	29
Azioni privilegiate	0	0	0	0	0	0
Patrimonio di terzi	0	0	0	0	0	0
Valore Aziendale	490	719	742	470	788	967

Dati Economici

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
Ricavi	1.129	1.094	964	1.050	1.217	n.d.	1.110	1.300	1.366
Crescita %	12,8%	-3,1%	-11,9%	8,9%	15,8%	n.d.	n.d.	17,1%	5,3%
EBITDA	114	95	100	104	n.d.	n.d.	107	130	142
Margine	10,1%	8,7%	10,5%	9,9%	n.d.	n.d.	9,6%	10,0%	10,4%
EBIT	101	83	85	92	n.d.	0	86	114	125
Margine	8,9%	7,6%	8,9%	8,8%	0,0%	0,0%	8,7%	8,7%	9,1%
Onari finanziari	10	9	6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Risultato Netto	58	27	75	n.d.	n.d.	n.d.	47	71	78

Multipli di Mercato

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
EV/Ricavi	0,4 x	0,7 x	0,8 x	0,4 x	0,8 x	n.d.	0,9 x	0,7 x	0,7 x
EV/EBITDA	4,3 x	7,6 x	7,4 x	4,5 x	n.a.	n.d.	9,0 x	7,4 x	6,8 x
EV/EBIT	4,9 x	8,7 x	8,7 x	5,1 x	n.a.	n.d.	10,1 x	8,5 x	7,7 x
PE	5,0 x	21,4 x	9,2 x	n.d.	n.d.	n.d.	14,6 x	9,6 x	8,8 x
P/B	1,1 x	2,1 x	1,9 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Dati Patrimoniali

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Totale attività	924	865	929	770	1.031	n.d.
Avviamento	373	357	370	191	315	n.d.
Altri intangibili	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Totale attività (esclusi intangibili e avviamento)	552	509	559	579	716	n.d.
Patrimonio Netto	268	282	365	n.d.	n.d.	n.d.
Patrimonio Netto al netto degli intangibili	(104)	(75)	(5)	n.d.	n.d.	n.d.

Indici Finanziari

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
PFN Capitalizzazione	0,7 x	0,2 x	0,1 x	0,1 x	0,4 x	0,4 x
PFN Totale attività	0,2 x	0,2 x	0,1 x	0,1 x	0,2 x	n.d.
EBITDA/Onari finanziari	11,3 x	10,5 x	17,7 x	n.d.	n.d.	n.d.
PFN/EBITDA	1,7 x	1,4 x	0,6 x	0,4 x	n.d.	n.d.
ROA	6,9	3,0	8,3	7,4	6,2	n.d.
ROE	21,7%	9,7%	20,5%	n.d.	n.d.	n.d.
Dividend Yield	6,6	1,6	1,4	5,3	3,5	n.d.

ALLEGATO A: DESCRIZIONE DELLE SOCIETA' COMPARABILI - segue

ITELIGENCE AG

Valuta

EUR (Miloni, norme per-data share)

Profilo aziendale

Intelligence AG è un fornitore full-service per il software aziendale SAP. Come il servizio mySAP.com Channel e di supporto Alliance a partner di hosting, Intelligence realizza progetti in ambito SAP per i clienti in tutto il mondo. I servizi della Società variano da SAP consulenza e concessioni di licenze a servizi di outsourcing e soluzioni di settore SAP specifiche proprietarie.

Andamento del Prezzo



Calcolo del Valore Aziendale

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Prezzo di chiusura	5,5	4,4	6,6	6,7	11,0	11,6
Prezzo massimo (ultima 52 settimane)	6,2	4,9	6,9	7,4	11,2	11,4
Prezzo minimo (ultima 52 settimane)	1,7	2,9	4,3	5,5	6,3	6,4
Capitalizzazione di mercato	80	110	164	167	330	331
Debiti totali	13	17	38	76	78	77
Cassa	35	42	31	39	44	28
Azioni privilegiate	0	0	0	0	0	0
Patrimonio di terzi	1	1	5	15	18	19
Valore Aziendale	89	86	176	220	383	399

Dati Economici

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
Ricavi	217	220	272	342	n.d.	407	420	n.d.	n.d.
Crescita %	13,5%	1,6%	23,7%	25,5%	n.d.	n.d.	3,3%	n.d.	n.d.
EBITDA	20	19	23	30	n.d.	31	30	n.d.	n.d.
Margine	9,1%	8,7%	8,6%	8,8%	n.d.	7,6%	7,2%	n.d.	n.d.
EBIT	13	12	15	20	0	19	17	n.d.	n.d.
Margine	6,2%	5,5%	5,5%	5,8%	0,0%	4,6%	4,0%	0,0%	0,0%
Oneri finanziari	1	1	n.d.	n.d.	n.d.	2	n.d.	n.d.	n.d.
Risultato Netto	11	7	n.d.	n.d.	n.d.	12	11	n.d.	n.d.

Multipli di Mercato

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
EV/Ricavi	0,8 x	0,4 x	0,6 x	0,6 x	n.d.	1,0 x	0,9 x	n.a.	n.a.
EV/EBITDA	3,0 x	4,5 x	7,5 x	7,3 x	n.d.	12,9 x	13,1 x	n.a.	n.a.
EV/EBIT	4,4 x	7,1 x	11,8 x	11,0 x	n.d.	21,3 x	23,4 x	n.a.	n.a.
P/E	7,5 x	15,9 x	n.d.	n.d.	n.d.	26,8 x	30,2 x	n.a.	n.a.
P/B	1,5 x	2,1 x	n.a.	n.a.	n.a.	3,5 x	n.a.	n.a.	n.a.

Dati Patrimoniali

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Totale attività	129	141	180	254	307	n.d.
Avviamento	14	18	37	63	76	n.d.
Altri intangibili	16	20	40	68	81	n.d.
Totale attività (esclusi intangibili e avviamento)	100	103	104	124	150	n.d.
Patrimonio Netto	54	53	n.d.	n.d.	n.d.	54
Patrimonio Netto al netto degli intangibili	24	14	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Indici Finanziari

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
PFN Capitalizzazione	-0,5 x	-0,2 x	0,0 x	0,2 x	0,1 x	0,1 x
PFN Totale attività	-0,2 x	-0,2 x	0,0 x	0,1 x	0,1 x	n.d.
EBITDA/Oneri finanziari	20,1 x	25,2 x	n.d.	n.d.	n.d.	14,5 x
PFN EBITDA	-1,1 x	-1,3 x	0,3 x	1,3 x	n.d.	1,6 x
ROA	9,0	5,1	6,0	5,2	4,4	n.d.
ROE	19,9%	13,1%	n.d.	n.d.	n.d.	13,1%
Dividend Yield	3,6	2,2	2,1	2,7	0,5	n.d.

ALLEGATO A: DESCRIZIONE DELLE SOCIETA' COMPARABILI - segue

ATOS

Valuta EUR (Milioni, tramite per-data share)

Profilo aziendale

Atos offre servizi di consulenza per la gestione e outsourcing, soluzioni aziendali e soluzioni di e-commerce. La Società offre servizi di gestione della supply chain, data warehousing, integrazione di applicazioni enterprise, gestione dei documenti, geomarketing, il data mining, e-marketing, e di applicazioni informatiche pre-personalizzate e hardware, software e reti.

Andamento del Prezzo



Calcolo del Valore Aziendale

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Prezzo di chiusura	17,9	32,1	39,8	33,9	52,9	53,7
Prezzo massimo (ultima 52 settimane)	40,5	38,5	40,7	44,1	56,0	58,7
Prezzo minimo (ultima 52 settimane)	15,0	16,5	29,8	28,9	33,6	41,0
Capitalizzazione di mercato	1.229	2.216	2.775	2.827	4.523	4.594
Debiti totali	590	674	561	909	928	928
Cassa	286	535	422	767	1.160	1.160
Azioni privilegiate	0	0	0	0	0	0
Patrimonio di terzi	11	11	5	6	31	31
Valore Aziendale	1.644	2.366	2.920	2.975	4.322	4.393

Dati Economici

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
Ricavi	5.624	5.127	5.021	n.d.	6.813	8.844	8.844	8.942	9.166
Costo 56	-4,0%	-8,8%	-2,1%	n.d.	n.d.	29,8%	n.d.	1,1%	2,5%
EBITDA	453	242	390	n.d.	690	917	917	1.010	1.066
Margine	8,1%	4,7%	7,8%	n.d.	10,1%	10,4%	10,4%	11,3%	11,6%
EBIT	266	31	200	0	422	580	580	665	690
Margine	4,7%	0,6%	4,0%	0,0%	6,2%	6,6%	6,6%	7,4%	7,5%
Oneri finanziari	32	n.d.	n.d.	n.d.	29	31	n.d.	n.d.	n.d.
Risultato Netto	25	n.d.	n.d.	n.d.	182	224	224	427	459

Multiplici di Mercato

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
EV/Ricavi	0,3 x	0,5 x	0,6 x	n.d.	0,4 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x
EV/EBITDA	3,4 x	9,8 x	7,5 x	n.d.	4,3 x	4,8 x	4,8 x	4,4 x	4,1 x
EV/EBIT	5,8 x	75,6 x	14,6 x	n.d.	7,0 x	7,6 x	7,6 x	6,6 x	6,4 x
P/E	54,4 x	n.d.	n.d.	n.d.	15,6 x	20,5 x	20,5 x	10,8 x	10,0 x
P/B	0,8 x	n.a.	n.a.	n.a.	1,2 x	2,0 x	n.a.	n.a.	n.a.

Dati Patrimoniali

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Totale attività	4.228	4.465	4.479	7.378	7.447	n.d.
Avviamento	1.511	1.508	1.610	1.918	1.942	n.d.
Altri intangibili	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Totale attività (esclusi intangibili e avviamento)	2.717	2.957	2.869	5.460	5.505	n.d.
Patrimonio Netto	1.531	n.d.	n.d.	n.d.	2.325	2.349
Patrimonio Netto al netto degli intangibili	20	n.d.	n.d.	n.d.	383	n.d.

Indici Finanziari

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
PFN Capitalizzazione	0,2 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	-0,1 x	-0,1 x
PFN Totale attività	0,1 x	0,0 x	0,0 x	0,0 x	0,0 x	n.d.
EBITDA Oneri finanziari	14,1 x	n.d.	n.d.	n.d.	23,5 x	29,2 x
PFN/EBITDA	0,7 x	0,6 x	0,4 x	n.d.	-0,3 x	-0,3 x
ROA	0,5	0,1	2,6	3,1	3,0	n.d.
ROE	1,5%	n.d.	n.d.	n.d.	7,8%	9,5%
Dividend Yield	0,0	0,0	0,0	1,5	1,1	n.d.

ALLEGATO A: DESCRIZIONE DELLE SOCIETA' COMPARABILI – segue

ENGINEERING SPA

Valuta EUR (Miloni, tranne per-data share)

Profilo aziendale

Engineering S.p.A. fornisce servizi di information technology. L'azienda offre servizi di business e di integrazione di sistemi e servizi di outsourcing per le industrie manifatturiera, banche, assicurazioni, sanità, pubblica amministrazione e telecomunicazioni.

Andamento del Prezzo



Calcolo del Valore Aziendale

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Prezzo di chiusura	14,9	27,6	21,1	22,2	25,2	30,1
Prezzo massimo (ultime 52 settimane)	27,7	27,9	27,8	24,6	29,2	31,6
Prezzo minimo (ultime 52 settimane)	14,1	12,1	18,6	18,1	20,3	20,7
Capitalizzazione di mercato	185	345	262	270	308	367
Debiti totali	102	85	78	134	130	127
Cassa	66	47	69	82	55	67
Azioni privilegiate	0	0	0	0	0	0
Patrimonio di terzi	3	2	3	2	3	2
Valore Aziendale	223	385	273	328	348	428

Dati Economici

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
Ricavi	718	697	n.d.	733	758	755	752	825	866
Crescita %	63,5%	-2,9%	n.d.	n.d.	2,7%	-0,5%	-0,3%	9,7%	4,9%
EBITDA	57	90	n.d.	90	68	n.d.	82	103	109
Margini	7,9%	12,9%	n.d.	12,1%	9,0%	n.d.	10,8%	12,5%	12,6%
EBIT	39	70	0	70	50	n.d.	63	79	84
Margini	5,4%	10,0%	0,0%	9,5%	6,7%	n.d.	8,4%	9,6%	9,7%
Oneri finanziari	n.d.	n.d.	n.d.	3	3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Risultato Netto	n.d.	n.d.	n.d.	36	30	42	41	44	47

Multipli di Mercato

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
EV/Ricavi	0,3 x	0,6 x	n.d.	0,4 x	0,4 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x
EV/EBITDA	3,9 x	4,3 x	n.d.	3,1 x	4,7 x	n.a.	5,2 x	4,2 x	3,9 x
EV/EBIT	3,8 x	5,5 x	n.d.	3,9 x	6,4 x	n.a.	6,8 x	5,4 x	5,1 x
P/E	n.d.	n.d.	n.d.	7,3 x	9,0 x	8,7 x	5,0 x	8,4 x	7,8 x
P/B	n.a.	n.a.	n.a.	0,9 x	0,9 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Dati Patrimoniali

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Totale attività	822	801	806	921	946	n.d.
Avviamento	46	48	48	56	59	n.d.
Altri intangibili	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Totale attività (esclusi intangibili e avviamento)	776	753	758	865	888	n.d.
Patrimonio Netto	n.d.	n.d.	n.d.	291	308	n.d.
Patrimonio Netto al netto degli intangibili	n.d.	n.d.	n.d.	235	250	n.d.

Indici Finanziari

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
PER Capitalizzazione	0,2 x	0,1 x	0,0 x	0,2 x	0,1 x	0,2 x
PER Totale attività	0,0 x	0,0 x	0,0 x	0,1 x	0,0 x	n.d.
EBITDA/Oneri finanziari	n.d.	n.d.	n.d.	32,1 x	25,2 x	n.d.
PER/EBITDA	0,6 x	0,4 x	n.d.	0,6 x	0,5 x	n.d.
ROA	1,8	4,2	4,4	3,5	4,4	n.d.
ROE	n.d.	n.d.	n.d.	12,3%	9,8%	n.d.
Dividend Yield	0,0	2,0	3,1	2,0	2,1	n.d.

ALLEGATO A: DESCRIZIONE DELLE SOCIETA' COMPARABILI – segue

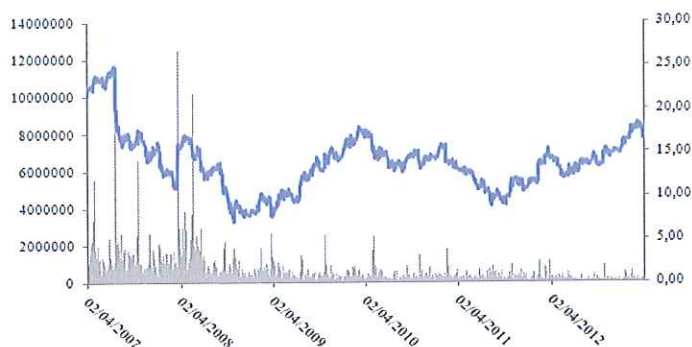
TIETO OYJ

Valuta EUR (Millioni, tranne per-data share)

Profilo aziendale

Tieto Oyj offre servizi di information technology, servizi di ricerca e sviluppo, outsourcing, consulenza, servizi cloud e soluzioni specifiche di settore. La Società opera nel Nord Europa, Germania, Russia e Europa centrale e orientale. Tieto è attiva nel settore delle telecomunicazioni, finanziario, manifatturiero, energia, petrolio e gas, sanità, foreste, della logistica e del retail.

Andamento del Prezzo



Calcolo del Valore Aziendale

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Prezzo di chiusura	7,5	14,5	14,2	11,0	14,9	16,5
Prezzo massimo (ultima 52 settimane)	17,2	15,8	18,4	16,0	15,8	18,4
Prezzo minimo (ultima 52 settimane)	7,0	7,3	12,5	8,4	11,0	11,9
Capitalizzazione di mercato	557	1.036	1.020	786	1.069	1.185
Debiti totali	231	198	156	184	121	121
Cassa	120	123	98	137	87	87
Azioni privilegiate	0	0	0	0	0	0
Patrimonio di terzi	2	1	0	0	0	0
Valore Aziendale	669	1.112	1.078	833	1.104	1.219

Dati Economici

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
Ricavi	1.866	n.d.	1.706	1.714	1.828	1.825	1.825	1.753	1.759
Crescita %	5,5%	n.d.	n.d.	0,4%	6,7%	-0,2%	n.d.	-3,9%	0,3%
EBITDA	178	n.d.	140	158	199	180	180	225	239
Margine	9,5%	n.d.	8,2%	9,2%	10,9%	9,9%	9,9%	12,9%	13,6%
EBIT	111	0	69	80	102	61	61	148	158
Margine	6,0%	0,0%	4,0%	4,6%	5,6%	3,4%	3,4%	8,2%	8,9%
Oneri finanziari	n.d.	n.d.	13	16	16	15	n.d.	n.d.	n.d.
Risultato Netto	n.d.	n.d.	55	50	60	29	29	106	116

Multiplici di Mercato

	2008	2009	Consuntivo			LTM	Previsionali		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
EV/Ricavi	0,4 x	n.d.	0,7 x	0,6 x	0,5 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x
EV/EBITDA	3,8 x	n.d.	8,0 x	6,8 x	4,2 x	6,8 x	6,8 x	5,4 x	5,1 x
EV/EBIT	6,0 x	n.d.	16,1 x	13,6 x	8,1 x	19,9 x	19,9 x	8,5 x	7,8 x
P/E	n.d.	n.d.	18,9 x	20,6 x	13,1 x	40,3 x	40,3 x	11,2 x	10,2 x
P/B	n.a.	n.a.	2,0 x	1,8 x	1,4 x	2,1 x	n.a.	n.a.	n.a.

Dati Patrimoniali

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
Totale attività	1.255	1.195	1.241	1.280	1.186	n.d.
Avvicinamento	389	402	423	413	392	n.d.
Altri intangibili	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Totale attività (esclusi intangibili e avvicinamento)	865	793	818	867	794	n.d.
Patrimonio Netto	n.d.	n.d.	518	557	565	556
Patrimonio Netto al netto degli intangibili	n.d.	n.d.	95	144	173	n.d.

Indici Finanziari

	2008	2009	Consuntivo			LTM
			2010	2011	2012	
PFN Capitalizzazione	0,2 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,0 x	0,0 x
PFN Totale attività	0,1 x	0,1 x	0,0 x	0,0 x	0,0 x	n.d.
EBITDA/Oneri finanziari	n.d.	n.d.	10,9 x	10,1 x	12,8 x	12,5 x
PFN EBITDA	0,6 x	n.d.	0,4 x	0,3 x	0,2 x	0,2 x
ROA	4,7	4,5	4,1	4,8	2,4	n.d.
ROE	n.d.	n.d.	10,6%	8,9%	10,6%	5,3%
Dividend Yield	6,4	3,4	4,9	6,8	5,6	n.d.