

DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD OPERAZIONE DI MAGGIORE RILEVANZA CON PARTI CORRELATE

Redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento operazioni con parti correlate approvato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010



Operazioni di cessione dei rami d'azienda da Be Solutions Solve, Realize & Control S.p.A. in favore di Be Operations Execute, Manage & Perform S.p.A e da Be Operations Execute Manage & Perform S.p.A. in favore della società Alix Italia S.r.l.

Roma, 18 dicembre 2013

Il presente Documento Informativo è disponibile presso la sede sociale di Be Think, Solve, Execute S.p.A., in Roma, in Viale dell'Esperanto n. 71, nonché sul sito Internet della Società www.beeteam.it.

Introduzione	3
Definizioni	4
1. Avvertenze	6
2. Informazioni relative alle Operazioni	6
2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni delle Operazioni.....	6
2.2. Indicazione delle parti correlate con cui le Operazioni sono state poste in essere, della natura della correlazione e, ove di ciò sia data notizia all'organo di amministrazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'e Operazioni	7
2.3.Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la Società delle Operazioni.	8
2.4.Modalità di determinazione del corrispettivo delle Operazioni e valutazioni circa la loro congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni simili.....	8
2.5. Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari delle Operazioni.....	9
2.6 Incidenza delle Operazioni sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questa controllate	10
2.7.Informazioni relative agli strumenti finanziari della Società detenuti dai componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società eventualmente coinvolti nelle Operazioni e agli interessi di questi ultimi in operazioni straordinarie.....	10
2.8.Conduzione e partecipazione alle trattative - Procedure di approvazione delle Operazioni..	10

Introduzione

Il presente Documento Informativo è stato predisposto da Be Think, Solve, Execute S.p.A. ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento approvato con delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010, recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (il "**Regolamento CONSOB**") nonché dell'articolo 2.2 della procedura che disciplina le operazioni con parti correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione di Be Think, Solve, Execute S.p.A. in data 11 novembre 2010 (la "**Procedura OPC**").

Be Think, Solve, Execute S.p.A. è una società di diritto italiano con sede in Roma, in Viale dell'Esperanto n. 71, capitale sociale Euro 33.037.247,25 (trentatremilioni trentasettemila duecentoquarantasette virgola venticinque) i.v., codice fiscale e Partita IVA 01483450209, iscritta al registro delle Imprese di Roma, le cui azioni sono negoziate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A..

Definizioni

Be Solutions	Be Solutions Solve, Realize & Control S.p.A., società con unico socio con sede in Roma (RM), Viale Dell'Esperanto n. 71, capitale sociale euro 7.548.441,00 interamente versato, iscritta presso il Registro delle Imprese di Roma con il numero di iscrizione, codice fiscale e P.I. 05293610019 ed al R.E.A. al n. RM-1262433, controllata al 100% dall'Emittente e soggetta all'attività di direzione e coordinamento della stessa
Be Operations	Be Operations, Execute, Manage & Perform S.p.A., società con unico socio con sede in Roma (RM), Viale Dell'Esperanto n. 71, capitale sociale euro 351.900,00 interamente versato, iscritta presso il Registro delle Imprese di Roma con il numero di iscrizione, codice fiscale e P.I. 01612550549 ed al R.E.A. al n. RM-1266670, controllata al 100% dall'Emittente e soggetta all'attività di direzione e coordinamento della stessa
Alix	Alix Italia S.r.l., società con unico socio con sede in Milano (MI), Via Valtorta n. 48, capitale sociale euro 119.700,00 interamente versato, iscritta presso il Registro delle Imprese di Milano con il numero di iscrizione, codice fiscale e P.I. 03603690961 ed al R.E.A. al n. MI-1687114, controllata al 100% da Be Solutions e soggetta all'attività di direzione e coordinamento dell'Emittente
Be Professional Services S.p.A.	Nuova denominazione di Be Operations Solve, Realize & Control S.p.A. in forza di delibera assembleare in data 18/12/13 a rogito del Notaio Francesco Balletta di Roma (Rep. n. 1835, Racc. n. 1202) in corso di formali adempimenti.
Be Enterprise Process Solutions S.p.A.	Nuova denominazione di Alix Italia S.r.l. in forza di delibera assembleare in data 18/12/13 a rogito del Notaio Francesco Balletta di Roma (Rep. n. 1836, Racc. n. 1203) in corso di formali adempimenti, in virtù della quale si è proceduto, tra l'altro, ad aumentare il capitale sociale (sottoscritto per Euro 500.000), a modificare la sede sociale (spostandola a Roma, in Viale dell'Esperanto 71) e a trasformarla in società per azioni
CONSOB	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, con sede in Roma, via G.B. Martini n. 3
Documento Informativo	Il presente documento informativo redatto ai sensi e per gli effetti del Regolamento CONSOB
Emittente, BE S.p.A. o la Società	Be Think, Solve, Execute S.p.A., in breve Be S.p.A., con sede legale in Roma, Viale dell'Esperanto n. 71, capitale sociale Euro 33.037.247,25 (trentatremilioni trentasettemila duecentoquarantasette virgola venticinque), numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Roma, codice fiscale e Partita IVA 01483450209.
Gruppo Be o Gruppo	Il gruppo facente capo a BE S.p.A.

Operazioni

Operazioni di riorganizzazione dei rami d'azienda denominati "BPO/DMO" e "Be Operations New" del Gruppo Be

1. Avvertenze

Alla data del presente Documento Informativo, non si ravvisano particolari rischi connessi a potenziali conflitti di interesse derivanti dalle Operazioni con parti correlate ivi descritte.

2. Informazioni relative alle Operazioni

2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni delle Operazioni

In data 18 dicembre 2013, il Consiglio di Amministrazione di Be S.p.A. ha approvato la riorganizzazione di alcune delle attività del Gruppo nelle aree "ICT & Operations" oggi gestite da Be Solutions e Be Operations

In particolare la riorganizzazione prevede:

- la cessione del Ramo d'Azienda "ICT&Operations" (denominato "Ramo BPO/DMO") di proprietà di Be Operations (ora Be Professional Services S.p.A.) in favore della società Alix (ora Be Enterprise Process Solutions S.p.A.);
- la cessione del Ramo d'Azienda "ICT Professional & Group Service" (denominato "Ramo Be Operations New") di proprietà di Be Solutions in favore della società Be Operations (ora Be Professional Services S.p.A.).

Al termine di tali Operazioni:

- a) le attività di Operations ("Ramo BPO/DMO") andranno a confluire in Alix, partecipata al 100% da Be Solutions

Il Ramo – costituito da immobilizzazioni materiali ed immateriali, rimanenze, crediti, debiti, personale e relative posizioni attive e passive e altri rapporti giuridici (contratti attivi) – è destinato allo svolgimento di attività "BPO" (Business Process Outsourcing) e "DMO" (Document Management Operations) ormai a prevalente contenuto ICT. Di seguito viene riportata la situazione patrimoniale del "Ramo BPO/DMO" al 30 settembre 2013

ATTIVO		PASSIVO	
Attività non correnti:		Passività non correnti	
Immobilizzazioni immateriali	957	Benefici verso dipendenti (TFR)	2.736
Immobilizzazioni materiali	352	Altre passività non correnti	285
Crediti ed altre attività non correnti	131		
<i>Totale attività immobilizzate</i>	<i>1.440</i>	<i>Totale passività non correnti</i>	<i>3.021</i>
Attività correnti:		Passività correnti:	
Rimanenze	72	Altre passività e debiti diversi	584
Altre attività e crediti diversi	151		
<i>Totale attività correnti</i>	<i>223</i>	<i>Totale passività correnti</i>	<i>584</i>
TOTALE ATTIVO	1.663	TOTALE PASSIVO	3.605
		Netto	(1.942)
		TOTALE PASSIVO E NETTO	1.663

- b) le attività di ICT Professional & Group Service ("Ramo Be Operations New") saranno accorpate in Be Operations .

Il Ramo – costituito da immobilizzazioni materiali ed immateriali, debiti, personale e relative posizioni attive e passive e altri rapporti giuridici (contratti attivi) – è destinato allo svolgimento di attività di produzione e prestazione di servizi di supporto nel settore IT e composto da 2 distinte unità di business:

- la business Unit "IT Services", responsabile della gestione dei servizi ed infrastrutture tecnologiche a supporto rese a favore del Gruppo (tra cui server, linee dati, licenze) e dell'assistenza sistemistica agli utenti delle altre company di Gruppo;
- la business Unit "IT Service Pool", che raccoglie le professionalità con competenza in linguaggi di programmazione software ed architetture

Di seguito viene riportata la situazione patrimoniale del Ramo Be Operations New al 30 settembre 2013.

ATTIVO		PASSIVO	
Attività non correnti:		Passività non correnti	
Immobilizzazioni immateriali	516	Benefici verso dipendenti (TFR)	715
Immobilizzazioni materiali	292		
<i>Totale attività immobilizzate</i>	<i>808</i>	Totale passività non correnti	715
Attività correnti:		Passività correnti:	
Altre attività e crediti diversi	0	Debiti finanziari	575
		Fondi correnti (acc.ti personale)	38
		Altre passività e debiti diversi	440
<i>Totale attività correnti</i>	<i>0</i>	<i>Totale passività correnti</i>	<i>1.053</i>
TOTALE ATTIVO	808	TOTALE PASSIVO	1.768
		Netto	(960)
		TOTALE PASSIVO E NETTO	808

* * * * *

Le Operazioni di cessione dei Rami d'Azienda suddetti e la conseguente riorganizzazione del Gruppo Be avranno effetto dal 31 dicembre 2013.

Il rationale dell'operazione sub a) è quello di far confluire asset e competenze in area BPO/DMO in una società - Alix (ora Be Enterprise Process Solutions S.p.A) - controllata interamente da Be Solutions S.p.a. che nel Gruppo ha la responsabilità dello sviluppo di soluzioni, prodotti e servizi complessi consentendo con ciò la valorizzazione delle piattaforme ICT di Business Process Management e Document Management sviluppate nel corso degli anni. In questo si asseconda la trasformazione e l'evoluzione della domanda di mercato che sta passando da lavorazioni "Human intensive" ad "ICT intensive".

Allo stesso modo l'operazione sub b) consentirà l'accorpamento delle competenze professionali in area sviluppo linguaggi ed architetture non specialistici in un'unica società di servizi Be Operations (ora Be Professional Services S.p.A.) all'interno della quale saranno accorpate anche le professionalità necessarie al supporto dei servizi di Gruppo.

2.2. Indicazione delle parti correlate con cui le Operazioni sono state poste in essere, della natura della correlazione e, ove di ciò sia data notizia all'organo di amministrazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nelle Operazioni

Le Operazioni sono state considerate "Operazioni con parti correlate" in quanto operazioni infragruppo:

- la prima tra Be Operations (ora Be Professional Services S.p.A.) società controllata al 100% da Be S.p.A. e Alix (ora Be Enterprise Process Solutions S.p.A), società controllata al 100% da Be Solutions,
- la seconda tra Be Solutions e Be Operations, (ora Be Professional Services S.p.A.) società entrambe possedute al 100% da Be S.p.A..

Dette Operazioni non implicano in alcun modo interessi di terze parti correlate, diverse da quelle coinvolte, come sopra indicate.

2.3. Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la Società delle Operazioni.

La trasformazione operata in questi anni da Be Operations (ora Be Professional Services S.p.A.) ha reso l'attività della stessa sempre più fondata sullo sviluppo tecnologico ("ICT-based") a tal punto che l'apporto della forza lavoro presente in azienda non è più il fattore distintivo per l'acquisizione di nuovi business, che viceversa riposa negli "asset", negli strumenti e nelle piattaforme tecnologiche sviluppate. Di conseguenza:

- l'unione dei rami di azienda di Be Solutions e Be Operations è operazione industrialmente razionale e capace di creare valore permettendo l'integrazione di lavorazioni ad alto contenuto ICT con l'offerta di prodotti e soluzioni;
- la riorganizzazione – stante la repentina trasformazione in corso del mercato delle BPO/DMO – è elemento rilevante per il raggiungimento degli obiettivi descritti nel Piano d'azienda 2013-2015.

La convenienza per il Gruppo Be delle Operazioni in oggetto è stata valutata ed accertata dal Consiglio di Amministrazione della Società che in data 18 Dicembre 2013 - previo parere favorevole degli amministratori indipendenti ed approvazione all'unanimità da parte del Comitato Controllo e Rischi tenutosi in data 17 Dicembre 2013 - preso atto dell'importanza che le Operazioni rivestono per lo sviluppo del business del Gruppo Be nonché della convenienza e della correttezza sostanziale delle stesse, ha approvato all'unanimità dette Operazioni.

2.4. Modalità di determinazione del corrispettivo delle Operazioni e valutazioni circa la loro congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari

La determinazione del corrispettivo è stata fondata sulle relazioni di stima dei rami d'azienda "BPO/DMO" e "Be Operations New", predisposte da perito terzo appositamente nominato nella persona del Dott. Enzo Maria Luca Bianchi, nato a Finale Ligure il 2 luglio 1960, esperto indipendente iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabile di Milano al numero 4692.

L'esperto indipendente è stato prescelto tra una rosa di candidati ed incaricato dalla Be S.p.A. nelle persone del Presidente del Consiglio di Amministrazione, Dott. Adriano Seymandi, e dell'Amministratore Delegato, Dott. Stefano Achermann, (investiti dei relativi poteri dal Consiglio di Amministrazione del 24 ottobre 2013) i quali nel conferimento del mandato, come richiesto da detto Consiglio, hanno verificato il possesso dei requisiti di professionalità, autonomia ed indipendenza da parte del Dott. Ezio Maria Bianchi, non sussistendo, tra l'altro, alcuna relazione economica, patrimoniale e finanziaria tra la Società (e il Gruppo Be) e l'esperto.

Le perizie di stima che individuano il valore contabile netto dei due rami d'azienda sono state redatte alla data del 30 settembre 2013 ed aggiornate, unicamente per ciò che concerne la perizia di stima del ramo BPO/DMO, in data 10 e 18 dicembre.

Ai fini della valutazione, il perito ha ritenuto opportuno applicare il "metodo reddituale" in quanto, considerando la tipologia delle immobilizzazioni (materiali e immateriali) si è reputato che la componente di natura reddituale assumesse maggiore rilevanza rispetto alla dimensione patrimoniale.

Il perito quindi, per la determinazione del reddito medio normale atteso, ha preso in esame i redditi stimati per gli esercizi 2014 e 2015 riclassificandoli e rettificandoli con la stima delle imposte a carico dei singoli esercizi; è stato poi applicato il tasso di attualizzazione assunto in misura pari al costo del capitale proprio (metodo del Capital Asset Pricing Model). Si è proceduto quindi ad attualizzare i redditi attesi su un arco temporale di 10 anni conteggiando il c.d. "terminal value", per giungere ad una determinazione dei seguenti valori economici:

- un intervallo tra Euro 12.520.000,00 ed Euro 13.590.000,00 (con un valore medio di Euro 13.055.000,00) per il ramo "BPO/DMO";
- in un intervallo tra Euro 800.000,00 ed Euro 840.000,00 (con un valore medio di Euro 820.000,00) per il ramo "Be Operations New".

Sulla base di tali valori e con la successiva addizione della quota di debito finanziario giudicata di pertinenza sono stati definiti i seguenti prezzi di cessione:

- Euro 800.000,00 per il Ramo "BPO/DMO"
- Euro 200.000,00 per il Ramo "Be Operations New".

E' allegato al presente Documento Informativo il parere dei Consiglieri indipendenti del Comitato Controllo e Rischi.

2.5. Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari delle Operazioni

Dal punto di vista del Gruppo Be, le Operazioni non hanno effetti sullo Stato Patrimoniale consolidato, nè sulla Posizione Finanziaria Netta in quanto operazioni di cessioni di rami infragruppo avvenute, da una parte, tra due società (Be Solutions e Be Operations) controllate al 100% da Be S.p.A, e dall'altra tra società (Be Operations e Alix) controllate rispettivamente da Be S.p.A e Be Solutions, la quale ultima è controllata al 100% da Be S.p.A. Dal punto di vista economico l'Operazioni viceversa supporteranno il conseguimento degli obiettivi del Piano di azienda 2013-2015.

In particolare l'azione di riorganizzazione - come descritta in sede di relazione semestrale al Bilancio di esercizio al 30.06.2013 - è attesa assecondare:

- la naturale evoluzione della componente "Operations" verso attività "ICT Based". L'accelerazione del processo è avvenuta nei primi sei mesi del corrente anno attraverso la dismissione delle attività non più redditizie. Risultato di ciò è stato un risultato negativo di questa linea di business nei primi sei mesi dell'anno. Il passaggio era necessario per permettere il recupero di redditività dei secondi sei mesi, la massima valorizzazione delle lavorazioni a "valore aggiunto" e la formalizzazione dell'integrazione organizzativa nel nuovo polo dedicato all'offerta di soluzioni e servizi ICT. L'obiettivo è quello di portare il contributo di questa linea di business nel corso dei prossimi due anni in linea con la marginalità attesa per questo segmento di mercato (EBIT>10%);
- la valorizzazione autonoma delle attività professionali in ambito ICT che hanno capacità di creazione di valore indipendente rispetto alla linea dedicata alle soluzioni ed ai prodotti permettendo anche una riorganizzazione (addizione di nuove professionalità, nuove linee di business, etc.) di quest'ultima con maggiore focalizzazione al mercato. Sebbene il contesto in questo segmento presenti una molteplicità di concorrenti si ritiene che il patrimonio di professionalità e relazioni del Gruppo possa consentire il raggiungimento di risultati positivi nel corso dei prossimi 24 mesi.

Sebbene le Operazioni siano effettuate tra società, direttamente o indirettamente, interamente possedute dall'Emittente, e per quanto le stesse non coinvolgano interessi di altre parti correlate, esse sono comunemente state valutate dall'Emittente quali operazioni di maggiore rilevanza alla luce degli indici di rilevanza previsti dall'Allegato 3 del Regolamento CONSOB e del Regolamento interno attualmente vigente in materia di parti correlate.

2.6 Incidenza delle Operazioni sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questa controllate

A seguito dell'esecuzione delle Operazioni non sono previste modifiche ai compensi da riconoscere ai componenti dell'organo di amministrazione della Società.

2.7. Informazioni relative agli strumenti finanziari della Società detenuti dai componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società eventualmente coinvolti nelle Operazioni e agli interessi di questi ultimi in operazioni straordinarie

Nelle Operazioni non sono coinvolti componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società.

2.8. Conduzione e partecipazione alle trattative - Procedure di approvazione delle Operazioni

Le Operazioni sono state approvate all'unanimità – senza astensioni o voti contrari - dal Consiglio di Amministrazione di Be S.p.A. in data 18 dicembre 2013, che in conformità a quanto previsto dal Regolamento CONSOB e della Procedura OPC, ha richiesto ai sensi dell'articolo 2 del Procedura OPC, il parere consultivo dei Consiglieri indipendenti facenti parte del Comitato Controllo e Rischi. Copia del parere dei Consiglieri indipendenti del Comitato Controllo e Rischi è allegato al presente Documento Informativo.

Il Comitato per il Controllo e Rischi in data 17 Dicembre 2013 ha deliberato all'unanimità dei suoi componenti con parere favorevole in merito alla sussistenza di un interesse del Gruppo al compimento delle Operazioni nonché alla convenienza e alla correttezza sostanziale della stessa.

**PARERE DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI FACENTI PARTE DEL
COMITATO CONTROLLO E RISCHI AI SENSI DELL'ART. 8 DEL REGOLAMENTO
CONSOB N. 17221/2010 RELATIVO ALLE OPERAZIONE DI RIORGANIZZAZIONE DEI
POLI "ICT&OPERATIONS" E "ICT PROFESSIONAL & GROUP SERVICE" DEL
GRUPPO BE SPA**

Spett.le
Be Think Solve Execute S.p.A.
Viale dell'Esperanto n. 71
00144 Roma

Alla cortese attenzione di:
*Presidente del Consiglio di Amministrazione
di Be Think Solve Execute S.p.A.
Dott. Adriano Seymandi*

Egregio Presidente,

In data 17 dicembre 2013 si è riunito il Comitato Controllo e Rischi di Be Think Solve Execute S.p.A. (di seguito anche "Be S.p.A." o la "Società"), del quale i sottoscritti Dott. Umberto Quilici, Presidente del Comitato, e dott.ssa Anna Zattoni, rivestono la qualifica di Amministratori indipendenti.

I sottoscritti Amministratori Indipendenti sono stati chiamati ad esprimere il proprio parere, ai sensi e per gli effetti del regolamento adottato da CONSOB n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche ed integrazioni, recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (di seguito il "Regolamento"), in merito alle operazioni di riorganizzazione delle attività in area ICT ed Operations del Gruppo Be Think Solve Execute S.p.a.

Vale premettere che le operazioni avvengono tra società le cui partecipazioni sono tutte interamente possedute dall'emittente che esercita l'attività di direzione e coordinamento sulle stesse; si configurano come una riorganizzazione mirante ad allineare le competenze del Gruppo alla domanda del mercato e non coinvolge in alcun modo interessi di terze parte correlate, diverse da quelle coinvolte.

Nel particolare la riorganizzazione prevede:

- la cessione del Ramo d'Azienda ICT&Operations (denominato "Ramo "BPO/DMO"") di proprietà di Be Operations Execute Manage & Perform S.p.A. (di seguito "Be Operations") in favore della società Alix Italia S.r.l.;
- la cessione del Ramo d'Azienda "ICT Professional & Group Service" (denominato "Be Operations New") di proprietà di Be Solutions Solve Realize & Control S.p.A. (di seguito "Be Solutions") in favore della società Be Operations.

Al termine di tali operazioni, le attività di:

- a) Operations ("Ramo BPO/DMO") andranno a confluire in Alix Italia S.r.l., partecipata al 100% da Be Solutions. Alix sarà di seguito trasformata in società per azioni e ridenominata Be Enterprise Process Solutions S.p.A.
- b) ICT Professional & Group Service ("Ramo Be Operations New") saranno accorpate in Be Operations, che verrà di seguito ridenominata in Be Professional Services S.p.a..

Il rationale dell'operazione sub a) è quello di far confluire il "Pool di competenze ICT" con specializzazione su linguaggi software ed architetture in Alix (ridenominata Be Enterprise Process Solutions S.p.A) consentendo la valorizzazione delle piattaforme ICT di Business Process Management e Document Management sviluppate nel corso degli anni assecondando la

trasformazione e l'evoluzione della domanda di mercato passata da lavorazioni "Human intensive" ad "ICT Solutions intensive". Allo stesso modo l'operazione sub b) consentirà l'accorpamento dei servizi professionali non specialistici in un'unica società di servizi Be Operations (ridenominata in Be Professional Services S.p.A.) che presterà anche le professionalità necessarie al supporto dei servizi di Gruppo.

Gli scriventi Amministratori Indipendenti hanno fondato le loro valutazioni sulla base delle relazioni di stima dei rami d'azienda "ICT&Operations" e "ICT Professional & Group Service", predisposte dal perito Dott. Enzo Bianchi in data 28 novembre 2013; la perizia relativa al ramo "Operations" è stata poi aggiornata in data 10 e 18 dicembre.

Si segnala che il Dott. Enzo Maria Luca Bianchi, nato a Finale Ligure il 2 luglio 1960, è un esperto indipendente con studio in Milano, in via Tasso Torquato n. 14 ed iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabile di Milano al numero 4692.

Le suddette relazioni di stima descrivono le rispettive situazioni patrimoniali redatte alla data del 30 settembre 2013 che individuano il valore contabile netto degli stessi.

Ai fini della valutazione dei due rami il Dott. Enzo Bianchi ha ritenuto opportuno applicare il "metodo reddituale" in quanto, considerando la tipologia delle immobilizzazioni (materiali e immateriali), lo stesso ha reputato che la componente di natura reddituale assumesse maggiore rilevanza rispetto alla dimensione patrimoniale.

Il perito quindi, per la determinazione del reddito medio normale atteso, ha preso in esame i redditi stimati per gli esercizi 2014 e 2015, elaborati dai vertici aziendali, riclassificandoli e rettificandoli con la stima delle imposte a carico dei singoli esercizi; ha poi applicato il tasso di attualizzazione assunto in misura pari al costo del capitale proprio (utilizzando il metodo del Capital Asset Pricing Model); ha quindi utilizzato ai fini dell'attualizzazione di redditi attesi un arco temporale di 10 anni; ha infine conteggiato il c.d. "terminal value", per giungere ad una determinazione dei seguenti valori economici:

- in un intervallo tra Euro 12.520.000,00 ed Euro 13.590.000,00 (con un valore medio di Euro 13.055.000,00) per il ramo "ICT&Operations" (denominato dal perito "BPO/DMO"),
- in un intervallo tra Euro 800.000,00 ed Euro 840.000,00 (con un valore medio di Euro 820.000,00) per il ramo "ICT Professional & Group Service" (denominato dal perito "Be Operations New").

Sulla base di tali valori, nonché del perimetro dei rami d'azienda meglio individuato dalle Parti (che include, tra gli altri, l'avviamento e i debiti finanziari) sono stati concordati i seguenti prezzi di cessione: Euro 800.000,00 per il Ramo "ICT&Operations" ed Euro 200.000,00 per il Ramo "ICT Professional & Group Service".

I sottoscritti Amministratori Indipendenti evidenziano inoltre che gli stessi sono stati coinvolti nella fase delle trattative e nella fase istruttoria delle Operazioni, ricevendo altresì un flusso informativo completo e tempestivo da parte del management della Società, e gli stessi si sono avvalsi della facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli Organi Delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative.

I principali aspetti esaminati per esprimere il presente parere motivato sull'interesse della Società al compimento delle Operazioni e sulla congruità delle relative condizioni economiche hanno riguardato:

1. le motivazioni strategiche che hanno condotto la Società a procedere con la riorganizzazione delle attività che si sostanziano nella necessità di mutare l'assetto organizzativo – stante la repentina trasformazione in corso del mercato delle BPO/DMO – onde conseguire gli obiettivi del Piano 2013-2015 comunicati al mercato;
2. le metodologie di valutazione utilizzate dall'esperto indipendente, Dott. Bianchi, nella definizione dei rami d'azienda sopra indicati prima, e la congruità del corrispettivo, poi.

Gli scriventi Amministratori Indipendenti rilevano che le suddette Operazioni con parti correlate – sebbene svolte con società il cui capitale è interamente posseduto dall'emittente - assumono carattere di maggiore rilevanza, considerati i valori delle stesse, ai sensi dell'Allegato 3 del Regolamento e ciò comporta l'obbligo di pubblicare un Documento Informativo ai sensi dell'art. 5 e dell'Allegato 4 del Regolamento stesso.

Per quanto riguarda la correttezza sostanziale delle condizioni relative alle Operazioni, si dà atto che la Società ha posto in essere i presidi necessari volti alla corretta qualificazione delle Operazioni, assoggettando le stesse alle idonee procedure individuate dalla normativa regolamentare Consob, nonché garantendo agli organi sociali deputati (i sottoscritti Amministratori Indipendenti, in primis, il Consiglio di Amministrazione e il Collegio Sindacale anche delle società direttamente coinvolte nelle Operazioni) di agire in modo informato, secondo trasparenza e attraverso un flusso informativo completo e tempestivo, non rilevando allo stato elementi di criticità.

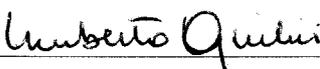
In conclusione, i sottoscritti Amministratori Indipendenti, in conformità alle previsioni di cui al Regolamento,

- (i) preso atto delle motivazioni poste alla base delle Operazioni illustrate dal management, condivise dall'intero Comitato di Controllo e Rischi, ed in particolare dai sottoscritti Amministratori Indipendenti,
- (ii) tenuto conto, specificatamente, delle valutazioni espresse dal sopra menzionato esperto indipendente Dott. Enzo Bianchi, e delle risultanze delle procedure di verifica,
- (iii) alla luce degli elementi informativi acquisiti dalle strutture della Società,

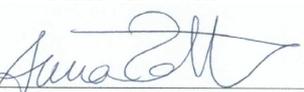
rilasciano all'unanimità parere favorevole sull'interesse della Società al compimento delle Operazioni, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Roma, 18 dicembre 2013

L'Amministratore Indipendente
Umberto Quilici



L'Amministratore Indipendente
Anna Zattoni



Estratto delle perizie formulate da esperto indipendente

Redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento operazioni con parti correlate approvato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010



Elementi essenziali della perizia tecnica

Operazioni di cessione dei rami d'azienda da Be Solutions Solve, Realize & Control S.p.A. in favore di Be Operations Execute, Manage & Perform S.p.A e da Be Operations Execute Manage & Perform S.p.A. in favore della società Alix Italia S.r.l.

Il presente Documento è disponibile presso la sede sociale di Be Think, Solve, Execute S.p.A., in Roma, in Viale dell'Esperanto n. 71, nonché sul sito Internet della Società www.be-tse.it.

Avvertenze

Il presente documento contiene estratto delle relazioni di stima dei rami di azienda oggetto di trasferimento formulate da esperto indipendente appositamente nominato nella persona Dott. Enzo Maria Luca Bianchi, nato a Finale Ligure il 2 luglio 1960, esperto indipendente iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabile di Milano al numero 4692.

L'esperto indipendente è stato prescelto tra una rosa di candidati ed incaricato dalla Be S.p.A. nelle persone del Presidente del Consiglio di Amministrazione, Dott. Adriano Seymandi, e dell'Amministratore Delegato, Dott. Stefano Achermann, (investiti dei relativi poteri dal Consiglio di Amministrazione del 24 ottobre 2013) i quali nel conferimento del mandato, come richiesto da detto Consiglio, hanno verificato il possesso dei requisiti di professionalità, autonomia ed indipendenza da parte del Dott. Ezio Maria Bianchi, non sussistendo, tra l'altro, alcuna relazione economica, patrimoniale e finanziaria tra la Società (e il Gruppo Be) e l'esperto.

Le perizie di stima che individuano il valore contabile netto dei due rami d'azienda sono state redatte alla data del 30 settembre 2013 ed aggiornate, unicamente per ciò che concerne la perizia di stima del ramo BPO/DMO, in data 10 e 18 dicembre.

I contenuti del documento sono stati redatti ai ai sensi dell'art. 5 del Regolamento operazioni con parti correlate approvato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010 ed in particolare con le prescrizioni dell'Allegato IV in esso contenute

Il presente documento è pubblicato sul sito internet dell'emittente: www.be-tse.it

RELAZIONE DI STIMA
del ramo d' azienda "BPO/DMO"
di "Be Operations Execute, Manage & Perform S.p.A"

INDICE

1. Oggetto e finalità della valutazione e limiti dell' incarico	pag.	2
2. Informazioni di carattere generale sulla società "Be Operations"	pag.	3
3. Data e documentazione di riferimento	pag.	5
4. Descrizione del "Ramo D'Azienda" oggetto di valutazione	pag.	6
5. Metodologie di stima del capitale economico di Aziende/Rami d' Azienda	pag.	9
6. La valutazione del "Ramo d' Azienda"	pag.	12
6.1 Considerazioni d' ordine valutativo	pag.	12
6.2 Calcolo del valore del "Ramo d' Azienda"	pag.	27
7. Conclusioni	pag.	33



1. Oggetto e finalità della valutazione e limiti dell' incarico

Il sottoscritto Ezio Maria Luca Bianchi, nato a Finale Ligure il 02 Luglio 1960, codice fiscale BNC ZRL 60L02 D600B, iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Milano al numero di iscrizione 4692, è stato incaricato da Be Operations Execute, Manage & Perform S.p.A., con sede legale in Roma, Viale dell' Esperanto n. 71, capitale sociale Euro 351.900,00, iscritta al Registro delle Imprese di Roma al n. 01612550549, che ne è anche il codice fiscale, REA di Roma n. RM - 1266670 (di seguito, per brevità, anche definita "Be Operations", o "Società"), di procedere alla valutazione del proprio Ramo d'Azienda relativo ai servizi "BPO" (Business Process Outsourcing) e "DMO" (Document Management Operations), di seguito il "Ramo d'Azienda", relativo alla produzione di servizi destinati prevalentemente a clientela "Banking", "Utilities", Industria, Pubblica Amministrazione e "Insurance".

La valutazione è stata richiesta ai fini di attribuire un ragionevole valore di stima del predetto "Ramo d' Azienda" che, nell' ottica di un articolato e complesso piano di ristrutturazione industriale delle attività del Gruppo di appartenenza, è destinato alla cessione ad altra società del Gruppo stesso.

Detta cessione, quindi, rientra nell'ambito di un processo di riorganizzazione societaria finalizzato alla razionalizzazione delle attività di "Business Process Outsourcing", "Document Management Operations" a natura prevalentemente "ICT" mediante la cessione del citato "Ramo d'Azienda" ad altra società del Gruppo, ed alla realizzazione di un polo di servizi "ICT" ad elevato valore aggiunto con abbandono delle attività caratterizzate da scarsa e/o insufficiente marginalità.

La presente relazione ha pertanto lo scopo di attribuire un valore di stima al "Ramo d' Azienda" e, in particolare, di fornire la base sulla quale verrà determinato il prezzo di cessione del predetto ramo ad altra società del Gruppo.

Lo scrivente ritiene opportuno far presente che le conclusioni contenute nella presente relazione di stima devono essere interpretate alla luce dei seguenti presupposti e delle limitazioni nel seguito riepilogate:



- la valutazione è fondata sul presupposto che il piano economico per il biennio 2014/2015 predisposto dalla Società con riferimento al "Ramo d' Azienda" abbia corso e si dia luogo agli interventi ipotizzati contenuti nel piano stesso necessari a consentire al "Ramo d' Azienda" di giungere nello stesso biennio alle prospettate condizioni di redditività. In proposito, deve essere rappresentato che "Be Operations", di cui il "Ramo d' Azienda" è parte sostanziale, ha registrato nel 2012 perdite confermatesi anche nei primi tre trimestri dell' esercizio 2013;
- tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente stima sono state fornite dalla Società. A tal proposito, pur avendo effettuato la dovuta valutazione dei dati e dei documenti messi a disposizione dalla Società, anche attraverso analisi a "campione", lo scrivente non avendo effettuato alcun *audit* sui dati forniti non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti ed informazioni. Peraltro, stante la struttura amministrativo-contabile del Gruppo di appartenenza, la cui Capogruppo è società quotata, è da ritenere che i dati forniti, con particolare riferimento all' elaborazione dei dati previsionali sui quali si fonda la presente relazione, presentino un adeguato grado di affidabilità;
- sebbene la stima del valore sia da considerarsi sufficientemente completa da un punto di vista sostanziale, quanto contenuto nella presente relazione non può essere ritenuto come promessa o rappresentazione dei risultati futuri del "Ramo d' Azienda".

2. Informazioni di carattere generale sulla società "Be Operations"

Be Operations Execute, Manage & Perform S.p.A., costituita in data 9 settembre 1986 ha la propria sede in Roma, Viale dell' Esperanto n. 71, è iscritta al Registro delle Imprese di Roma al n. 01612550549, che ne è anche il codice fiscale, REA di Roma n. RM - 1266670 con un capitale sociale pari ad Euro 351.900,00, interamente versato, così detenuto:



	Capitale nominale	%
BE THINK, SOLVE, EXECUTE S.p.A.	304.597,00	66,67%
INTESA SANPAOLO S.p.A.	45.903,00	13,04%
CASSE DI RISPARMIO DE...	42.075,00	11,96%
BANCA POP. DI SPO'	29.325,00	8,33%
	351.900	351.900,00
		100,00%

CA PITALE INTERAMENTE
 POSSEDUTO DA BE S.P.A.

Be Operations è quindi società controllata da "Be Think, Solve, Execute S.p.A.". società quotata sul mercato MTA di Borsa Italiana e partecipata da importanti investitori privati ed istituzionali.

Il Gruppo "BE", con un volume di ricavi consolidati 2012 derivanti dall'attività caratteristica pari a Euro 74.559 migliaia e per il primo semestre dell'anno in corso pari ad Euro 37.471 migliaia, è uno tra i principali operatori sul mercato domestico del settore di appartenenza.

I principali settori di attività del Gruppo riguardano essenzialmente le seguenti aree:

- consulenza direzionale;
- system integration;
- outsourcing di sistemi;
- business process outsourcing e document management;
- engineering della sicurezza e della mobilità.

Be Operations opera nel settore "Process & Document Management" attraverso diverse linee di servizi e prodotti finalizzati prevalentemente allo svolgimento delle seguenti attività:

- "Business Process Outsourcing" documentale specialistico;
- Back Office Banking tradizionale;
- Trattamento documentale tradizionale e archiviazione fisica;
- IT services;
- Back Offices Utilities.

La clientela è costituita da Banche, Utilities, Pubblica Amministrazione, Assicurazioni ed Industria in genere.



Nell' esercizio 2012 il mercato "Banking" ha rappresentato ca. il ~~OMISSIS~~ dei ricavi, con clientela di primario standing quale il ~~OMISSIS~~

Sempre in tale esercizio il mercato "utilities" ha rappresentato il ~~OMISSIS~~ ca. del ricavi, con clienti quali ~~OMISSIS~~ il mercato dell' Industry, Servizi ed Insurance l' ~~OMISSIS~~ ca dei ricavi con clienti quali il ~~OMISSIS~~ ~~OMISSIS~~ ed, infine, le attività rivolte alla Pubblica Amministrazione ca. il ~~OMISSIS~~ dei ricavi prevalentemente derivanti dal contratto in essere con ~~OMISSIS~~

La seguente tabella mostra una sintesi delle tipologie di servizi più significative fornite da BE Operations ai clienti nel corso dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012 e la relativa ripartizione per categoria di clientela:

Tipologia Servizi	% su fatturato 2012
BPO documentale specialistico	OMISSIS
Back Office banking tradizionale	OMISSIS
Treatmento documentale tradizionale e archiviazione fisica	OMISSIS
IT Services	OMISSIS
Back Office Utilities	OMISSIS
Altro	OMISSIS
Clientela	
Banche	OMISSIS
Utilities	OMISSIS
Industria	OMISSIS
Pubblica Amministrazione	OMISSIS
Assicurazioni	OMISSIS
Altro	OMISSIS

3. Data e documentazione di riferimento

La determinazione del valore economico del "Ramo d' Azienda" è stata effettuata



con riferimento alla data del 30 settembre 2013: qualora i valori espressi nella presente relazione dovessero essere utilizzati per determinare un prezzo di cessione del "Ramo d' Azienda" con valori di riferimento ad altra data, si renderà necessario aggiornare i valori determinati alla suddetta data di riferimento sulla base di eventuali variazioni che il *management* dovesse apportare ai conti economici previsionali per il biennio 2014/2015 e/o, stante il metodo di valutazione adottato, nella variazione dei tassi di rendimento di titoli considerati "free risk" utilizzati per la determinazione del tasso di attualizzazione dei redditi futuri attesi e del cd. "terminal value".

Per lo svolgimento dell'incarico, il sottoscritto ha acquisito la seguente documentazione fornita dalla Società:

- Situazione patrimoniale al 30 settembre 2013 relativa alle attività e alle passività afferenti il "Ramo D'Azienda";
- Bilancio e relazioni accompagnatorie dell' esercizio chiuso al 31 dicembre 2011 e 31 dicembre 2012;
- Sintesi dell' andamento del conto economico previsionale per l' esercizio 2013 elaborato dalla direzione aziendale;
- Piano economico previsionale riferito al "Ramo d' Azienda" on "a stand alone basis" per gli esercizi 2014 e 2015 elaborato dalla direzione aziendale;
- Descrizione delle attività e passività del "Ramo D'Azienda" oggetto di valutazione e relativi dettagli;
- Contratti stipulati con i clienti, in corso ed in fase di rinnovo;
- Visura Camerale di "Be Operations Execute, Manage & Perform S.p.A." dell' 11.07.2013.

4. Descrizione del "Ramo D'Azienda" oggetto di valutazione

Il "Ramo d' Azienda" - costituito da immobilizzazioni materiali ed immateriali, rimanenze, crediti, debiti, personale e relative posizioni attive e passive (ivi compreso il trattamento di fine rapporto) e altri rapporti giuridici (contratti attivi) - è destinato allo svolgimento delle attività "BPO", "DMO" e "IT Services" a supporto come precedentemente descritte.



La situazione patrimoniale del "Ramo d' Azienda" al 30 settembre 2013, di seguito riportata, individua il valore contabile netto dello stesso ramo (importi in euro/000).

ATTIVO		PASSIVO	
Attività immobilizzate:		Passività non correnti:	
Immobilizzazioni immateriali	957	Benefici verso dipendenti (TFR)	2.736
Immobilizzazioni materiali	352	Altre passività non correnti	285
Crediti ed altre attività non correnti	131		
<i>Totale attività immobilizzate</i>	<i>1.440</i>	<i>Totale passività non correnti</i>	<i>3.021</i>
Attività correnti:		Passività correnti:	
Rimanenze	72	Altre passività e debiti diversi	584
Altre attività e crediti diversi	151		
<i>Totale attività correnti</i>	<i>223</i>		
Totale Attivo	1.663	Totale Passivo	3.605
		Netto	(1.942)
		Totale Passivo e Netto	1.663

Nel seguito, si procede ad illustrare sinteticamente le voci che compongono il patrimonio netto del "Ramo d' Azienda":

a) Immobilizzazioni immateriali

Trattasi di "piattaforme tecnologiche", sviluppate internamente nei vari anni, composte da diversi sistemi applicativi principali e "moduli componenti - sottosistemi" a cui si aggiungono diversi "moduli di supporto" con funzione di integrazione tra i sistemi principali ed il mondo esterno;

b) Immobilizzazioni materiali

Trattasi di:

- impianti elettrici;
- impianti specifici;
- impianti di condizionamento;
- impianti di sollevamento;
- impianti telefonici;
- impianti e macchinari generici;



- attrezzature varie;
- mobili e arredi d' ufficio;
- macchine d' ufficio elettroniche;
- migliorie su beni di terzi.

Alla data del 30 settembre 2013, a fronte di un valore lordo complessivo pari ad euro 17.892 migliaia, tali immobilizzazioni evidenziano un valore "netto di libro" pari a ca. euro 352.000, risultando quindi ammortizzate per ca. il 98%;

c) Crediti ed altre attività non correnti

Trattasi di crediti oltre i 12 mesi verso il personale dipendente per anticipazioni su 14a mensilità;

d) Rimanenze

Trattasi di giacenze di magazzino nei diversi siti produttivi;

e) Altre attività e crediti diversi

Trattasi di crediti verso l' ente previdenziale INPS per l' apertura delle procedure di Cassa Integrazione Guadagni Ordinaria e Straordinaria;

f) Benefici verso dipendenti

Trattasi del fondo TFR c/o azienda al 30 settembre 2013;

g) Altre passività non correnti

Trattasi di risconti attivi pluriennali su ricavi di archiviazione già fatturati ma di competenza di esercizi successivi;

h) Altre passività e debiti diversi

Trattasi del rateo di accantonamento ferie e ROL, debiti verso INPS per rateazione, rateo di accantonamento 14a mensilità e rateo di 13a/14a mensilità relativa al personale reintegrato nel 2012 al netto dei pagamenti effettuati al 30.09.2013.

Per quanto riguarda il personale, il "Ramo d' Azienda" comprende ~~— OMISSIS —~~

~~— OMISSIS —~~

Lo stesso "Ramo d' Azienda" comprende, infine, i contratti in essere al 30 settembre 2013 con i vari clienti della Società, funzionali allo svolgimento delle attività del "Ramo d' Azienda", oggetto di tacito rinnovo e/o di esplicita conferma (All. 1).



5. Metodologie di stima del capitale economico di Aziende/Rami d' Azienda

Con riferimento al ramo d' azienda oggetto di valutazione, la stima del valore "on a stand alone basis" richiede l' applicazione dei principi generali di valutazione del capitale economico. Cio' significa, in termini generali, non solo la considerazione analitica dei singoli beni, diritti e obbligazioni che ne costituiscono il patrimonio ma anche, in particolar modo, l' apprezzamento unitario di tali beni e diritti come condizioni complementari atte a generare flussi reddituali e finanziari. In altre parole, quindi, il valore economico dell' azienda, intesa come complesso unitario di beni organizzati, non necessariamente coincide con la somma dei valori attribuibili ai singoli elementi che la compongono, ma è piuttosto il risultato dell' apprezzamento unitario dei diversi beni e rapporti rispetto all' attitudine a generare nuova ricchezza.

Prima di indicare il metodo di stima prescelto appare opportuno ricordare, seppur brevemente, i metodi adottabili per la stima che registrano le più frequenti applicazioni.

Metodi empirici, diretti o di mercato

Tra i diversi criteri, nell' utilizzo dei suddetti metodi, il criterio cd. dei "multipli" presuppone che il valore di una società si possa determinare assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione (criterio dei multipli di Borsa) o desunte da transazioni aventi ad oggetto aziende comparabili (criterio delle transazioni comparabili). In tale ultimo caso, tali metodi si fondano sul presupposto che il valore dell'azienda sia riferito a possibili prezzi di scambio dell'azienda o di aziende consimili. Tali metodi, sino a qualche anno fa considerati dalla dottrina come solamente indicativi (in quanto le valutazioni espresse dal mercato hanno la natura di prezzi negoziati e, quindi, risentono della forza contrattuale delle parti), in tempi più vicini hanno dimostrato una maggiore validità, perché capaci di introdurre, nelle stime, elementi considerati fondamentali, ovvero la misura del rischio, sia sistematico che settoriale, lasciando al valutatore il solo problema di soppesare l'eventuale maggiore o minore rischio dell'impresa analizzata, riducendo così lo spettro dei risultati logicamente accettabili.



Metodi patrimoniali, semplici o complessi

I metodi patrimoniali consistono nella valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale economico di un'azienda, ed hanno come risultato la stima del "capitale netto rettificato" (di solito abbreviato in "K"), ottenuta attraverso la riespressione a valori correnti di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Partendo dai dati contabili, i valori attivi non monetari (vale a dire le immobilizzazioni, le rimanenze di magazzino, i titoli e le partecipazioni possedute, i crediti), vengono riespressi a valori correnti. La valutazione di beni immateriali (marchi, brevetti, ecc.) richiede tecniche specifiche (c.d. metodi patrimoniali complessi). Tradizionalmente il metodo patrimoniale è stato impiegato nella sua accezione "semplice" senza la considerazione del capitale immateriale. Questo perché la stima di beni come brevetti, marchi, diritti d'autore, *know how*, è stata ritenuta talmente particolare da rendere complesso il processo valutativo e aleatorio il valore assegnato all'azienda. Gli *intangibles* rappresentano spesso l'area più critica della valutazione a motivo della necessità di ricondurre il loro valore all'utilità futura ritraibile dall'impiego degli stessi. I criteri di valutazione degli *assets* immateriali sono stati notevolmente affinati ed oggi è possibile applicare diversi modelli interpretativi atti ad assegnare un valore in ragione della rilevanza del bene.

Metodi reddituali

Tali metodi si fondano sul presupposto che il valore dell'azienda sia dato dai redditi attesi che essa sarà ragionevolmente in grado di produrre sulla base di determinate previsioni di sviluppo ed in assenza di accadimenti di mercato di natura straordinaria. I flussi di reddito attesi vengono attualizzati ad oggi sulla base di un tasso che rifletta il valore finanziario nel tempo ed il rischio dell'investimento. Tale metodologia si concretizza in una serie di diverse formulazioni atte a determinare il valore dell'azienda su base reddituale. Le formulazioni si differenziano principalmente in base all'ipotesi assunta circa la durata dei redditi attesi (capitalizzazione illimitata, capitalizzazione limitata con stima del valore residuo, ecc.), ed in base alla configurazione di reddito assunta (stima puntuale dei redditi,



reddito medio normalizzato, ecc.).

Metodi finanziari

I metodi finanziari si fondano sulla concezione elaborata dalla teoria della finanza, in base alla quale l'azienda può essere valutata come un investimento (*rectius*: un portafoglio di investimenti) avente un valore corrispondente ai flussi finanziari che esso in prospettiva è in grado di generare e rendere disponibili agli azionisti. Tali metodi presuppongono una conoscenza puntuale od almeno una stima attendibile dei flussi di cassa generati (od assorbiti) dall'attività operativa caratteristica, per un definito periodo di tempo. In particolare, la previsione dei flussi riposa su una serie di ipotesi in termini di sviluppo, fabbisogno finanziario per investimenti in immobilizzazioni o nel capitale circolante, politica dei dividendi, ecc. .

Va da sé che i flussi stimati devono essere opportunamente attualizzati alla data della stima: nella scelta del tasso di attualizzazione si tiene conto del rischio specifico dell'investimento.

Metodi misti patrimoniali-reddituali o con stima autonoma del goodwill (sovrareddito) o badwill

Dall'applicazione combinata dei principi di valutazione propri dei metodi patrimoniali e dei metodi reddituali discendono i cosiddetti metodi misti, applicati nella prassi soprattutto nella forma patrimoniale-reddituale; tali criteri si dimostrano particolarmente adatti quando risulti opportuno o necessario l'utilizzo di criteri che tengano conto sia del valore corrente degli *assets* costituenti il patrimonio (nella loro valutazione semplice o complessa) che dei previsti futuri risultati economici. In questo modo, il valore economico è rappresentato da una componente – il valore del patrimonio netto rettificato – ottenuta dall'applicazione di uno dei criteri patrimoniali sopra descritti, e da un'altra che tiene conto delle prospettive reddituali; nello specifico, nel metodo misto inteso nella sua accezione patrimoniale-reddituale, la componente reddituale costituisce il risultato dell'attualizzazione di una serie di risultati differenziali denominati «sovraredditi», calcolati sottraendo al reddito medio



normalizzato stimato per il futuro il reddito ottenibile mediamente nel settore investendo un ammontare pari al patrimonio netto rettificato dell'azienda oggetto di valutazione.

La principale variante di tali metodi è basata, in particolare, sull'autonoma valutazione del *goodwill* o del *badwill* dell'impresa considerata. Il metodo misto tipicamente evidenzia il c.d. "avviamento", oggi definito dalle più recenti teorie di economia aziendale come sintesi dei "vantaggi competitivi" dell'azienda. Infatti, a seguito dell'avvento della "Teoria di creazione del valore" e della *resource-based view*, l'azienda è considerata come un portafoglio di attività reali e di competenze, ove le risorse detenute, se opportunamente sostenute da investimenti di mantenimento e reintegro, permettono di preservare nel tempo il differenziale competitivo con i concorrenti.

6. La valutazione del "Ramo D'Azienda"

6.1 Considerazioni d'ordine valutativo

La valutazione di un ramo aziendale, riconducibile ad un complesso coordinato di beni, materiali e immateriali, finalizzati, come nel caso in esame, a produrre un risultato economico, può essere effettuata secondo i principi che presiedono alle stime del valore aziendale nel suo complesso: può quindi trovare applicazione il "metodo reddituale" le cui fasi applicative sono illustrate nel paragrafo seguente.

Le ragioni che portano alla scelta di utilizzare flussi di reddito per valutare il capitale economico sono numerose e già diffuse nella teoria aziendale da tempo: l'applicazione del modello reddituale si fonda sul presupposto che l'azienda crea valore se e nella misura in cui è in grado di produrre risultati economici positivi futuri.

Ne deriva che il valore stesso della combinazione produttiva è funzionale alla sua redditività che trova espressione nel capitale economico, determinato mediante l'attualizzazione/ capitalizzazione dei risultati economici attesi.

Si ricorda, infatti, che la valutazione del "Ramo d'Azienda" secondo il criterio patrimoniale non sempre corrisponde alla realtà, in quanto il valore di un'azienda, fatta eccezione per alcuni specifici casi (esempio, le società immobiliari di gestione) è di norma influenzato più dalla sua redditività che dal livello del suo patrimonio.



netto. Nel caso di specie, inoltre, pur considerando la presenza di "assets", in particolare per quanto riguarda le immobilizzazioni immateriali (piattaforme tecnologiche), suscettibili di esprimere potenziali plusvalenze, il sottoscritto ritiene che la componente di natura "reddituale" assuma maggior rilevanza rispetto alla dimensione patrimoniale.

Lo scrivente ritiene quindi che la valutazione del "Ramo d'Azienda" in oggetto potrà essere validamente effettuata applicando il metodo reddituale.

Premesse le ragioni che portano all'utilizzo del metodo reddituale, è necessario passare dalla formula generale del metodo dei flussi alla formula particolare dei flussi economici (appunto il metodo reddituale).

La valutazione con il metodo reddituale può essere considerata da un punto di vista metodologico come una semplificazione del metodo finanziario. I metodi reddituali identificano infatti il valore di un'azienda con il valore attuale dei redditi normali attesi ipotizzando, di fatto, un'identità tra tali redditi ed i flussi monetari futuri.

Nell'applicazione del metodo reddituale si possono considerare i redditi futuri di durata illimitata o limitata nel tempo.

Nel primo caso la formula da adottare per l'attualizzazione dei redditi è quella della rendita perpetua che può essere esposta come segue:

$$W = \frac{R}{i}$$

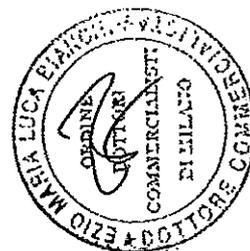
dove:

- W è il valore dell'azienda;
- R è il reddito normale atteso;
- i è il tasso di attualizzazione;

Nell'ipotesi di rendita di durata limitata nel tempo dei redditi la formula è la seguente:

$$W = R \cdot a_{\overline{n}|i}$$

dove:



W è il valore dell'azienda;

R è il reddito normale atteso;

a_{-n}^i è il valore attuale di una rendita immediata posticipata di durata pari ad "n" anni ove "i" rappresenta il tasso attualizzazione.

Il reddito normale atteso

La previsione dei redditi da capitalizzare può fondarsi essenzialmente su quattro tipologie di dati:

- risultati storici;
- proiezione di risultati storici;
- risultati programmati futuri;
- risultati futuri sulla base di ipotesi possibili.

Naturalmente il ricorso a risultati storici, pur avendo il vantaggio della semplicità di determinazione, presenta l'inconveniente di essere basato sull'idea che il futuro non presenti difformità rispetto al passato: nel caso in esame, tuttavia, proprio per l'evoluzione del "modello di business" del "Ramo d' Azienda" alla base del citato progetto di "restructuring" del Gruppo, si ritiene di dover effettuare una valutazione sulla base dei risultati futuri attesi stimati in base ad ipotesi che il management aziendale ritiene razionali, possibili e realizzabili.

Il reddito che compare nella formula sopra riportata è definito come "normale atteso": si fa cioè riferimento ad una configurazione di reddito depurato dei seguenti fattori:

- significative plusvalenze e/o minusvalenze su cessioni di cespiti e/o partecipazioni;
- rilevanti componenti reddituali positive o negative generate da attività estranee alla gestione tipica;
- effetti di fluttuazioni anomale di mercato.

Devono pertanto essere escluse quelle componenti di reddito straordinarie, derivanti da eventi eccezionali o non rientranti nella gestione caratteristica, che di conseguenza non possono essere compresi nella determinazione del reddito medio.



normale.

Ulteriore fattore da ricordare è la necessità di effettuare una stima del carico fiscale gravante sul nuovo reddito determinato.

Il tasso di attualizzazione

La determinazione del tasso di attualizzazione costituisce uno dei maggiori problemi nella valutazione delle aziende con il metodo reddituale: da un lato è infatti necessario quantificare elementi di carattere qualitativo, introducendo pertanto un elemento di soggettività, dall'altro lato la scelta del tasso risulta di estrema rilevanza, dato che anche ridotte variazioni conducono a differenze notevoli nel risultato.

Per procedere ad una quantificazione del tasso di remunerazione occorre in primo luogo avere chiara la funzione che esso svolge: il tasso rappresenta il rendimento dell'investimento, tenuto conto del rischio.

In particolare il tasso a cui fare riferimento dovrebbe essere equivalente al rendimento di investimenti alternativi, a parità di rischio.

Ne consegue che dovranno essere presi in considerazione due elementi:

- la remunerazione di un investimento privo di rischio;
- l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento stesso.

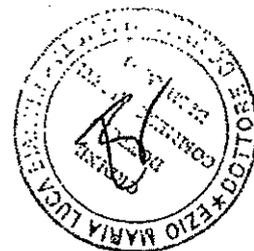
A parità di rendimento il mercato privilegia infatti gli investimenti che si presentano come meno rischiosi.

Conseguentemente gli investimenti con un grado maggiore di rischio, come quelli in un'azienda, devono offrire un rendimento proporzionalmente più elevato rispetto agli impieghi privi di rischio.

Per determinare il tasso che il mercato riconosce ad investimenti privi di rischio, o meglio con un rischio pressoché irrilevante, si fa normalmente riferimento al rendimento dei titoli di Stato o garantiti dallo Stato.

Per l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento stesso si deve tenere conto di quanto segue:

- del contesto economico-sociale nell'ambito del quale l'azienda opera;
- della struttura che caratterizza il settore di appartenenza dell'azienda e della posizione da essa occupata;
- dei rendimenti espressi dal mercato azionario per settori simili;



- dei rendimenti riconosciuti dal mercato finanziario per negoziazioni di aziende operanti nel medesimo settore.

Fenomeno rilevante nella determinazione del tasso di remunerazione è l'inflazione: differenze anche minime nei tassi potrebbero pesare notevolmente sul risultato finale.

Nel caso in esame, tuttavia, i conti economici previsionali per gli esercizi 2014 e 2015 sono stati elaborati a "valori correnti", assunti quindi al netto dell' inflazione.

Arco temporale di riferimento

La determinazione dell'orizzonte temporale dell'analisi è un problema estremamente delicato che spesso per semplicità viene risolto considerando la vita dell'azienda come illimitata.

Questo approccio viene anche giustificato dal fatto che l'abbattimento dei valori causato dalla progressione esponenziale dei tassi di sconto dopo un certo numero di anni rende non rilevanti le differenze di durata. Questa ipotesi tuttavia non può essere accettata in quanto è chiaro che nessuna impresa può generare profitti a tempo indeterminato.

Tenuto conto della scarsa attendibilità delle previsioni economico-finanziarie estese oltre un certo orizzonte temporale si ritiene quindi preferibile, in via prudenziale, considerare l'orizzonte temporale come un valore non infinito.

Per definire la sua estensione devono essere presi in considerazione i seguenti aspetti relativi all'azienda oggetto di valutazione:

- le condizioni generali del settore in cui opera;
- il ciclo di vita dei prodotti;
- le tecnologie attuali e prospettive di cui può, e ragionevolmente potrà, disporre;
- la durata residua dei suoi impianti;
- prestabiliti limiti di carattere giuridico/negoziale.

Alla luce delle raccomandazioni della dottrina e degli esempi forniti dalla pratica, si osserva come l'arco temporale di riferimento generalmente oscilla tra i cinque e i dieci anni.



Prima di procedere allo sviluppo delle diverse fasi e dei relativi conteggi, si descrivono i principi generali seguiti per la determinazione dei singoli elementi sopraindicati e le specifiche modalità applicative del criterio reddituale.

Per la determinazione del valore del "Ramo d'Azienda" si è prescelta la formula dell'attualizzazione dei redditi futuri attesi per un periodo di durata limitato nel tempo.

La scelta di tale metodologia, oltre a rispondere ai criteri prudenziali che devono generalmente informare le relazioni di stima, riflette anche le caratteristiche di competitività e di sviluppo tecnologico del settore di appartenenza del "Ramo d'Azienda" che inducono a non giudicare corretta una estensione illimitata dell'arco temporale di stima dei redditi del ramo stesso.

La metodologia applicata consiste nell'attualizzazione del reddito medio atteso in base al tasso / secondo la seguente formula:

$$W = R \cdot a_{-n} i$$

Sulla base della metodologia indicata in precedenza e della documentazione messa a disposizione, il sottoscritto perito procede, quindi, qui di seguito a sviluppare il processo valutativo del "Ramo D'Azienda" con l'applicazione del metodo reddituale.

a) Reddito normale atteso

Per la determinazione del reddito medio normale atteso per il futuro [R], per le considerazioni sopra esposte, si sono presi in esame i redditi stimati per gli esercizi 2014 e 2015 come riportati nei conti economici previsionali elaborati dai vertici aziendali precisando che gli stessi sono stati espressi in termini reali e non monetari. La previsione dei redditi da capitalizzare si è pertanto fondata su previsioni di redditi futuri che lo stesso "management" ritiene realisticamente ottenibili.

Tali conti economici sono di seguito riportati:



ICT BPO/DMO - Ramo *Simulazione 2013-2015*

Dati in migliaia di Euro

2014 2015

OMISSIS



Secondo le informazioni fornite dalla Società, i suddetti conti economici previsionali sono stati predisposti sulla base dei seguenti elementi e delle seguenti stime:

- Ricavi

Nel calcolo della "baseline" trasferita del ramo è stato considerato in perimetro inerziale conservativo di contratti OMISSIS rivenienti da attività certamente ripetibili nel 2014 stante la natura e tipologia dei contratti oggetto di trasferimento, il cui rinnovo è di tipo tacito per la maggior parte di essi ed i soli contratti oggetto di rinegoziazione esplicita sono già stati rinnovati.

Considerando un ammontare di ricavi relativi ai contratti trasferiti pari a euro

OMISSIS
OMISSIS

la Società ha stimato un incremento OMISSIS

per crescita naturale del volume d' affari. La generazione di nuovi contratti per il 2014, riguardante le attività generate sulle linee "Insurance, Banking ed Utilities" è stimata dalla società OMISSIS

OMISSIS



Tali volumi incrementali stimati vengono ritenuti dal *management* ragionevolmente raggiungibili;

- Capitalizzazioni interne

Rappresentano il risultato della produzione interna di componenti software utilizzabili: _____ *OMISSIS* _____

~~_____ *OMISSIS* _____~~

Trattandosi di capitalizzazione di costi da sostenere internamente, pur non essendo riferibili all' attività caratteristica, non si ritiene di apportare alcuna rettifica in quanto la stessa dovrebbe riguardare anche la relativa voce di costo e, pertanto, non si avrebbe alcuna variazione nel margine operativo lordo;

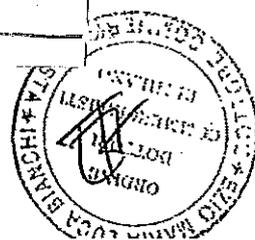
- Altri ricavi

Tale voce accoglie: _____

OMISSIS

Nella riclassificazione del conto economico 2014 effettuata dal sottoscritto, ritenendo che i costi stimati: _____

OMISSIS



OMISSIS

- Acquisti

Componente assunta stabile anche in considerazione della stimata minor necessità di acquisto di materiali di consumo;

- Servizi

Le voci piu' significative riguardano:

- costi per consulenze esterne per collaboratori, per ~~OMISSIS~~
- ~~OMISSIS~~ per la gestione ~~OMISSIS~~ ad altre consulenze esterne quantificate in base al costo atteso in percentuale sul fatturato incrementale;
- spese generali;
- "management fees" ed altri costi per servizi infragruppo;
- spese diverse

- Costi per godimento di beni di terzi

Riguardano i costi per i canoni di locazione degli Immobili ~~OMISSIS~~
~~OMISSIS~~, oltre ai costi per noleggio di attrezzature ed auto aziendali;

- Costi per il personale

Per l' esercizio 2014, la stima è stata effettuata sulla base di un costo aziendale ~~OMISSIS~~ personale

OMISSIS

- Oneri diversi di gestione

Rappresentano una stima degli oneri diversi di gestione previsti per gli esercizi 2014 e 2015 sulla base degli stessi oneri, sostenuti e previsti per l' esercizio 2013, afferenti il "Ramo d' Azienda";

- Accantonamenti



Come già precedentemente riportato,

~~OMISSIS~~

OMISSIS

• Ammortamenti

Rappresentano la miglior stima degli ammortamenti a carico degli esercizi 2014 e 2015, calcolati sul valore residuo al 31 dicembre 2013 delle immobilizzazioni immateriali e materiali secondo le normali aliquote utilizzate nei precedenti esercizi.

Per le considerazioni in precedenza esposte, di seguito si riportano i conti economici previsionali per gli esercizi 2014 e 2015 così come riclassificati dal sottoscritto, e più precisamente:

- conto economico previsionale 2014/2015 rettificato;
- conto economico previsionale 2014/2015 rettificato con stima delle imposte a carico dei singoli esercizi.

Con riferimento a tale aspetto, la stima delle imposte a carico degli esercizi considerati, è stata effettuata sulla base delle informazioni ottenute dalla Società sia sui costi da ritenere indeducibili, in tutto o in parte, ai fini IRES, sia sulla base dell' aliquota media IRAP a carico dell' esercizio 2012 e sull' incidenza media dei costi per il personale deducibili ai fini IRAP in rapporto al costo totale del personale.

**RAMO D' AZIENDA ICT BPO/DMO
BE OPERATIONS**

Conto economico previsionale 2014/2015 rettificato
(dati in euro/000)

31.12.2015

31.12.2014

~~OMISSIS~~



OMISSIS

RAMO D'AZIENDA ICT BPO/DMO

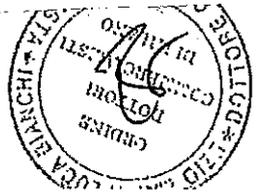
BE OPERATIONS

Conto economico previsionale rettificato
(dati in euro/000)

31/12/2015

31/12/2014

OMISSIS



OMISSIS

Nella determinazione del reddito medio normale atteso, proprio perché la valutazione viene effettuata sulla base di redditi futuri attesi, il sottoscritto ha inteso procedere al calcolo di una media "ponderata" attribuendo all' esercizio



2014 un "peso" del 60% ed all' esercizio 2015 un "peso" del 40%, "privilegiando" quindi, per ragioni di prudenza, i dati relativi all' arco temporale piu' limitato, ed arrotondando inoltre il reddito atteso per l' esercizio 2014 ad euro 1.150.000 ed il reddito atteso per il 2015 ad euro 2.050.000.

Per quanto sopra:

reddito netto atteso 2014: euro ~~OMISSIS~~ 0,60 euro ~~OMISSIS~~

reddito netto atteso 2015: euro ~~OMISSIS~~ 0,40 euro ~~OMISSIS~~

totale euro ~~OMISSIS~~

Sulla base del procedimento sopra descritto è stato quindi calcolato un reddito medio atteso pari ad euro ~~OMISSIS~~

b) Tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione (*i*), applicato al reddito medio normale atteso [R] esprime una misura di rendimento giudicata soddisfacente, tenuto conto del grado di rischio che l'azienda incontra o che caratterizza il settore di riferimento dell' azienda stessa.

Con riferimento al *tasso di attualizzazione (i)*, lo stesso è stato assunto in misura pari al costo del capitale proprio, come previsto dalla dottrina, utilizzando il metodo del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Secondo tale modello, il costo medio del capitale proprio viene determinato quale somma tra il rendimento di investimenti privi di rischio ed un premio per il rischio, a sua volta dipendente dalla rischiosità sistemica dell'azienda oggetto di valutazione.

Alla base della determinazione vi è la scelta del *tasso nominale privo di rischio*, netto d'imposta, individuato nel rendimento dei Titoli di Stato Italiani a 10 anni. Tale valore, secondo il rendimento netto offerto nell' asta di settembre 2013 dai BTP decennali, alla data di riferimento della stima, risulta pari a 3,94% .

Il valore del premio per il rischio di mercato è stato assunto pari all' "equity risk premium" per il Paese Italia, pari all' 8,43%, desunto da una tabella aggiornata al mese di gennaio 2013 pubblicata dal data provider "Damodaran".

Il *rischio di settore (coefficiente beta)* è espressione tipica del modello CAPM, che prevede che nella determinazione del costo del capitale la maggiorazione per il rischio afferente l'investimento azionario vada moltiplicata per un fattore



rappresentativo del rischio di settore. Il *beta* esprime concretamente la volatilità nel rendimento di un determinato titolo azionario rispetto alla media dell'intero mercato. Considerate le dimensioni, sia in termini di struttura patrimoniale che di ricavi attesi, del "Ramo d' Azienda" che non pare possano consentire, per la scarsa "comparabilità", la valutazione di tale coefficiente mediante l'osservazione dei coefficienti di un campione di aziende italiane quotate operanti nel settore ITC, il sottoscritto ha inteso utilizzare, non essendo compresi nel ramo debiti finanziari, il coefficiente beta *unlevered* per il settore "IT Services" desunto dalla tabella, anch'essa di fonte "Damodaran" aggiornata a gennaio 2013, che nel caso specifico è pari ad 1,0.

Conseguentemente, il premio per il rischio complessivo nella fattispecie diventa pari all' 8,43% ($8,43\% \times 1,0$).

Il costo medio del capitale proprio, ottenuto mediante l'impiego della citata formula, è pari quindi al 12,37% ($3,94\% + 8,43\%$).

c) Arco temporale di riferimento

Nel caso di specie, il numero di anni utilizzato ai fini dell'attualizzazione dei redditi attesi è stato determinato in 10 anni.

La durata (n) dei redditi futuri nel tempo è spesso per semplicità considerata infinita; tale approccio viene anche giustificato dal fatto che la progressione dei tassi di sconto dopo un certo numero di anni rende non rilevanti le differenze di durata. Si tratta evidentemente di una semplificazione. Appare più corretto considerare un arco temporale limitato, scelto tenendo in considerazione le condizioni generali del settore e quelle specifiche dell'azienda oggetto di valutazione. Considerata anche la difficoltà di disporre di previsioni economico-finanziarie attendibili estese oltre un certo orizzonte temporale si giudica, quindi, preferibile, in via prudenziale, considerare l'orizzonte temporale come un valore non infinito. In tale ottica la prassi consolidata riconosce come arco temporale di riferimento un intervallo che oscilla tra i 5 e i 10 anni.



6.2 Calcolo del valore "Ramo D'Azienda"

Sulla base della documentazione di riferimento riportata e dei criteri metodologici adottati, il sottoscritto perito ha proceduto quindi alla determinazione del valore corrente [W] del "Ramo D'Azienda" al 30 settembre 2013 determinato dalla formula della rendita limitata su un arco temporale di 10 anni ottenendo il risultato riportato nella seguente tabella:

Reddito medio atteso	-OTTISSIS-
Tasso attualizzazione	12,37%
Durata anni	10
Valore attuale	-OTTISSIS-

Avendo proceduto a considerare un orizzonte temporale limitato, occorre valutare se al termine di tale periodo residui o meno un valore per la proprietà. Nel caso in esame sembra ragionevole prevedere che al termine degli anni considerati l'azienda, o il "Ramo d' Azienda", possa continuare la propria attività, generando quindi ulteriori redditi e che la stessa possa quindi avere per la proprietà un "valore residuo" o "terminal value", da sommare al valore precedentemente ottenuto.

Un metodo per poter valutare la componente del *Terminal Value*, puo' essere rappresentato dal cd. "exit multiple method" che consiste nella stima di un multiplo di uscita con riferimento a società ritenute comparabili. Nel caso in esame il sottoscritto ha inteso utilizzare dei moltiplicatori basati sull' EBITDA e sull' Utile Netto.

Di seguito si riportano delle tabelle con i dati relativi ai citati multipli a tal fine utilizzabili :

Fonte "IR Top Consulting"	P/E 2013 E	P/E 2014 E	EV/EBITDA 2013 E
Società:			
BE THINK	24,2	8,9	5,8
CAD IT	50,0	23,0	5,6
EXPRIVIA	10,5	7,0	5,4
REPLY	12,5	10,6	6,2
ENGINEERING	10,7	10,7	4,6
Media	21,6	12,0	5,5



Fonte "Bloomberg".				
	P/E 2013 E	P/E 2014 E	EV/EBITDA 2013 E	EV/EBITDA 2014 E
Società:				
BE	22,6	14,9	4,7	4,7
CAD IT	44,0	23,7	5,4	4,7
EXPRIVIA	8,7	7,5	5,0	4,6
REPLY	9,1	11,6	4,4	5,6
ENGINEERING	7,8	11,2	3,5	4,2
NEWTECK B.SERV.	Nd	nd	nd	Nd
FIDESSA GROUP PLC	23,2	23,2	9,6	9,9
GROUP STERIA SCA	7,7	7,3	4,6	4,3
COMPUTER SCIENCES CORP.	12,7	11,3	3,6	3,4
<i>Media</i>	17,0	13,9	5,1	5,2

Considerando che i multipli osservati nelle suddette tabelle sono riferibili a società certamente comparabili per settore di attività ma di dimensioni e ricavi, in alcuni casi, significativamente superiori a quelli del "Ramo d' Azienda" e che, nella valutazione d' azienda con l' utilizzo dei cd. metodi empirici, diretti o di mercato, anche in caso di dimensioni notevolmente piu' contenute rispetto alla media, si usa applicare uno "sconto" ai multipli utilizzati oscillante tra il 10% ed il 20%, tenuto conto che il ramo è comunque parte di un Gruppo di dimensioni significative nel contesto nazionale, il sottoscritto ha inteso applicare ai multipli considerati per la determinazione del "terminal value" uno sconto del 10%.

La valorizzazione attribuibile al "terminal value" del "Ramo d' Azienda" utilizzando quale multiplo il moltiplicatore P/E 2014 E al reddito medio netto ponderato atteso ed applicando allo stesso il suddetto sconto, è riportata nella seguente tabella:

	Fonte "IR top"	Fonte "Bloomberg"
Multiplo P/E 2014 E	12,0	13,9
Multiplo scontato	10,8	12,51
Utile medio ponderato	-OMISSIS-	-OMISSIS-
Terminal Value	-OMISSIS-	-OMISSIS-
Tasso attualizzazione	12,37%	12,37%
Valore attualizzato	-OMISSIS-	-OMISSIS-



La valorizzazione attribuibile al "terminal value" del "Ramo d' Azienda" utilizzando quale multiplo il moltiplicatore dell' EBITDA 2013 E e 2014 E ed applicando allo stesso il suddetto sconto, è riportata nella seguente tabella:

	Fonte "IR top"	Fonte "Bloomberg"
Multiplo EV/EBITDA 2013E	5,5	
Multiplo EV/EBITDA 2014E		5,2
Multiplo scontato	4,95	4,68
EBITDA medio ponderato (*)	OMISSIS	OMISSIS
Terminal Value	OMISSIS	OMISSIS
Tasso attualizzazione	12,37%	12,37%
Valore attualizzato	OMISSIS	OMISSIS

(*) il calcolo dell' EBITDA medio ponderato atteso per gli esercizi 2014 e 2015 è stato effettuato, come per l' utile netto medio ponderato, attribuendo all' esercizio 2014 un "peso" del 60% ed all' esercizio 2015 un "peso" del 40% (euro ~~OMISSIS~~ $\times 0,60 +$ ~~OMISSIS~~ $\times 0,40 =$ ~~OMISSIS~~

Occorre comunque segnalare che i conteggi sopra riportati si basano sull' ipotesi, oggettivamente non verificabile, che per gli anni futuri i multipli sopra considerati non subiscano significative e consistenti variazioni.

Secondo i dati riportati nelle precedenti tabelle, avremmo quindi i seguenti dati riassuntivi:

W - Valore corrente del "Ramo d' Azienda" (A)	8.404.153	8.404.153	8.404.153	8.404.153
	Fonte "IR Top"	Fonte "Bloomberg"	Fonte "IR Top"	Fonte "Bloomberg"
Utile medio ponderato	OMISSIS	OMISSIS		
EBITDA medio ponderato			OMISSIS	OMISSIS
Terminal Value	OMISSIS	OMISSIS	OMISSIS	OMISSIS
Valore attualizzato (B)	OMISSIS	OMISSIS	OMISSIS	OMISSIS
TOTALE (A + B)	13.484.541	14.288.936	13.085.848	12.830.483

Dall' applicazione di tale metodo, si osserva che i valori oscillano in un intervallo compreso tra un minimo di euro 12.830 migliaia ed un massimo di euro 14.288



migliaia, con un intervallo medio pari ad euro 13.559 migliaia.

Ad integrazione della stima effettuata con il metodo reddituale ed ai fini di un controllo delle risultanze emergenti dall' applicazione di tale metodo, è stata inoltre effettuata una stima dello stesso "Ramo d' Azienda" utilizzando, quale metodo "empirico" e di controllo, il metodo dei multipli di mercato.

Tale metodo si basa sulla determinazione di indicatori calcolati come rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili quotate.

Viceversa, il metodo delle transazioni comparabili, si basa sulla determinazione di indicatori calcolati come rapporto tra i valori negoziati e le grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie delle società oggetto di compravendita.

Il sottoscritto ha quindi acquisito alcuni dati significativi, e riportati nelle tabelle precedentemente esposte, relativi a multipli di valutazione per aziende/attività comparabili (fonte "IR Top Consulting"), multipli impliciti di borsa (fonte "Bloomberg") ed un "panel" di dati relativi a moltiplicatori di un campione sufficientemente rappresentativo di transazioni avvenute nel triennio 2011/2013 nel settore IT Services (fonte "Mergermarket"). Stante la significativa differenza nei principali multipli rilevati in tale ultimo "panel" rispetto a quelli osservati nelle tabelle "IR Top Consulting" e "Bloomberg", proprio per le considerazioni sopra esposte (forza contrattuale delle controparti interessate all' operazione, interesse strategico dell' acquirente, quota di capitale oggetto di compravendita, modalità di pagamento, condizioni del mercato del Paese di riferimento...), il sottoscritto ha inteso effettuare la propria valutazione sulla base dei multipli ricavati dalle citate fonti "IR TOP Consulting" e "Bloomberg", quindi, in definitiva, su multipli di borsa.

Nell' applicazione di tali multipli, il principale problema che si presenta al valutatore è rappresentato dalla scelta e selezione delle società cd. "comparabili" sia per quanto riguarda, oltre ovviamente al settore di appartenenza, parametri quantitativi, quali il fatturato, sia per quanto riguarda elementi qualitativi, quali ad esempio, il posizionamento competitivo, capacità di innovazione ecc. .

Nel caso specifico, i multipli osservati e presi a riferimento sono riferibili a società certamente comparabili per settore di attività ma di dimensioni e ricavi, in alcuni casi, significativamente superiori a quelli del "Ramo d' Azienda". Nella prassi, anche in



caso di dimensioni notevolmente piu' contenute rispetto alla media, si usa applicare uno "sconto" ai multipli utilizzati oscillante tra il 10% ed il 20%: per le motivazioni in precedenza riportate il sottoscritto ha inteso applicare ai multipli considerati uno sconto del 10%.

Inoltre, considerata la significativa differenza tra i diversi anni nei moltiplicatori di alcune grandezze economiche prese a riferimento (ad esempio il moltiplicatore P/E), si è ritenuto di effettuare tale verifica prendendo a riferimento i dati relativi al solo esercizio 2014, che evidenziano i seguenti valori:

- EBITDA	euro 0 1 1 5 5 migliaia
- EBIT	euro 0 1 1 5 5 migliaia
- UTILE NETTO (arr.)	euro 0 1 1 5 5 migliaia

Nella propria stima, il sottoscritto ha inteso effettuare la valutazione del "Ramo d' Azienda" utilizzando i seguenti multipli:

➤ EV/EBITDA

Tale multiplo, che esprime il rapporto tra "enterprise value" ed EBITDA (margine operativo lordo), viene frequentemente utilizzato a livello valutativo in quanto riferito alla grandezza reddituale (EBITDA) che, meglio di tutte le altre, è in grado di esprimere la capacità di un' azienda di generare valore attraverso l' attività caratteristica. Tale multiplo presenta il vantaggio di risentire meno di altri multipli degli effetti delle scelte discrezionali rese possibili dai diversi principi contabili;

➤ P/E (prezzo/utlil)

In tale multiplo, che esprime il valore di mercato del capitale netto (equity value), l' indicatore di performance è l' utile netto. A differenza del precedente, tale multiplo puo' risentire, e risente, delle eventuali politiche di bilancio adottate dalla società (es. politiche di ammortamento, politiche fiscali ...) e della struttura finanziaria della società stessa;



➤ EV/EBIT

tale multiplo, infine, esprime il rapporto tra "enterprise value" ed il margine operativo dell' azienda. Pur essendo nella prassi considerato quale valida alternativa al multiplo sull' EBITDA, è influenzato dalle politiche di ammortamento adottate dalla società.

Nella presente stima, non si è ritenuto di dover considerare il multiplo "P/Sales", che esprime il valore in funzione del fatturato svolto, in quanto seppur di facile applicazione, non si hanno a disposizione, tra le altre, informazioni sui margini delle società cd. comparabili, la cui omogeneità sembra essere il presupposto per l' applicazione di tale multiplo.

Considerando i multipli EV/EBITDA riportati nelle tabelle precedentemente esposte, dall' applicazione dei suddetti multipli avremmo i seguenti valori:

	Tabella fonte "IR Top"	Tabella fonte "Bloomberg"
EV/EBITDA 2014 E		5,2
EV/EBITDA 2013 E	5,5	
Multiplo scontato	4,95	4,68
EBITDA	-OMISSIS-	-OMISSIS-
EV/EBITDA	-OMISSIS-	-OMISSIS-

Con riferimento ai dati sopra esposti occorre rilevare che il multiplo EV/EBITDA riportato nella tabella fonte "IR TOP" è riferito al solo dato EV/EBITDA atteso per l' esercizio 2013 ed il risultato emergente dall' applicazione di tale multiplo risulta superiore del 5,8% rispetto al risultato ottenuto applicando il multiplo dell' EBITDA atteso per l' esercizio 2014 di fonte "Bloomberg": volendo "privilegiare" tale ultimo dato avremmo quindi un valore minimo pari ad euro 12 milioni ca. .

I valori emergenti dai multipli P/E applicati al risultato atteso per il 2014 sono i seguenti:

	Tabella fonte "IR Top"	Tabella fonte "Bloomberg"
P/E 2014 E	12,0	13,9
Multiplo scontato	10,80	12,51
Utile 2014 E	-OMISSIS-	-OMISSIS-
Totale valore	-OMISSIS-	-OMISSIS-



Infine, pur considerando che nella tabella fonte "Ir Top" non viene riportato il multiplo EV/EBIT, il valore risultante applicando il multiplo riportato nella sola tabella fonte "Bloomberg", sempre "scontato" del 10%, sarebbe pari a :

$$\text{Euro } \text{OMISSIS} \times 7,29 = \text{euro } \text{--OMISSIS--}$$

Dall' eventuale applicazione del cd. "metodo dei multipli" con riferimento ai soli dati attesi per l' esercizio 2014, eliminando quindi eventuali effetti derivanti dalla "volatilità" dei coefficienti nei vari anni, il valore attribuibile al "Ramo d' Azienda" potrebbe essere stimato in un intervallo compreso tra un minimo di euro **OMISSIS** ed un massimo di euro **OMISSIS**

Il risultato derivante dall' applicazione di tale metodo, quale "metodo di controllo", sembra quindi "confortare" i risultati emergenti dall' applicazione del metodo reddituale che evidenzia valori compresi tra un minimo di euro 12.830.483, arrotondato ad euro 12.830.000 ed un massimo di euro 14.288.936, arrotondato a euro 14.288.000 .

7. Conclusioni

Per quanto riportato nella presente relazione, lo scrivente ritiene che il valore economico del ramo d' azienda "BPO/DMO" di Be Operations S.p.A. alla data del 30 settembre 2013 possa essere determinato in un intervallo compreso tra euro 12.830.00.000 (dodicimilionitotocentotrentamila) ed euro 14.288.000 (quattordicimilioniduecentottantottomila), con un valore medio pari ad euro 13.559.000, arrotondato ad euro 13.550.000 (tredicimilionicinquecentocinquantamila).

Milano, 28 novembre 2013

Dott. Ezio Maria Luca Bianchi



OMISSIS

OMISSIS

Ezio Maria Bianchi
Dottore Commercialista

Egr Sig
Dott. Stefano Achermann
Amministratore Delegato
Be Operations Execute, Manage & Perform S p.A.
Viale dell' Esperanto 71
00144 - Roma

Milano, 10 Dicembre 2013

Oggetto: *relazione di stima del capitale economico del Ramo d' Azienda "BPO/DMO" di Be Operations Execute, Manage & Perform S p.A.*

Egregio Dott. Achermann,

con riferimento a quanto riportato al punto "3 Data e documentazione di riferimento", pagina 5 della relazione di stima del ramo d' azienda "BPO/DMO", alla luce dei nuovi rendimenti offerti dai BTP decennali nell' ultima asta del 28/29 novembre u.s. si rende necessario procedere all' aggiornamento dei valori espressi nella relazione originaria.

Considerando il rendimento effettivo netto offerto da tali titoli, pari al 3,51%, fermo restando l' "equity risk premium" pari all' 8,43% ed il coefficiente beta "unlevered" del settore IT pari ad 1,0 il nuovo tasso di attualizzazione risulta pari a.

- rendimento "free risk" (a)	3,51%
- "equity risk premium" (b)	$8,43\% \times 1,0 = 8,43\%$
- tasso di attualizzazione (a+b)	11,94%

BR

Per quanto sopra dall' applicazione del metodo reddituale con il calcolo del cd "terminal value" determinato con applicazione (cd "exit multiple method") dei moltiplicatori P/E e EV/EBITDA riportati nelle tabelle fonte "Ir Top Consulting" e "Bloomberg" e scontati del 10% emergono i valori riportati nelle tabelle seguenti

1 Calcolo dell' EV con determinazione del "terminal value" basato sull' attualizzazione di un multiplo dell' utile netto medio ponderato

Utile netto medio pond. 2014/2015	-OMISSIS-	-OMISSIS-
Tasso attualizzazione	11,94%	11,94%
Durata anni	10	10
Valore attuale (A)	-OMISSIS-	-OMISSIS-
Utile netto medio pond. 2014/2015	-OMISSIS-	-OMISSIS-
Multiplo "Ir Top"	12,00	
Multiplo scontato	10,80	
Multiplo "Bloomberg"		13,90
Multiplo scontato		12,51
Terminal value	-OMISSIS-	-OMISSIS-
Tasso attualizzazione	11,94%	11,94%
Valore attuale (B)	5.278.952	6.114.786
TOTALE (A + B)	13.831.784	14.667.618

2 Calcolo dell' EV con determinazione del "terminal value" basato sull' attualizzazione di un multiplo dell' EBITDA medio ponderato

Utile netto medio pond. 2014/2015	-OMISSIS-	-OMISSIS-
Tasso attualizzazione	11,94%	11,94%
Durata anni	10	10
Valore attuale (A)	-OMISSIS-	-OMISSIS-
EBITDA medio pond. 2014/2015	-OMISSIS-	-OMISSIS-
Multiplo "Ir Top"	5,50	
Multiplo scontato	4,95	
Multiplo "Bloomberg"		5,20
Multiplo scontato		4,68
Terminal value	-OMISSIS-	-OMISSIS-
Tasso attualizzazione	11,94%	11,94%
Valore attuale (B)	4.864.676	4.599.330
TOTALE (A + B)	13.417.508	13.152.162

Per quanto riportato nelle suddette tabelle valori minimi oscillano in un intervallo compreso tra euro 13 152/K, arrotondato ad euro 13 150/K, ed euro 14.667/K, arrotondato ad euro 14 660/K, con un intervallo medio di euro 13 905/K arrotondato ad euro 13 900/K.

ET

Per le considerazioni riportate nell' originaria relazione, i cui valori sono stati determinati con riferimento alla data del 30 settembre 2013 pare che anche l' eventuale applicazione del cd "metodo dei multipli", che si ricorda avere la sola funzione di "metodo di controllo", e che evidenzia valori oscillanti, fatta eccezione per l' applicazione del multiplo EV/EBITDA di fonte "Bloomberg", tra un minimo di euro ~~0~~ ~~1155~~ migliaia ed un massimo di euro ~~0~~ ~~1155~~ migliaia, non porterebbe a risultati significativamente differenti dall' applicazione del metodo principale

* * * * *

Sulla base del presente aggiornamento, ferme restando tutte le considerazioni riportate nella citata relazione originaria, lo scrivente ritiene che il valore economico del ramo d' azienda "BPO/DMO" di Be Operations Execute Manage & Perform S.p.A. alla data del 30 novembre 2013 possa essere determinato in un intervallo compreso tra euro 13.150.000 (tredicimilionecentocinquantamila) ed euro 14.660.000 (quattordicimilioni-seicentosessantamila) con un valore medio pari ad euro 13.905.000 (tredicimilionovecentocinquemila), arrotondato ad euro 13.900.000 (tredicimilioninovecentomila)

Milano, 10 dicembre 2013

Dott. Ezio Maria Luca Bianchi



RELAZIONE DI STIMA
del ramo d' azienda "ICT/BPO/DMO"
di "Be Operations Execute, Manage & Perform S.p.A"

AGGIORNAMENTO

INDICE

1. Premessa	pag. 2
2. La valutazione del "Ramo d' Azienda"	pag. 2
3. Conclusioni	pag. 9

1. Premessa

Con riferimento a quanto riportato al punto "3. Data e documentazione di riferimento", pagina 5, della relazione originaria del 28 Novembre 2013 di stima del ramo d' azienda "ICT/BPO/DMO" di Be Operations Execute, Manage & Perform S.p.A., alla luce dei nuovi dati relativi agli ammortamenti stimati per gli esercizi 2014 e 2015, si rende necessario procedere al nuovo aggiornamento dei valori espressi nella citata relazione, così come successivamente aggiornata in data 10 Dicembre u.s. in considerazione dei nuovi tassi di rendimento dei BTP a 10 anni, ed alle quali si rimanda.

2. La valutazione del "Ramo d' Azienda"

Di seguito vengono riportati i conti economici previsionali degli esercizi 2014 e 2015 redatti dalla Società con i nuovi ammortamenti stimati per tali esercizi e calcolati tenendo conto, oltre che degli ammortamenti sul valore residuo delle immobilizzazioni, degli ammortamenti incrementali stimati ipotizzando un ciclo di rinnovo delle immobilizzazioni stesse.

ICT BPO/DMO - Ramo *Simulazione 2013-2015*

Dati in migliaia di Euro

A. RICAVI (elenco contratti allegato)

B1. VAR.RIM.LAVORI E PDT

B2. CAPITALIZZ.INTER.

B3. ALTRI RICAVI

Valore della produzione

C. ACQUISTI

D. SERVIZI

E. C.TI GODIM.BENI TERZI

F. PERSONALE

G. ON.DIV. DI GESTIONE

Totale Costi

EBITDA

EBITDA %

OMISSIS

H. ACCANTON. E SVALUT.

J. AMMORT. SVAL.

EBIT

EBIT %

Oneri Finanziari Netti

EBIT

EBIT %

OMISSIS

Di seguito vengono riportati i conti economici previsionali 2014 e 2015 (dati in euro/000) così come riclassificati e più precisamente:

- a) i conti economici previsionali 2014 e 2015 rettificati: a tal proposito, si ricorda che l'importo di euro OMISSIS migliaia classificato dalla Società tra gli "Altri ricavi" e relativo alla stima OMISSIS che il cedente il ramo si impegna a rimborsare all'acquirente, è stato riclassificato tra i "Proventi straordinari". Infatti, essendo stati classificati detti costi tra gli "Oneri straordinari", una diversa allocazione del rimborso avrebbe prodotto effetti "discorsivi" sulla determinazione del margine operativo lordo;
- b) i conti economici previsionali 2014 e 2015 rettificati con stima delle imposte a carico dei singoli esercizi: tale stima è stata effettuata sulla base delle informazioni ottenute dalla Società sia sui costi da ritenere in deducibili, in tutto o in parte ai fini IRES, sia sulla base dell'aliquota media IRAP a carico dell'esercizio 2012 e sull'incidenza media dei costi per il personale deducibili ai fini IRAP in rapporto al costo totale del personale.

**RAMO D' AZIENDA ICT BPO/DMO
BE OPERATIONS**

Conto economico previsionale 2014/2015 rettificato

31.12.2015

31.12.2014

Valore della produzione

Ricavi delle vendite e delle prestazioni
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni
Altri ricavi e proventi:
rimborsi contributi CIGO/CIGS

Totale valore della produzione

Costi della produzione

Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci
Per servizi
Per godimento di beni di terzi
Per il personale
Salari e stipendi, oneri sociali e TFR
Altri costi: contributi CIGO/CIGS

Oneri diversi di gestione

Totale costi

EBITDA

Ammortamenti e svalutazioni

- Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali
- Ammortamento delle immobilizzazioni materiali

Proventi e oneri straordinari

Proventi:

— OMISSIS —

Oneri:

— OMISSIS —

Totale ammortamenti e proventi/oneri straordinari

EBIT

OMISSIS

RAMO D'AZIENDA ICT BPO/DMO
BE OPERATIONS

Conto economico previsionale rettificato dopo imposte

31/12/2015

31/12/2014

A) Valore della produzione

Ricavi delle vendite e delle prestazioni

Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni

Altri ricavi e proventi:

— OMISSIS —

Totale valore della produzione

B) Costi della produzione

Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci

Per servizi

Per godimento di beni di terzi

Per il personale:

Salari e stipendi, oneri sociali e TFR

Altri costi:

— OMISSIS —

Ammortamenti:

Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali

Ammortamento delle immobilizzazioni materiali

Oneri diversi di gestione

Totale costi della produzione

Differenza tra valore e costi di produzione (A-B)

C) Proventi e oneri finanziari

E) Proventi e oneri straordinari

Proventi:

— OMISSIS —

Oneri:

— OMISSIS —

Totale delle partite straordinarie

Risultato prima delle imposte (A-B±C±E)

Imposte correnti sul reddito dell'esercizio

Utile (Perdita) dell'esercizio

OMISSIS

Nei calcoli effettuati, per le motivazioni riportate nella relazione originaria, il sottoscritto ha inteso attribuire un "peso" dello 0,6 ai risultati attesi per il 2014 e dello 0,4 ai risultati attesi per il 2015.

Pertanto, i valori utilizzati sono i seguenti:

➤ Utile netto medio ponderato:

Utile netto atteso 2014	euro OMISSIS x 0,6 = OMISSIS
Utile netto atteso 2015	euro OMISSIS x 0,4 = OMISSIS
	Totale euro = OMISSIS

Arrotondato ad euro ~~OMISSIS~~

➤ EBITDA medio ponderato:

EBITDA atteso 2014	euro OMISSIS x 0,6 = OMISSIS
EBITDA atteso 2015	euro OMISSIS x 0,4 = OMISSIS
	Totale euro = OMISSIS

Per quanto riguarda il tasso di attualizzazione sono stati utilizzati i seguenti parametri:

Tasso rendimento netto BTP decennale asta novembre 2013	3,51%
Equity risk premium (fonte "Damodaran")	8,43%
Coefficiente Beta unlevered (fonte "Damodaran")	1,00
Tasso di attualizzazione	11,94%

Il coefficiente Beta è stato ricavato dall' analisi dei dati riportati in alcune tabelle del data provider "Damodaran".

Secondo tali tabelle, il coefficiente Beta unlevered rilevato su un campione di 63 società operanti nel settore IT Services nel mercato americano risulta pari ad 1,00, mentre lo stesso coefficiente rilevato su un campione di 212 società europee operanti nel settore Computer Services risulta pari a 0,80. Infine, considerando un campione di 938 società, operanti sempre nel settore Computer Services nei diversi mercati europei ed extraeuropei, tale coefficiente risulta pari a 0,88.

Considerando comunque le caratteristiche e le dimensioni del "ramo", lo scrivente ha ritenuto, in via prudenziale, di poter considerare un coefficiente beta unlevered pari ad 1,00.

Per quanto sopra, dall' applicazione del metodo reddituale "puro" con il calcolo del cd. "terminal value", determinato con applicazione (cd. "exit multiple method") dei moltiplicatori P/E e EV/EBITDA riportati nelle tabelle fonte "Ir Top Consulting" e "Bloomberg", e scontati del 10%, emergono i valori riportati nelle tabelle seguenti:

1. Calcolo dell' EV con determinazione del "terminal value" basato sull' attualizzazione di un multiplo dell' utile netto medio ponderato

Utile netto medio pond. 2014/2015	OMISSIS	OMISSIS
Tasso attualizzazione	11,94%	11,94%
Durata anni	10	10
Valore attuale (A)	OMISSIS	OMISSIS
Utile netto medio pond. 2014/2015	OMISSIS	OMISSIS
Multiplo "Ir Top"	12,00	
Multiplo scontato	10,80	
Multiplo "Bloomberg"		13,90
Multiplo scontato		12,51
Terminal value	15.120.000	17.514.000
Tasso attualizzazione	11,94%	11,94%
Valore attuale (B)	4.894.392	5.669.338
TOTALE (A + B)	12.824.170	13.599.116

2. Calcolo dell' EV con determinazione del "terminal value" basato sull' attualizzazione di un multiplo dell' EBITDA medio ponderato

Utile netto medio pond. 2014/2015	OMISSIS	OMISSIS
Tasso attualizzazione	11,94%	11,94%
Durata anni	10	10
Valore attuale (A)	OMISSIS	OMISSIS
EBITDA medio pond. 2014/2015	OMISSIS	OMISSIS
Multiplo "Ir Top"	5,50	
Multiplo scontato	4,95	
Multiplo "Bloomberg"		5,20
Multiplo scontato		4,68
Terminal value	15.028.200	14.208.480
Tasso attualizzazione	11,94%	11,94%
Valore attuale (B)	4.864.676	4.599.330
TOTALE (A + B)	12.794.454	12.529.108

Per quanto riportato nelle suddette tabelle i valori minimi oscillano in un intervallo compreso tra euro 12.529/K, arrotondato ad euro 12.520/K, ed euro 13.599/K, arrotondato ad euro 13.590/K, con un intervallo medio di euro 13.055/K arrotondato ad euro 13.050/K.

Ad integrazione della stima effettuata con il metodo reddituale (metodo principale) ed ai soli fini di un controllo delle risultanze emergenti dall'applicazione di tale metodo, ferme restando le considerazioni riportate nella relazione originaria, l'applicazione del cd. "metodo dei multipli di mercato", con i valori riferiti prudenzialmente al solo esercizio 2014, evidenzerebbe i seguenti valori.

Considerando i multipli EV/EBITDA, dall'applicazione dei suddetti multipli avremmo i seguenti valori:

	Tabella fonte "IR Top"	Tabella fonte "Bloomberg"
EV/EBITDA 2014 E		5,2
EV/EBITDA 2013 E	5,5	
Multiplo scontato	4,95	4,68
EBITDA	-OMISSIS-	-OMISSIS-
EV/EBITDA	-OMISSIS-	-OMISSIS-

Con riferimento ai dati sopra esposti occorre rilevare che il multiplo EV/EBITDA riportato nella tabella fonte "IR TOP" è riferito al solo dato EV/EBITDA atteso per l'esercizio 2013 ed il risultato emergente dall'applicazione di tale multiplo risulta superiore del 5,8% rispetto al risultato ottenuto applicando il multiplo dell'EBITDA atteso per l'esercizio 2014 di fonte "Bloomberg": volendo "privilegiare" tale ultimo dato avremmo quindi un valore minimo pari ad euro 12 milioni ca.

I valori emergenti dai multipli P/E applicati al risultato atteso per il 2014 sono i seguenti:

	Tabella fonte "IR Top"	Tabella fonte "Bloomberg"
P/E 2014 E	12,0	13,9
Multiplo scontato	10,80	12,51
Utile 2014 E	-OMISSIS-	-OMISSIS-
Totale valore	-OMISSIS-	-OMISSIS-

Infine, il valore risultante applicando il multiplo, sempre scontato del 10%, riportato nella sola tabella di fonte "Bloomberg" sarebbe pari a :

- Euro ~~-OMISSIS-~~ 7,29 = euro ~~-OMISSIS-~~

Dall' eventuale applicazione del cd. "metodo dei multipli" con riferimento ai soli dati attesi per l' esercizio 2014, eliminando quindi eventuali effetti derivanti dalla "volatilità" dei multipli nei vari anni, il valore attribuibile al "Ramo d' Azienda" potrebbe essere stimato in un intervallo compreso tra un minimo di euro ~~-OMISSIS-~~ ed un massimo di euro ~~-OMISSIS-~~, con un intervallo medio di ca. euro ~~-OMISSIS-~~

Il risultato derivante dall' applicazione di tale metodo, quale "metodo di controllo", sembra quindi "confortare" i risultati emergenti dall' applicazione del metodo reddituale.

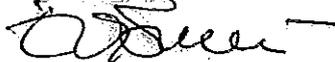
* * * * *

3. Conclusioni

Sulla base del presente aggiornamento, ferme restando tutte le considerazioni riportate nella citata relazione originaria, lo scrivente ritiene che il valore economico del ramo d' azienda "BPO/DMO" di Be Operations Execute, Manage & Perform S.p.A. alla data del 30 novembre 2013 possa essere determinato in un intervallo compreso tra euro 12.520.000 (dodicimilionicinquecentoventimila) ed euro 13.590.000 (tredicimilionicinquecentonovantamila), con un valore medio pari ad euro 13.055.000 (tredicimilionicinquantacinquemila), arrotondato ad euro 13.000.000 (tredicimilioni).

Milano, 18 dicembre 2013

Dott. Ezio Maria Luca Bianchi



RELAZIONE DI STIMA
del ramo d' azienda "Be Operations New"
di "Be Solutions, Solve, Realize & Control S.p.A"

INDICE

1. Oggetto, finalità della valutazione e limiti dell' incarico	pag. 2
2. Informazioni di carattere generale sulla società "Be Solutions"	pag. 3
3. Data e documentazione di riferimento	pag. 4
4. Descrizione del "Ramo D'Azienda" oggetto di valutazione	pag. 5
5. Metodologie di stima del capitale economico di Aziende/Rami d' Azienda	pag. 6
6. La valutazione del "Ramo d' Azienda"	pag. 10
6.1 Considerazioni d' ordine valutativo	pag. 10
6.2 Calcolo del valore del "Ramo d' Azienda"	pag. 21
7. Conclusioni	pag. 25



1. Oggetto, finalità della valutazione e limiti dell' incarico

Il sottoscritto Ezio Maria Luca Bianchi, nato a Finale Ligure il 02 Luglio 1960, codice fiscale BNC ZRL 60L02 D600B, iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Milano al numero di iscrizione 4692, è stato incaricato da Be Solutions Solve, Realize & Control S.p.A., in breve Be Solutions S.p.A., con sede legale in Roma, Viale dell' Esperanto n. 71, capitale sociale Euro 7.548.441,00, iscritta al Registro delle Imprese di Roma al n. 05293610019, che ne è anche il codice fiscale, REA di Roma n. 1262433, di procedere alla valutazione del proprio Ramo d'Azienda "Be Operations New", di seguito il "Ramo d' Azienda", relativo alla produzione di servizi "IT Services" e "IT Service Pool o Professional Services Pool", dedicati a società del Gruppo, al quale vengono fornite le infrastrutture tecnologiche a supporto (server, pc, linee dati ecc.) e di consulenza nel settore "IT" a favore, oltre che delle stesse società del Gruppo, di clienti terzi, tra i quali figurano importanti società operanti nel settore bancario ed assicurativo.

Trattasi quindi di un ramo costituito da due distinte unità di business, "IT Services" e "IT Service Pool" o "Professional Service Pool".

La valutazione è stata richiesta al fine di attribuire un ragionevole valore di stima del predetto "Ramo d' Azienda" che, nell' ottica di un articolato e complesso piano di ristrutturazione industriale delle attività del Gruppo di appartenenza, è destinato alla cessione a "Be Operations S.p.A.", altra società del Gruppo stesso.

Detta cessione, quindi, rientra nell'ambito di un processo di riorganizzazione societaria finalizzato alla razionalizzazione delle attività dell' intero Gruppo.

La presente relazione ha pertanto lo scopo di attribuire un valore di stima al "Ramo d' Azienda" e, in particolare, di fornire la base sulla quale verrà determinato il prezzo di cessione del predetto ramo ad altra società del Gruppo.

Lo scrivente ritiene opportuno far presente che le conclusioni contenute nella presente relazione di stima e la valutazione espressa sono fondate sul presupposto che il piano economico per il biennio 2014/2015 predisposto dalla Società con riferimento al "Ramo d' Azienda" abbia corso e si dia luogo agli interventi previsti e necessari a consentire al "Ramo d' Azienda" di giungere alla scadenza del biennio alle prospettate condizioni di redditività.



Tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente stima sono state fornite dalla Società. A tal proposito, pur avendo effettuato la dovuta valutazione dei dati e dei documenti messi a disposizione dalla Società, lo scrivente non avendo effettuato alcun *audit* sui dati forniti non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti ed informazioni. Peraltro, il sistema amministrativo-contabile della Società, sul quale l'Organo di Controllo nelle proprie relazioni ai bilanci d'esercizio non ha effettuato rilievi, e più in generale, la complessa struttura amministrativa del Gruppo di appartenenza, fanno ritenere che i dati forniti dalla Società stessa presentino un adeguato e sufficiente grado di affidabilità.

Sebbene la stima del valore sia da considerarsi sufficientemente completa da un punto di vista sostanziale, in particolare per le finalità della stima stessa, quanto contenuto nella presente relazione non può essere ritenuto come promessa o rappresentazione dei risultati futuri del "Ramo d'Azienda".

2. Informazioni di carattere generale sulla società "Be Solutions"

Be Solutions Solve, Realize & Control S.p.A., costituita in data 16 aprile 1987 ha la propria sede in Roma, Viale dell'Esperanto n. 71, è iscritta al Registro delle imprese di Roma al n. 05293610019, che ne è anche il codice fiscale, REA di Roma n. 1262433 con un capitale sociale pari ad Euro 7.548.441,00 i.v. e interamente detenuto da Be Think, Solve, Execute S.p.A., società quotata sul mercato MTA di Borsa Italiana e partecipata da importanti investitori privati ed istituzionali.

Il Gruppo "BE", con un volume di ricavi consolidati 2012 derivanti dall'attività caratteristica pari a euro 74.559 migliaia e per il primo semestre dell'anno in corso pari ad euro 37.471 migliaia, è uno tra i principali operatori sul mercato domestico del settore di appartenenza.

I principali settori di attività del Gruppo riguardano essenzialmente le seguenti aree:

- consulenza direzionale;
- system integration;
- outsourcing di sistemi;
- business process outsourcing e document management;
- engineering della sicurezza e della mobilità.



Come precedentemente riportato, Be Solutions opera nel settore dei servizi "IT" e della consulenza, applicativa e sistemistica, dedicati sia a società del Gruppo di appartenenza sia a clienti terzi, anche di primario standing, quali ad esempio Hewlett Packard, Intesa SanPaolo, Banca Reale e Reale Mutua Assicurazioni.

Nell' esercizio 2012 i ricavi derivanti dall' attività caratteristica sono risultati pari a ca. euro 32,9 milioni, così ripartiti:

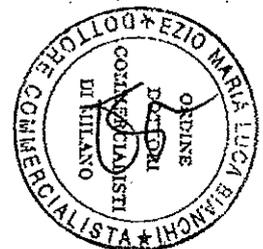
- Ricavi da consulenza	euro - 0115515 -
- Ricavi outsourcing ramo vita e danni	euro - 0115515 -
- Ricavi Industry	euro - 0115515 -
- Ricavi Sicurezza e Mobilità	euro - 0115515 -
- Altri ricavi	euro - 0115515 -

3. Data e documentazione di riferimento

La determinazione del valore economico del "Ramo d' Azienda" è stata effettuata con riferimento alla data del 30 settembre 2013: qualora i valori espressi nella presente relazione dovessero essere utilizzati per determinare un eventuale prezzo di cessione del "Ramo d' Azienda" con valori di riferimento ad altra data, si renderà necessario aggiornare i valori determinati alla suddetta data di riferimento sulla base delle eventuali variazioni che il *management* dovesse apportare ai conti economici previsionali per il biennio 2014/2015 e/o, stante il metodo di valutazione adottato, nella variazione dei tassi di rendimento di titoli considerati "free risk" utilizzati per la determinazione del tasso di attualizzazione dei redditi futuri attesi e del cd. "terminal value".

Per lo svolgimento dell'incarico, il sottoscritto ha acquisito la seguente documentazione fornita dalla Società:

- Situazione patrimoniale al 30 settembre 2013 relativa alle attività e alle passività afferenti il "Ramo D'Azienda";
- Bilancio e relazioni accompagnatorie dell' esercizio chiuso al 31 dicembre 2011 e 31 dicembre 2012;
- Piano economico previsionale riferito al "Ramo d' Azienda" on "a stand alone basis" per gli esercizi 2014 e 2015 elaborato dalla direzione aziendale;



- Descrizione delle attività e passività del "Ramo D'Azienda" oggetto di valutazione e relativi dettagli;
- Elenco contratti compresi nel "Ramo d' Azienda";
- Visura Camerale del 18.07.2013.

4. Descrizione del "Ramo D'Azienda" oggetto di valutazione

Il "Ramo d' Azienda" - costituito da immobilizzazioni materiali ed immateriali, debiti, personale e relative posizioni attive e passive (ivi compreso il trattamento di fine rapporto) e altri rapporti giuridici (contratti attivi) - è destinato allo svolgimento delle attività a supporto come precedentemente descritte.

La situazione patrimoniale del "Ramo d' Azienda" al 30 settembre 2013, di seguito riportata, individua il valore contabile netto dello stesso ramo (importi in euro/000).

ATTIVO		PASSIVO	
Attività immobilizzate:		Passività non correnti:	
Immobilizzazioni immateriali	516	Benefici verso dipendenti (TFR)	715
Immobilizzazioni materiali	292	<i>Totale passività non correnti</i>	715
<i>Totale attività immobilizzate</i>	808	Passività correnti:	
Attività correnti:		Debiti finanziari	575
Altre attività e crediti diversi	0	Fondi correnti (acc.ti personale)	38
<i>Totale attività correnti</i>	0	Altre passività e debiti diversi	440
		<i>Totale passività correnti</i>	1.053
Totale Attivo	808	Totale Passivo	1.768
		Netto	(960)
		Totale Passivo e Netto	808

Nel seguito, si procede ad illustrare sinteticamente le voci che compongono il patrimonio netto del "Ramo d' Azienda":

a) Immobilizzazioni immateriali

Trattasi di software e licenze software strumentali e necessarie per l' esercizio dell' attività. Alla data del 30 settembre 2013, il valore netto di tale



immobilizzazioni ammonta ad euro 516 mila ca. e le stesse risultano ammortizzate per il 60% ca.;

b) Immobilizzazioni materiali

Trattasi di macchine d' ufficio elettroniche (personal computer, "notebook, server, "router"...).

Alla data del 30 settembre 2013, a fronte di un valore lordo complessivo pari ad euro 1.182 migliaia, tali immobilizzazioni evidenziano un valore "netto di libro" pari a ca. euro 292.000, risultando quindi ammortizzate per ca. il 75%;

c) Benefici verso dipendenti

Trattasi del fondo TFR c/o azienda al 30 settembre 2013;

d) Debiti finanziari ed altre passività finanziarie correnti

Trattasi del residuo debito al 30 settembre 2013 nei confronti di BNP Paribas Leasing Solutions S.p.A. e relativo al contratto di locazione finanziaria avente ad oggetto software e licenze d' uso Microsoft;

e) Fondi correnti (acc.ti personale)

Trattasi della stima del costo per la definizione di cause pendenti relative a 8 risorse;

f) Altre passività e debiti diversi

Trattasi di ratei per ferie e permessi non goduti.

Per quanto riguarda il personale, il "Ramo d' Azienda" comprende 138 unità.

Lo stesso "Ramo d' Azienda" comprende, infine, i contratti in essere al 30 settembre 2013, "intercompany" e con i vari clienti della Società, funzionali allo svolgimento delle attività del "Ramo d' Azienda".

5. Metodologie di stima del capitale economico di Aziende/Rami d' Azienda

Con riferimento al ramo d' azienda oggetto di valutazione, la stima del valore "on a stand alone basis" richiede l' applicazione dei principi generali di valutazione del capitale economico. Cio' significa, in termini generali, non solo la considerazione analitica dei singoli beni, diritti e obbligazioni che ne costituiscono il patrimonio ma anche, in particolar modo, l' apprezzamento unitario di tali beni e diritti come



condizioni complementari atte a generare flussi reddituali e finanziari. In altre parole, quindi, il valore economico dell' azienda, intesa come complesso unitario di beni organizzati, non necessariamente coincide con la somma dei valori attribuibili ai singoli elementi che la compongono, ma è piuttosto il risultato dell' apprezzamento unitario dei diversi beni e rapporti rispetto all' attitudine a generare nuova ricchezza. Prima di indicare il metodo di stima prescelto appare opportuno ricordare, seppur brevemente, i metodi adottabili per la stima che registrano le più frequenti applicazioni.

Metodi empirici, diretti o di mercato

Tra i diversi criteri, nell' utilizzo dei suddetti metodi, il criterio cd. dei "multipli" presuppone che il valore di una società si possa determinare assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione (criterio dei multipli di Borsa) o desunte da transazioni aventi ad oggetto aziende comparabili (criterio delle transazioni comparabili). In tale ultimo caso, tali metodi si fondano sul presupposto che il valore dell'azienda sia riferito a possibili prezzi di scambio dell'azienda o di aziende consimili. Tali metodi, sino a qualche anno fa considerati dalla dottrina come solamente indicativi (in quanto le valutazioni espresse dal mercato hanno la natura di prezzi negoziati e, quindi, risentono della forza contrattuale delle parti), in tempi più vicini hanno dimostrato una maggiore validità, perché capaci di introdurre, nelle stime, elementi considerati fondamentali, ovvero la misura del rischio, sia sistematico che settoriale, lasciando al valutatore il solo problema di soppesare l'eventuale maggiore o minore rischio dell'impresa analizzata, riducendo così lo spettro dei risultati logicamente accettabili.

Metodi patrimoniali, semplici o complessi

I metodi patrimoniali consistono nella valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale economico di un'azienda, ed hanno come risultato la stima del "capitale netto rettificato" (di solito abbreviato in "K"), ottenuta attraverso la riespressione a valori correnti di tutti gli elementi attivi e



passivi del patrimonio aziendale. Partendo dai dati contabili, i valori attivi non monetari (vale a dire le immobilizzazioni, le rimanenze di magazzino, i titoli e le partecipazioni possedute, i crediti), vengono riespressi a valori correnti. La valutazione di beni immateriali (marchi, brevetti, ecc.) richiede tecniche specifiche (c.d. metodi patrimoniali complessi). Tradizionalmente il metodo patrimoniale è stato impiegato nella sua accezione "semplice" senza la considerazione del capitale immateriale. Questo perché la stima di beni come brevetti, marchi, diritti d'autore, *know how*, è stata ritenuta talmente particolare da rendere complesso il processo valutativo e aleatorio il valore assegnato all'azienda. Gli *intangibles* rappresentano spesso l'area più critica della valutazione a motivo della necessità di ricondurre il loro valore all'utilità futura ritraibile dall'impiego degli stessi. I criteri di valutazione degli *assets* immateriali sono stati notevolmente affinati ed oggi è possibile applicare diversi modelli interpretativi atti ad assegnare un valore in ragione della rilevanza del bene.

Metodi reddituali

Tali metodi si fondano sul presupposto che il valore dell'azienda sia dato dai redditi attesi che essa sarà ragionevolmente in grado di produrre sulla base di determinate previsioni di sviluppo ed in assenza di accadimenti di mercato di natura straordinaria. I flussi di reddito attesi vengono attualizzati ad oggi sulla base di un tasso che rifletta il valore finanziario nel tempo ed il rischio dell'investimento. Tale metodologia si concretizza in una serie di diverse formulazioni atte a determinare il valore dell'azienda su base reddituale. Le formulazioni si differenziano principalmente in base all'ipotesi assunta circa la durata dei redditi attesi (capitalizzazione illimitata, capitalizzazione limitata con stima del valore residuo, ecc.), ed in base alla configurazione di reddito assunta (stima puntuale dei redditi, reddito medio normalizzato, ecc.).

Metodi finanziari

I metodi finanziari si fondano sulla concezione elaborata dalla teoria della



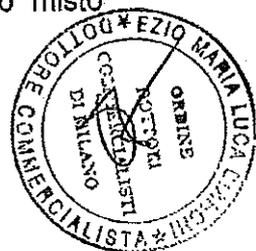
finanza, in base alla quale l'azienda può essere valutata come un investimento (*rectius*: un portafoglio di investimenti) avente un valore corrispondente ai flussi finanziari che esso in prospettiva è in grado di generare e rendere disponibili agli azionisti. Tali metodi presuppongono una conoscenza puntuale od almeno una stima attendibile dei flussi di cassa generati (od assorbiti) dall'attività operativa caratteristica, per un definito periodo di tempo. In particolare, la previsione dei flussi riposa su una serie di ipotesi in termini di sviluppo, fabbisogno finanziario per investimenti in immobilizzazioni o nel capitale circolante, politica dei dividendi, ecc. .

Va da sé che i flussi stimati devono essere opportunamente attualizzati alla data della stima: nella scelta del tasso di attualizzazione si tiene conto del rischio specifico dell'investimento.

Metodi misti patrimoniali-reddituali o con stima autonoma del goodwill (sovrareddito) o badwill

Dall'applicazione combinata dei principi di valutazione propri dei metodi patrimoniali e dei metodi reddituali discendono i cosiddetti metodi misti, applicati nella prassi soprattutto nella forma patrimoniale-reddituale; tali criteri si dimostrano particolarmente adatti quando risulti opportuno o necessario l'utilizzo di criteri che tengano conto sia del valore corrente degli assets costituenti il patrimonio (nella loro valutazione semplice o complessa) che dei previsti futuri risultati economici. In questo modo, il valore economico è rappresentato da una componente – il valore del patrimonio netto rettificato – ottenuta dall'applicazione di uno dei criteri patrimoniali sopra descritti, e da un'altra che tiene conto delle prospettive reddituali; nello specifico, nel metodo misto inteso nella sua accezione patrimoniale-reddituale, la componente reddituale costituisce il risultato dell'attualizzazione di una serie di risultati differenziali denominati «sovraredditi», calcolati sottraendo al reddito medio normalizzato stimato per il futuro il reddito ottenibile mediamente nel settore investendo un ammontare pari al patrimonio netto rettificato dell'azienda oggetto di valutazione.

La principale variante di tali metodi è basata, in particolare, sull'autonoma valutazione del *goodwill* o del *badwill* dell'impresa considerata. Il metodo misto



tipicamente evidenzia il c.d. "avviamento", oggi definito dalle più recenti teorie di economia aziendale come sintesi dei "vantaggi competitivi" dell'azienda. Infatti, a seguito dell'avvento della "Teoria di creazione del valore" e della *resource-based view*, l'azienda è considerata come un portafoglio di attività reali e di competenze, ove le risorse detenute, se opportunamente sostenute da investimenti di mantenimento e reintegro, permettono di preservare nel tempo il differenziale competitivo con i concorrenti.

6. La valutazione del "Ramo D'Azienda"

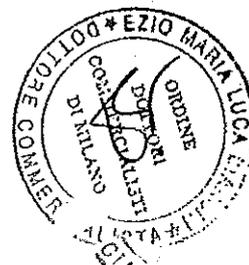
6.1 Considerazioni d'ordine valutativo

La valutazione di un ramo aziendale, riconducibile ad un complesso coordinato di beni, materiali e immateriali, finalizzati, come nel caso in esame, a produrre un risultato economico, può essere effettuata secondo i principi che presiedono alle stime del valore aziendale nel suo complesso: può quindi trovare applicazione il "metodo reddituale" le cui fasi applicative sono illustrate nel paragrafo seguente.

Le ragioni che portano alla scelta di utilizzare flussi di reddito per valutare il capitale economico sono numerose e già diffuse nella teoria aziendale da tempo: l'applicazione del modello reddituale si fonda sul presupposto che l'azienda crea valore se e nella misura in cui è in grado di produrre risultati economici positivi futuri. Ne deriva che il valore stesso della combinazione produttiva è funzionale alla sua redditività che trova espressione nel capitale economico, determinato mediante l'attualizzazione/ capitalizzazione dei risultati economici attesi.

Si ricorda, infatti, che la valutazione del "Ramo d'Azienda" secondo il criterio patrimoniale non sempre corrisponde alla realtà, in quanto il valore di un'azienda, fatta eccezione per alcuni specifici casi (esempio, le società immobiliari di gestione) è di norma influenzato più dalla sua redditività che dal livello del suo patrimonio netto.

Nel caso in esame, in particolare, anche considerando la tipologia di immobilizzazioni, materiali ed immateriali, il sottoscritto ritiene che la componente di natura "reddituale" assuma maggior rilevanza rispetto alla dimensione patrimoniale.



Lo scrivente ritiene quindi che la valutazione del "Ramo d'Azienda" da trasferire potrà essere validamente effettuata applicando il metodo reddituale.

Premesse le ragioni che portano all'utilizzo del metodo reddituale, è necessario passare dalla formula generale del metodo dei flussi alla formula particolare dei flussi economici (appunto il metodo reddituale).

La valutazione con il metodo reddituale può essere considerata da un punto di vista metodologico come una semplificazione del metodo finanziario. I metodi reddituali identificano infatti il valore di un'azienda con il valore attuale dei redditi normali attesi ipotizzando, di fatto, un'identità tra tali redditi ed i flussi monetari futuri.

Nell'applicazione del metodo reddituale si possono considerare i redditi futuri di durata illimitata o limitata nel tempo.

Nel primo caso la formula da adottare per l'attualizzazione dei redditi è quella della rendita perpetua che può essere esposta come segue:

$$W = \frac{R}{i}$$

dove:

W è il valore dell'azienda;

R è il reddito normale atteso;

i è il tasso di attualizzazione;

Nell'ipotesi di rendita di durata limitata nel tempo dei redditi la formula è la seguente:

$$W = R \cdot a_{\overline{n}|i}$$

dove:

W è il valore dell'azienda;

R è il reddito normale atteso;

$a_{\overline{n}|i}$ è il valore attuale di una rendita immediata posticipata di durata pari ad "n" anni ove "i" rappresenta il tasso attualizzazione.



Il reddito normale atteso

La previsione dei redditi da capitalizzare può fondarsi essenzialmente su quattro

tipologie di dati:

- risultati storici;
- proiezione di risultati storici;
- risultati programmati futuri;
- risultati futuri sulla base di ipotesi possibili.

Naturalmente il ricorso a risultati storici, pur avendo il vantaggio della semplicità di determinazione, presenta l'inconveniente di essere basato sull'idea che il futuro non presenti difformità rispetto al passato: nel caso in esame, tuttavia, proprio per l'evoluzione del "modello di business" del "Ramo d' Azienda" alla base del citato progetto di "restructuring" del Gruppo, si ritiene di dover effettuare una valutazione sulla base dei risultati futuri attesi stimati in base ad ipotesi che il management aziendale ritiene possibili e realizzabili, pur nella consapevolezza delle difficoltà nel mercato, per la parte rivolta a clienti terzi, dei servizi offerti dall' unità di business "IT Service Pool" (o "Professional Service Pool").

Il reddito che compare nella formula sopra riportata è definito come "normale atteso": si fa cioè riferimento ad una configurazione di reddito depurato dei seguenti fattori:

- significative plusvalenze e/o minusvalenze su cessioni di cespiti e/o partecipazioni;
- rilevanti componenti reddituali positive o negative generate da attività estranee alla gestione tipica;
- effetti di fluttuazioni anomale di mercato.

Devono pertanto essere escluse quelle componenti di reddito straordinarie, derivanti da eventi eccezionali o non rientranti nella gestione caratteristica, che di conseguenza non possono essere compresi nella determinazione del reddito medio normale.



Ulteriore fattore da ricordare è la necessità di effettuare una stima del carico fiscale gravante sul nuovo reddito determinato.

Il tasso di attualizzazione

La determinazione del tasso di attualizzazione costituisce uno dei maggiori problemi nella valutazione delle aziende con il metodo reddituale; da un lato è infatti necessario quantificare elementi di carattere qualitativo, introducendo pertanto un elemento di soggettività, dall'altro lato la scelta del tasso risulta di estrema rilevanza, dato che anche ridotte variazioni conducono a differenze notevoli nel risultato.

Per procedere ad una quantificazione del tasso di remunerazione occorre in primo luogo avere chiara la funzione che esso svolge: il tasso rappresenta il rendimento dell'investimento, tenuto conto del rischio.

In particolare il tasso a cui fare riferimento dovrebbe essere equivalente al rendimento di investimenti alternativi, a parità di rischio.

Ne consegue che dovranno essere presi in considerazione due elementi:

- la remunerazione di un investimento privo di rischio;
- l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento stesso.

A parità di rendimento il mercato privilegia infatti gli investimenti che si presentano come meno rischiosi.

Conseguentemente gli investimenti con un grado maggiore di rischio, come quelli in una azienda, devono offrire un rendimento proporzionalmente più elevato rispetto agli impieghi privi di rischio.

Per determinare il tasso che il mercato riconosce ad investimenti privi di rischio, o meglio con un rischio pressoché irrilevante, si fa normalmente riferimento al rendimento dei titoli di Stato o garantiti dallo Stato.

Per l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento stesso si deve tenere conto di quanto segue:

- del contesto economico-sociale nell'ambito del quale l'azienda opera;
- della struttura che caratterizza il settore di appartenenza dell'azienda e della posizione da essa occupata;



- dei rendimenti espressi dal mercato azionario per settori simili;
- dei rendimenti riconosciuti dal mercato finanziario per negoziazioni di aziende operanti nel medesimo settore.

Arco temporale di riferimento

La determinazione dell'orizzonte temporale dell'analisi è un problema estremamente delicato che spesso per semplicità viene risolto considerando la vita dell'azienda come illimitata.

Questo approccio viene anche giustificato dal fatto che l'abbattimento dei valori causato dalla progressione esponenziale dei tassi di sconto dopo un certo numero di anni rende non rilevanti le differenze di durata. Questa ipotesi tuttavia non può essere accettata in quanto è chiaro che nessuna impresa può generare profitti a tempo indeterminato.

Tenuto conto della scarsa attendibilità delle previsioni economico-finanziarie estese oltre un certo orizzonte temporale si ritiene quindi preferibile, in via prudenziale, considerare l'orizzonte temporale come un valore non infinito.

Per definire la sua estensione devono essere presi in considerazione i seguenti aspetti relativi all'azienda oggetto di valutazione:

- le condizioni generali del settore in cui opera;
- il ciclo di vita dei prodotti;
- le tecnologie attuali e prospettive di cui può, e ragionevolmente potrà, disporre;
- la durata residua dei suoi impianti;
- prestabiliti limiti di carattere giuridico/negoziale.

Alla luce delle raccomandazioni della dottrina e degli esempi forniti dalla pratica, si osserva come l'arco temporale di riferimento generalmente oscilla tra i cinque e i dieci anni.

Prima di procedere allo sviluppo delle diverse fasi e dei relativi conteggi, si descrivono i principi generali seguiti per la determinazione dei singoli elementi sopraindicati e le specifiche modalità applicative del criterio reddituale.



Per la determinazione del valore del "Ramo d'Azienda" si è prescelta la formula dell'attualizzazione dei redditi futuri attesi per un periodo di durata limitato nel tempo. La scelta di tale metodologia, oltre a rispondere ai criteri prudenziali che devono generalmente informare le relazioni di stima, riflette anche le caratteristiche di competitività e di sviluppo tecnologico del settore di appartenenza del "Ramo d'Azienda" che inducono a non giudicare corretta una estensione illimitata dell'arco temporale di stima dei redditi del ramo stesso.

La metodologia applicata consiste nell'attualizzazione del reddito medio atteso in base al tasso / secondo la seguente formula:

$$W = R \cdot a^{-n} i$$

Sulla base della metodologia indicata in precedenza e della documentazione messa a disposizione, il sottoscritto perito procede, quindi, qui di seguito a sviluppare il processo valutativo del "Ramo D'Azienda" con l'applicazione del metodo reddituale.

a) Reddito normale atteso

Per la determinazione del reddito medio normale atteso per il futuro [R], per le considerazioni sopra esposte, si sono presi in esame i redditi stimati per gli esercizi 2014 e 2015 come riportati nei conti economici previsionali elaborati dai vertici aziendali precisando che gli stessi sono stati espressi in termini reali e non monetari. La previsione dei redditi da capitalizzare si è pertanto fondata su previsioni di redditi futuri che lo stesso "management" ritiene ottenibili sulla base delle operazioni previste dal piano di ristrutturazione industriale del Gruppo.

Tali conti economici sono di seguito riportati:



"Be Operations New"

Conto economico previsionale (dati in euro/000) 31.12.2015 31.12.2014

A) Valore della produzione

Ricavi delle vendite e delle prestazioni

Altri ricavi e proventi

Totale valore della produzione

B) Costi della produzione

Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci

Per servizi

Per godimento di beni di terzi

Per il personale

Salari e stipendi, oneri sociali e TFR

Ammortamenti e svalutazioni

Ammortamento delle immobilizzazioni

Immateriali

Ammortamento delle immobilizzazioni

Materiali

Totale costi della produzione

Differenza tra valore e costi di produzione (A-B)

C) Proventi e oneri finanziari

Interessi e altri oneri finanziari:

Altri

Totale proventi e oneri finanziari

Risultato prima delle imposte (A-B±C)

Con riferimento, in particolare, allo sviluppo dei ricavi indicati nei suddetti conti economici previsionali, e dei margini operativi lordi attesi, fermi restando i ricavi generati dall' unità di business "IT Services" per servizi infragruppo, stimati stabili ad euro ~~0M15S15~~ milioni per anno nel biennio 2014 e 2015, per l' unità di business "IT Service Pool" sono stati considerati quale dato previsionale iniziale i ricavi "baseline 2013" generati da contratti in essere, di pertinenza del ramo, con società del Gruppo, per euro ~~0M15S15~~ milioni ca. ed i contratti con clienti terzi per ca. euro ~~0M15S15~~ milioni, per un totale quindi pari ad euro ~~0M15S15~~ milioni ca. (All. 1).



E' stato quindi ipotizzato che nell' esercizio 2014, Be Solutions, società cedente il ramo, avrà comunque necessita' di utilizzare parte delle risorse cedute, con un incremento dei ricavi e marginalità per l' acquirente il ramo di euro ~~OMISSIS~~ milioni, mentre la rimanente parte dovrebbe essere assorbita dal mercato "esterno". Per effetto delle azioni poste alla base del citato piano industriale, nell' esercizio 2015 le risorse trasferite saranno prevalentemente dedicate alla produzione di servizi destinati a clienti terzi con un ulteriore incremento dei ricavi e della marginalità attesa. Gli altri ricavi e proventi, generati dal riaddebito a clienti esterni di spese e servizi, vengono considerati stabili.

Per quanto in precedenza esposto, di seguito si riportano infine i conti economici previsionali per gli esercizi 2014 e 2015 così come riclassificati dal sottoscritto, rettificati con la stima delle imposte a carico dei singoli esercizi.

Con riferimento a tale aspetto, la stima delle imposte a carico degli esercizi considerati, è stata effettuata sulla base delle informazioni ottenute dalla Società sia sui costi da ritenere in deducibili, in tutto o in parte, ai fini IRES, sia sulla base dell' aliquota media IRAP a carico dell' esercizio 2012 e sull' incidenza media dei costi per il personale deducibili ai fini IRAP in rapporto al costo totale del personale.

"Be Operations New"

Conto economico previsionale (dati in euro/000) 31.12.2015 31.12.2014

A) Valore della produzione

Ricavi delle vendite e delle prestazioni

Altri ricavi e proventi

Totale valore della produzione

B) Costi della produzione

Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci

Per servizi

Per godimento di beni di terzi

Per il personale

Salari e stipendi, oneri sociali e TFR

Ammortamenti e svalutazioni

Ammortamento delle immobilizzazioni
Immateriali

Ammortamento delle immobilizzazioni
Materiali



OMISSIS

Totale costi della produzione

Differenza tra valore e costi di produzione (A-B)

C) Proventi e oneri finanziari

*Interessi e altri oneri finanziari:
- altri*

—OMISSIS—

Totale proventi e oneri finanziari

Risultato prima delle imposte (A-B±C)

Imposte correnti sul reddito dell'esercizio

a) Imposte correnti

—OMISSIS—

Utile (Perdita) dell'esercizio

Nella determinazione del reddito medio normale atteso, il sottoscritto ha inteso procedere al calcolo di una media aritmetica dei risultati netti attesi dei due esercizi, per le seguenti motivazioni:

- al termine dell' esercizio 2014 si conclude il processo di ammortamento delle immobilizzazioni immateriali, costituite da licenze software, ed il risultato ante imposte dell' esercizio 2015 "beneficia" quindi di ammortamenti calcolati solo sul valore residuo delle immobilizzazioni materiali. Tuttavia, come osservato nel passato, le suddette licenze hanno sempre richiesto investimenti per l' acquisto degli "aggiornamenti" e delle "release" proposte dalla casa produttrice. Secondo le informazioni assunte, pur non essendo ragionevolmente possibile ipotizzare i futuri costi per l' acquisto di eventuali aggiornamenti e/o di nuove licenze, l' applicazione di una media aritmetica ai risultati attesi dei due esercizi comporta concettualmente l' attribuzione anche all' esercizio 2015 di una quota di "ammortamento" (i.e. "costo") per l' upgrade delle licenze stesse;
- il citato piano di ristrutturazione del Gruppo, che per le attività ad oggi svolte dall' unità di business "IT Service Pool" o "Professional Service Pool" prevede un processo di "riconversione" dell' attività di consulenza sempre più



focalizzata su clientela "esterna", dovrebbe far ritenere che i risultati normali attesi, fermo restando le considerazioni sopra riportate in merito alla dinamica degli ammortamenti, possano essere considerati a regime piu' vicini alle stime effettuate per l' esercizio 2015, dovendosi considerare il 2014 quale esercizio di "transizione".

Tuttavia, per le già citate ed attualmente previste difficoltà che lo stesso management attribuisce al mercato di riferimento della suddetta unità di business, l' applicazione della media aritmetica ai risultati attesi per i due esercizi sembra rispondere a logici criteri di prudenza.

Per quanto sopra, il reddito medio netto atteso risulta pari a euro ~~OMISSIS~~ arrotondato a euro ~~OMISSIS~~.

b) Tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione (i), applicato al reddito medio normale atteso [R] esprime una misura di rendimento giudicata soddisfacente, tenuto conto del grado di rischio che l'azienda incontra o che caratterizza il settore di riferimento dell' azienda stessa.

Con riferimento al *tasso di attualizzazione (i)*, lo stesso è stato assunto in misura pari al costo del capitale proprio, come previsto dalla dottrina, utilizzando il metodo del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Secondo tale modello, il costo medio del capitale proprio viene determinato quale somma tra il rendimento di investimenti privi di rischio ed un premio per il rischio, a sua volta dipendente dalla rischiosità sistemica dell'azienda oggetto di valutazione.

Alla base della determinazione vi è la scelta del *tasso nominale privo di rischio* individuato nel rendimento dei Titoli di Stato Italiani a 10 anni. Tale valore, secondo il rendimento netto offerto nell' asta di settembre 2013 dai BTP decennali, alla data di riferimento della stima, risulta pari al 3,94% .

Il valore del premio per il rischio di mercato è stato assunto pari all' "equity risk premium" per il Paese Italia, pari all' 8,43%, desunto da una tabella aggiornata al mese di gennaio 2013 pubblicata dal data provider "Damodaran".



Il *rischio di settore (coefficiente beta)* è espressione tipica del modello CAPM, che prevede che nella determinazione del costo del capitale la maggiorazione per il rischio afferente l'investimento azionario vada moltiplicata per un fattore rappresentativo del rischio di settore. Il *beta* esprime concretamente la volatilità nel rendimento di un determinato titolo azionario rispetto alla media dell'intero mercato. Considerate le dimensioni, sia in termini di struttura patrimoniale che di ricavi attesi, del "Ramo d' Azienda" che non pare possano consentire, per la scarsa "comparabilità", la valutazione di tale coefficiente mediante l'osservazione dei coefficienti di un campione di aziende italiane quotate operanti nel settore ITC, il sottoscritto ha inteso utilizzare il coefficiente "*average beta*" per il settore "IT Services" desunto dalla tabella, anch'essa di fonte "Damodaran" aggiornata a gennaio 2013, che nel caso specifico è pari ad 1,05. Conseguentemente, il premio per il rischio complessivo nella fattispecie si assume pari all' 8,85% ($8,43\% \times 1,05$).

Il costo medio del capitale proprio, ottenuto mediante l'impiego della citata formula, è pari quindi al 12,79% ($3,94\% + 8,85\%$).

c) Arco temporale di riferimento

Nel caso di specie, il numero di anni utilizzato ai fini dell'attualizzazione dei redditi attesi è stato determinato in 10 anni.

La durata (n) dei redditi futuri nel tempo è spesso per semplicità considerata infinita; tale approccio viene anche giustificato dal fatto che la progressione dei tassi di sconto dopo un certo numero di anni rende non rilevanti le differenze di durata. Si tratta evidentemente di una semplificazione. Appare più corretto considerare un arco temporale limitato, scelto tenendo in considerazione le condizioni generali del settore e quelle specifiche dell'azienda oggetto di valutazione. Considerata anche la difficoltà di disporre di previsioni economico-finanziarie attendibili estese oltre un certo orizzonte temporale si giudica, quindi, preferibile, in via prudenziale, considerare l'orizzonte temporale come un valore non infinito. In tale ottica la prassi consolidata riconosce come arco temporale di riferimento un intervallo che oscilla tra i 5 e i 10 anni.



6.2 Calcolo del valore del "Ramo D'Azienda"

Sulla base della documentazione di riferimento riportata e dei criteri metodologici adottati, il sottoscritto perito ha proceduto quindi alla determinazione del valore corrente [V] del "Ramo D'Azienda" al 30 settembre 2013 determinato dalla formula della rendita limitata su un arco temporale di 10 anni ottenendo il risultato riportato nella seguente tabella:

Reddito medio atteso	OMISSIS
Tasso attualizzazione	12,79%
Durata anni	10
Valore attuale	OMISSIS

Avendo proceduto a considerare un orizzonte temporale limitato, occorre valutare se al termine di tale periodo residui o meno un valore per la proprietà. Nel caso in esame sembra ragionevole prevedere che al termine degli anni considerati l'azienda, o il "Ramo d' Azienda", possa continuare la propria attività, generando quindi ulteriori redditi e che la stessa possa quindi avere per la proprietà un "valore residuo" o "*terminal value*", da sommare al valore precedentemente ottenuto.

Un metodo per poter valutare la componente del *Terminal Value*, puo' essere rappresentato dal cd. "*exit multiple method*" che consiste nella stima di un multiplo di uscita con riferimento a società ritenute comparabili. Nel caso in esame, per il criterio di prudenza che ha governato la presente relazione, il sottoscritto ha inteso utilizzare dei moltiplicatori basati sull' Utile Netto medio atteso.

Dall' analisi di alcune tabelle di fonte "Ir Top Consulting" e "Bloomberg" con i dati relativi al citato multiplo, il moltiplicare P/E 2014 risulta rispettivamente pari a 12,0 e 13,9.

Considerando che i diversi multipli osservati nelle suddette tabelle sono riferibili a società operanti nel settore "IT" ma di dimensioni e ricavi, in alcuni casi, significativamente superiori a quelli del "Ramo d' Azienda" e che, nella valutazione d'



azienda con l' utilizzo dei cd. metodi empirici, diretti o di mercato, anche in caso di dimensioni notevolmente piu' contenute rispetto alla media, si usa applicare uno "sconto" ai multipli utilizzati, generalmente oscillante tra il 10% ed il 20%, e che nella prassi possono essere considerati anche ulteriori sconti dovuti alla scarsa "liquidabilità" del titolo, tenuto conto delle caratteristiche del "Ramo d' Azienda" il sottoscritto ha inteso applicare al multiplo considerato per la determinazione del "terminal value" uno sconto del 30%.

La valorizzazione attribuibile al "terminal value" del "Ramo d' Azienda" utilizzando quale multiplo il moltiplicatore P/E 2014 E al reddito medio netto atteso ed applicando allo stesso il suddetto sconto, è riportata nella seguente tabella:

	Fonte "IR top"	Fonte "Bloomberg"
Multiplo P/E 2014 E	12,0	13,9
Multiplo scontato	8,40	9,73
Utile medio ponderato	-OMISSIS-	-OMISSIS-
Terminal Value	-OMISSIS-	-OMISSIS-
Tasso attualizzazione	12,79%	12,79%
Valore attualizzato	-OMISSIS-	-OMISSIS-

Secondo i dati riportati nelle precedenti tabelle, avremmo quindi i seguenti dati:

W - Valore corrente del "Ramo d' Azienda" (A)	552.681	552.681
	Fonte "IR Top"	Fonte "Bloomberg"
Utile medio netto atteso	-OMISSIS-	-OMISSIS-
Multiplo P/E	8,40	9,73
Terminal Value	-OMISSIS-	-OMISSIS-
Valore attualizzato (B)	-OMISSIS-	-OMISSIS-
TOTALE (A + B)	807.302	847.617

Dall' applicazione di tale metodo, si osserva che i valori oscillano in un intervallo compreso tra un minimo di euro 807.302 ed un massimo di euro 847.617, con una media pari ad euro 827.460.



Ad integrazione della stima effettuata con il metodo reddituale ed ai fini di un controllo delle risultanze emergenti dall' applicazione di tale metodo, è stata inoltre effettuata una stima dello stesso "Ramo d' Azienda" utilizzando, quale metodo "empirico" e di "controllo", il metodo dei cd. "multipli di mercato".

Tale metodo si basa sulla determinazione di indicatori calcolati come rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili quotate.

Viceversa, il metodo delle transazioni comparabili, si basa sulla determinazione di indicatori calcolati come rapporto tra i valori negoziati e le grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie delle società oggetto di compravendita.

Il sottoscritto ha quindi acquisito alcuni dati significativi relativi a multipli di valutazione per aziende/attività comparabili (fonte "IR Top Consulting"), multipli impliciti di borsa (fonte "Bloomberg") ed un "panel" di dati relativi a moltiplicatori di un campione sufficientemente rappresentativo di transazioni avvenute nel triennio 2011/2013 nel settore IT Services (fonte "Mergermarket"). Stante la significativa differenza nei principali multipli rilevati in tale ultimo "panel" rispetto a quelli osservati nelle tabelle "IR Top Consulting" e "Bloomberg", proprio per le considerazioni sopra esposte (forza contrattuale delle controparti interessate all' operazione, interesse strategico dell' acquirente, quota di capitale oggetto di compravendita, modalità di pagamento, condizioni del mercato del Paese di riferimento...), il sottoscritto ha inteso effettuare la propria valutazione sulla base dei multipli ricavati dalle citate fonti "IR TOP Consulting" e "Bloomberg", quindi, in definitiva, su multipli di borsa.

Nell' applicazione di tali multipli, il principale problema che si presenta al valutatore è rappresentato dalla scelta e selezione delle società cd. "comparabili" sia per quanto riguarda, oltre ovviamente il settore di appartenenza, parametri quantitativi, quali il fatturato, sia per quanto riguarda elementi qualitativi, quali ad esempio, il posizionamento competitivo, capacità di innovazione ecc. .

Nel caso specifico, i multipli osservati e presi a riferimento sono riferibili a società



comparabili per settore di attività ma di dimensioni e ricavi significativamente superiori a quelli del "Ramo d' Azienda".

Per le motivazioni in precedenza riportate, il sottoscritto ha inteso applicare ai multipli considerati uno sconto del 30%.

Inoltre, considerato che a giudizio del sottoscritto il valore del "Ramo d' Azienda" in oggetto è funzione dell' effettivo reddito stimato che lo stesso ramo potrà apportare alla società acquirente, nell' applicazione del "metodo dei multipli" si è inteso riferirsi al solo multiplo P/E.

Utilizzando quindi il multiplo P/E 2014 E riportato nelle citate tabelle fonte "Ir Top" e "Bloomberg" avremmo i seguenti risultati:

	Tabella fonte "IR Top"	Tabella fonte "Bloomberg"
P/E 2014 E	12,0	13,9
Multiplo scontato	8,4	9,73
Utile medio netto atteso	OMISSIS	OMISSIS
W	848.400	982.730

Dall' eventuale applicazione del cd. "metodo dei multipli" con riferimento al multiplo P/E il valore attribuibile al "Ramo d' Azienda" potrebbe essere stimato in un intervallo compreso tra un minimo di euro 848.400 ed un massimo di euro 982.730, con una media pari a ca. euro 915.000 .

Per i criteri di prudenza osservati nella presente relazione, volendo attribuire maggior rilevanza al risultato emergente dall' applicazione del multiplo P/E 2014 E di fonte "IR Top", si osserva che tale risultato conferma sostanzialmente i risultati ottenuti dall' applicazione del metodo reddituale, considerato metodo principale.

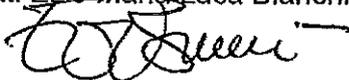


7. Conclusioni

Per quanto riportato nella presente relazione, lo scrivente ritiene che il valore economico del ramo d'azienda "Be Operations New" alla data del 30 settembre 2013 possa essere determinato in un intervallo compreso tra euro 800.000 (ottocentomila) ed euro 840.000 (ottocentoquarantamila), con un valore medio pari ad euro 820.000 (ottocentoventimila).

Milano, 28 novembre 2013

Dott. Ezio Maria Luca Bianchi



ALL. 1

Contratti Ceduti nel ramo Solutions Spa

A. RICAVI (Base Line 2013)		Accordo Quadro	5.453
Cliente			

OMISSIS