



Relazione di valutazione del capitale economico del gruppo Yorkville BHN S.p.A. ai fini della Offerta Pubblica di Scambio da effettuarsi nei confronti del Fondo Investietico

Alla data del 30 giugno 2010

MILANO

Largo Augusto, 8

FIRENZE

Viale Lavagnini, 15

ROMA

Via Cola di Rienzo, 265

A) PREMESSA E OBIETTIVI	3
A.1 DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE	4
B) IPOTESI, LIMITI E RISCHI	5
C) DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA.....	8
D) DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE	10
E) OGGETTO DELLA VALUTAZIONE	12
E.1 COMPANY PROFILE	12
E.1.1 YORKVILLE B.H.N.	12
E.1.2 YORKVILLE ADVISORS LLC E YORKVILLE ADVISORS GP LLC.....	16
F) SCELTA DELLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE	20
F.1 PREMESSA E OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE	20
F.2 METODOLOGIE ADOTTATE	20
F.3 L'APPROCCIO SOMMA DELLE PARTI	21
F.4 METODO DEL DISCOUNTED CASH FLOW	22
F.5 METODO DELLE QUOTAZIONI DI MERCATO	26
F.6 VALUTAZIONE DELLE OPZIONI SU AZIONI: IL MODELLO BLACK-SCHOLES	27
G) VALUTAZIONE DI YORKVILLE BHN SPA	30
G.1 VALUTAZIONE DI RPX AMBIENTE SRL	30
g.1.1 <i>Il business plan 2010-2014</i>	30
g.1.2 <i>Applicazione della Metodologia DCF Unlevered</i>	41
g.1.3 <i>Valore corrente teorico di RPX Ambiente S.r.l.: Conclusioni</i>	51
G.2 VALUTAZIONE DI AQ TECH SPA	53
g.2.1 <i>risultati storici</i>	53
g.2.3 <i>Valore corrente teorico di AQ Tech SpA.: Conclusioni</i>	64
G.3 VALUTAZIONE DELLA CALL OPTION DI YA E YA GP.	65
G.4 VALUTAZIONE DI YORKVILLE BHN: CONCLUSIONI	68
H) CONCLUSIONI.....	71

A) PREMESSA E OBIETTIVI

In data 8 settembre 2010 il Consiglio di Amministrazione di Yorkville bhn S.p.a. (di seguito definita la “Società” o “Yorkville” o “Yorkville bhn”) dovrà deliberare in merito alla possibilità di procedere ad un aumento scindibile a pagamento del capitale sociale della Società, tramite emissione di nuove azioni ordinarie da liberare mediante conferimenti in natura (le “Azioni”), con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’art. 2441, comma 4 del codice civile (l’“Aumento di Capitale in Natura”), a servizio dell’offerta pubblica di scambio volontaria avente ad oggetto la totalità delle quote (le “Quote”) del Fondo comune di investimento immobiliare chiuso “Investietico” (il “Fondo”), gestito da Aedes BPM Real Estate SGR S.p.A. (la “SGR”) e quotato sul segmento Fondi Chiusi del “Mercato Telematico degli Investment Vehicles” (MIV) organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (“Borsa Italiana”).

Sulla base dell’incarico conferitoci da Yorkville bhn S.p.a., abbiamo proceduto, in qualità di advisor finanziario, alla determinazione del valore corrente teorico della Società in occasione dell’Offerta Pubblica di Scambio (“OPS”), con riferimento alla data del 30 giugno 2010, al fine di fornire al Consiglio di Amministrazione della Società elementi di considerazione in merito alla determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni. Precisiamo, preliminarmente, che la nostra attività non comporta la valutazione delle quote del Fondo oggetto di conferimento, per la quale è stato nominato un esperto indipendente ai sensi dell’art. 2343 ter comma 2 lettera b del Codice Civile né tantomeno la determinazione del rapporto di scambio tra i titoli di nuova emissione di Yorkville Bhn S.p.A. e del suddetto Fondo al quale provvederà autonomamente la Società emittente.

La nostra relazione non è richiesta dalla normativa applicabile all’operazione sopra descritta e rappresenta uno degli elementi che il Consiglio di Amministrazione della Società può prendere in considerazione nell’assumere le proprie decisioni relativamente alla determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni e del rapporto di scambio delle stesse.

Si specifica che il nostro incarico non prevede la determinazione del prezzo di emissione delle nuove Azioni e del conseguente rapporto di scambio, attività che dovrà essere svolta dalla società incaricata della

revisione contabile, ai sensi dell'art. 2441, comma 6 del Codice Civile e 158 del TUF.

Il Consiglio di Amministrazione della Società rimane, in ogni caso, organo sovrano nel redigere la relazione che illustra i termini e le modalità della proposta operazione, pur avvalendosi di pareri indipendenti. Resta quindi di esclusiva competenza del Consiglio di Amministrazione di Yorkville ogni decisione in merito alla realizzazione dell'operazione qui prevista ed ai suoi termini e condizioni.

A.1 DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE

Le situazioni economiche e patrimoniali di riferimento di Yorkville bhn sulle quali è basata la presente relazione sono quelle al 30 giugno 2010. Nessuna modifica della situazione finanziaria, economica, patrimoniale, di mercato e/o di altra natura di Yorkville bhn susseguente al 30 giugno 2010 è stata presa in considerazione nella redazione della presente relazione di valutazione, salvo che per eventuali fatti di rilievo espressamente segnalati dalla Società e potenzialmente in grado di influire sul valore corrente teorico.

B) IPOTESI, LIMITI E RISCHI

Il presente lavoro è stato effettuato sulla base di dati ed informazioni forniti dal management della Società. E' nostro dovere altresì segnalare alcune limitazioni, ipotesi e considerazioni inerenti al lavoro svolto, di seguito elencate:

- La seguente relazione, effettuata su incarico conferito da Yorkville bhn S.p.a., ha carattere consultivo e non risulta né vincolante né obbligatoria. Il Consiglio di Amministrazione della Società rimane, in ogni caso, organo sovrano nelle decisioni di valorizzazione delle azioni di Yorkville in sede di aumento di capitale a servizio dell'OPS.
- Le analisi, informazioni, considerazioni, pareri o conclusioni contenute nel seguente lavoro sono valide solamente alla data indicata e solamente per la finalità indicata.
- Le analisi, informazioni, considerazioni, pareri o conclusioni contenute nel seguente lavoro sono ad esclusivo uso di Yorkville per le specifiche finalità indicate e non potranno essere usate per altri scopi dalla Società o da terze parti.
- Il possesso di questo lavoro o di una sua copia non dà il diritto di pubblicarlo, distribuirlo o di essere utilizzato da terze parti senza il nostro preventivo consenso scritto. Qualsiasi soggetto terzo che utilizzerà le informazioni qui contenute senza il preventivo consenso scritto di Kon S.p.a. lo farà a proprio esclusivo rischio ed accetta di tenere Kon S.p.a. indenne da qualsiasi rivendicazione risultante dal loro utilizzo.
- Il presente documento potrà essere modificato solo da Kon S.p.a. che non avrà alcuna responsabilità per modifiche non autorizzate.
- L'incarico conferito a Kon S.p.a. esula dalla valutazione delle quote del Fondo oggetto di conferimento, per la quale è stato nominato un esperto indipendente ai sensi dell'art. 2343 ter comma 2 lettera b del Codice Civile che redigerà un'apposita relazione.

- L'incarico affidato a Kon S.p.A. non ha previsto lo svolgimento di procedure di revisione contabile sui bilanci e alle relative informazioni forniteci dalla Società, né verifiche o accertamenti finalizzati all'individuazione di errori, inesattezze, incompletezze, passività latenti di qualsiasi natura non riflesse nei dati contabili e nelle informazioni utilizzate.
- Kon S.p.a. non ha esaminato né verificato la veridicità e la completezza delle informazioni finanziarie storiche e prospettiche fornite dal management della Società, relativamente anche a RPX Ambiente S.r.l. e ad AQ Tech S.p.A. e alle società dalla stessa controllate, e pertanto non assume alcuna responsabilità sulle relative assunzioni utilizzate. Analogamente non ha potuto esaminare né ha verificato la veridicità e la completezza delle informazioni economiche, patrimoniali e finanziarie, sia storiche che prospettiche, fornite dal management della Società circa le Yorkville Advisors LLC ("YA") e Yorkville Advisors GP LLC ("YA GP") e i fondi da esse gestiti. Con riferimento a queste ultime due società, non è stato possibile, in particolare, alcun approfondimento in merito alla consistenza, alla natura, alla sussistenza, all'andamento degli Asset Under Management né tantomeno alle modalità che presiedono la determinazione dei flussi di reddito delle due società di gestione.
- Tutte le informazioni necessarie per la stesura del seguente documento sono state fornite da Yorkville bhn S.p.a.. Kon S.p.A. non assume alcuna responsabilità relativamente alle veridicità e completezza delle informazioni utilizzate per lo svolgimento del lavoro. Tale responsabilità è unicamente del management della Società che ha sottoscritto apposita lettera di attestazione.
- L'analisi non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, etc.).
- Abbiamo fatto riferimento alle informazioni forniteci dalla Società per quanto riguarda l'utilizzo e le condizioni di tutti i beni mobili e immobili, i beni immateriali, o gli investimenti utilizzati o detenuti dai soggetti coinvolti nell'operazione, così come gli importi e le date di riferimento degli impieghi, salvo se espressamente indicato nel lavoro. La Società non ci

ha indicato inoltre vincoli o oneri legati ai suoi asset e Kon S.p.a. non ha effettuato alcuna verifica in merito.

- Le condizioni del nostro incarico non prevedono alcun aggiornamento dei risultati ottenuti rispetto alla data di consegna della relazione.
- Ai fini della presente relazione di valutazione abbiamo ipotizzato che l'opzione attualmente in essere dalla data del 27 Gennaio 2010 venga sostituita da quella contenuta nell'Acquisition Agreement" che sarà sottoscritto in data 8 settembre 2010. Per questo motivo il valore dell'opzione attualmente in vigore e non ancora esercitata, non è stato considerato ai fini della valutazione del capitale economico di Yorkville bhn.
- Yorkville bhn, sta considerando l'opportunità di acquisire la totalità delle quote partecipative di Yorkville Advisors LLC (*membership interests*) e dei soli diritti patrimoniali della Yorkville Advisors GP (*economic interests*) secondo le modalità previste nel contratto di Acquisition Agreement (disponibile in bozza datata 1 settembre e descritto nelle pagine successive). Ad oggi non disponiamo di documentazione nella quale venga evidenziato che l'operazione in atto (effettuata tra parti correlate) sia posta in essere o meno a condizioni di mercato (patti di non concorrenza, limiti di voto, ecc.). Tali elementi rimarranno di piena responsabilità del Consiglio di Amministrazione di Yorkville e delle parti contraenti e Kon S.p.A. raccomanda vivamente che il CdA di Yorkville bhn e tutti i soggetti istituzionalmente previsti, anche con l'ausilio di professionisti specializzati in materia, provvedano ad effettuare ogni possibile verifica prima della delibera dell'operazione.
- L'acquisizione delle quote partecipative di Yorkville Advisors LLC (*membership interests*) e dei soli diritti patrimoniali della Yorkville Advisors GP LLC (*economic interests*), potrebbe configurare una violazione del divieto di cui all'art. 2359-bis del c.c. (in tema di «Acquisto di azioni o quote da parte di società controllate»). Si rileva infatti che YA e YAGP costituiscono le società di riferimento dei Fondi YA, i quali, a loro volta (segnatamente per il tramite del fondo *YA Global Investments LP*, titolare del 100% di *YA Global Dutch BV*) possiedono l'8,7% del capitale della Yorkville bhn (Fonte:Borsa Italiana 15 Luglio 2010). Alla data del 3 settembre 2010 tale quota risulta essere pari al

24,70% (Fonte: Borsa Italiana 3 Settembre 2010) a seguito del buon esito dell'aumento di capitale conclusosi in data 29 luglio 2010. Ad oggi Kon S.p.A. non dispone di documentazione di natura legale o consultiva atta a confermare la totale eliminazione di tale rischio e quindi raccomanda vivamente il CdA ad effettuare un approfondimento in tema, prima della assunzione di qualsivoglia delibera in merito all'operazione. Sottolineiamo inoltre che Yorkville bhn ha stipulato in data 29 ottobre del 2008 un contratto di *Stand-by Equity Distribution Agreement* (SEDA) da sottoscrivere tra Yorkville bhn S.p.A., Bhn S.r.l. e YA Global Investments LP. Ad oggi il contratto è attivabile e Yorkville bhn può, secondo quanto riferitoci dal management, teoricamente reperire risorse finanziarie attraverso il SEDA anche per finanziarie parzialmente l'operazione sopra descritta.

- La documentazione esaminata e gli elementi di natura economico-finanziaria consegnatici dalla Società non evidenziano allo stato attuale la sussistenza di risorse finanziarie adeguate alla realizzazione della prospettata operazione nel caso in cui il CdA di Yorkville bhn decida di esercitare l'opzione call sulle due società di gestione americane in contanti. Ciò non significa che nel periodo di esercizio dell'opzione Yorkville bhn non sia in grado di reperire tali risorse finanziarie a qualsiasi titolo.
- La documentazione consegnata in merito alla prospettata operazione con YA e YAGP non chiarisce perfettamente gli aspetti concernenti la governante post esercizio della call option a favore di Yorkville bhn. Tali aspetti potrebbero essere rilevanti e quindi necessitano di opportuni approfondimenti.
- Dalla documentazione disponibile risulterebbe che la SEC ha in atto una procedura in merito ad alcune operazioni effettuate da YA e YA GP. Non abbiamo ad oggi informazioni sull'evolversi di tale attività investigativa né tantomeno siamo in grado di fornire informazioni sul livello di sviluppo delle stesse.

C) DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Ai fini della redazione del seguente lavoro sono stati acquisiti i seguenti documenti:

- Bilancio 31 dicembre 2009 separato e consolidato di Yorkville bhn S.p.A. (Allegato 1);
- Bilancio civilistico 31 dicembre 2009 di RPX Ambiente S.r.l. (Allegato 2);
- Bilancio civilistico e consolidato 31 dicembre 2009 di AQ Tech S.p.A. (Allegato 3);
- Bilanci civilistici 31 dicembre 2009 di Montefarmaco S.p.A., Sigmar S.p.A. e Sigear S.r.l. (società controllate da AQ Tech S.p.A.). (Allegato 4);
- Relazione semestrale al 30 giugno 2010 consolidata di Yorkville bhn S.p.A. (Allegato 5);
- Bozza della situazione economico patrimoniale semestrale separata al 30 giugno 2010 di Yorkville bhn S.p.A. (Allegato 6);
- Bozza della situazione patrimoniale ed economica semestrale al 30 giugno 2010 di RPX Ambiente S.r.l. (Allegato 7);
- Bozza delle situazioni patrimoniali ed economiche semestrali al 30 giugno 2010 di AQ Tech S.p.A. e delle società controllate. (Allegato 8);
- Piano previsionale 2010-2012 del Gruppo Yorkville bhn. Tale piano alla data odierna non risulta approvato dal CdA di Yorkville. (Allegato 9);
- Piano previsionale 2010-2014 di RPX Ambiente S.r.l., approvato dal CdA in data 29 luglio 2010. (Allegato 10)
- Bozza del Contratto (“*Acquisition Agreement*”) relativo all’opzione di acquisto del 100% delle quote di partecipazione (“*membership interest*”) relativi alla Yorkville Advisors LLC, e del 100% dei diritti di natura patrimoniale (“*economic interest*”) relativi alla Yorkville Advisors GP LLC nella versione datata 1 settembre 2010. (Allegato 11);
- Bozza della perizia di valutazione redatta da Deloitte Financial Advisory Services S.p.a (*ex art. 2343-ter*, comma 2, lett. b, c.c., da parte dell’esperto indipendente nominato dalla Società) relativa alla valutazione del capitale economico al 30

giugno 2010 del 100% delle quote di partecipazione (“*membership interest*”) di Yorkville Advisors LLC, e del 100% dei diritti di natura patrimoniale (“*economic interest*”) relativi alla Yorkville Advisors GP LLC. (Allegato 12);

- Due Diligence legale effettuata dallo Studio Cooley. (Allegato 13);
- Bozza del Report relativo alla due diligence contabile e fiscale effettuata da Deloitte Financial Advisory Services LLP relativa a Yorkville Advisors LLC. (Allegato 14);
- Altri dati ed informazioni fornite dal Management del Gruppo Yorkville. (Allegato 15).

Gli Allegati di cui sopra rappresentano parte integrante del presente documento.

D) DESCRIZIONE DELL’OPERAZIONE

In data 8 settembre 2010 il Consiglio di Amministrazione della Società è chiamato a discutere e deliberare una proposta di aumento scindibile a pagamento del capitale sociale di Yorkville fino a un massimo, post raggruppamento (in misura pari a 1 azione ogni 100 in circolazione), di n.ro 18.451.200 nuove azioni ordinarie da liberare mediante conferimenti in natura con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’art. 2441, comma 4 del codice civile, al valore di 7,67 euro ciascuna, a servizio dell’offerta pubblica di scambio volontaria avente per oggetto il fondo immobiliare chiuso “Investietico” gestito da Aedes BPM Real Estate SGR S.p.a. e quotato sul segmento Fondi Chiusi del “Mercato Telematico degli Investment Vehicles” (MIV) organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a., che la Società ha deliberato di promuovere (l’“Offerta”).

Tale operazione è costituita da un’offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria, promossa ai sensi degli artt. 102 e seguenti del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (il “TUF”) e dell’art. 37 del Regolamento adottato dalla Consob con Delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (il “Regolamento Emittenti”). L’OPS consiste, in particolare, in un’offerta irrevocabile di scambio che la Società rivolge indistintamente e a parità di condizioni a tutti i soggetti possessori delle Quote del Fondo. L’Offerta ha per oggetto sino ad un massimo di 61.504 (sessantunomilacinquecentoquattro) Quote, pari

alla totalità delle Quote del Fondo in circolazione, fermo restando che si prevede sin d'ora che non saranno verosimilmente portate in adesione all'Offerta le Quote che, in conformità alle vigenti previsioni regolamentari, la SGR è tenuta a detenere in proprio (pari al 2% del valore complessivo netto iniziale del Fondo e all'1% per la parte eccedente l'ammontare di Euro 150 milioni). L'Offerta è subordinata, al verificarsi della condizione sospensiva dell'acquisto di non meno di 6.150 Quote – pari al 10% della totalità delle Quote del Fondo in circolazione - (il “Numero minimo di Quote oggetto dell'Offerta”).

Il corrispettivo previsto per l'Offerta è costituito da Azioni ordinarie della Società di nuova emissione, rivenienti dall'Aumento di Capitale in Natura, aventi godimento regolare, nominative, indivisibili e liberamente trasferibili, che attribuiranno i medesimi diritti amministrativi e patrimoniali connessi alle azioni della Società già in circolazione (le “Azioni”).

L'efficacia dell'Offerta è espressamente subordinata alla condizione sospensiva del raggiungimento di una soglia minima di adesioni pari al Numero minimo di Quote oggetto dell'Offerta (la “Condizione Sospensiva”).

La durata dell'Offerta sarà concordata con Borsa Italiana, in conformità alle disposizioni di legge e regolamento applicabili. Il management prevede, in ogni caso, che l'Offerta possa concludersi entro la prima decade del mese di dicembre 2010.

Il management della Società evidenzia che l'Offerta rappresenta una modalità di attuazione della complessiva strategia volta alla costruzione di un portafoglio di investimenti diversificato in settori con profili di rischio/rendimento fra loro poco correlati, attraverso l'acquisizione di attività finanziarie con un sottostante immobiliare gestito professionalmente da un intermediario abilitato, idonee a generare flussi di cassa e con aspettative di rivalutazione nel medio termine, nonché un'opportunità di conseguimento di una base azionaria sempre più ampia e diffusa.

E' importante evidenziare che in data 8 settembre 2010, contestualmente alla delibera del C.d.A. avente ad oggetto l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione riservato a servizio dell'OPS, verrà approvata l'operazione inerente il “conferimento” delle quote di capitale di rischio relative alle società Yorkville Advisors GP LLC (*economic interests*) e Yorkville Advisors LLC (*membership interests*).

E) OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

L'oggetto della presente relazione di valutazione è la determinazione del valore corrente teorico di Yorkville bhn S.p.a. al 30 Giugno 2010 in funzione dell'Offerta;

La seguente relazione non è richiesta dalla normativa applicabile all'operazione descritta, ma rappresenta solamente un elemento di supporto per il Consiglio di Amministrazione della Società nell'assumere le proprie decisioni relativamente alla determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni e del rapporto di cambio delle stesse. Il Consiglio di amministrazione di Yorkville rimane, in ogni caso, organo sovrano nel redigere la relazione che illustra i termini e le modalità dell'operazione e si assume l'esclusiva competenza circa ogni decisione in merito alla realizzazione dell'operazione qui prevista ed ai suoi termini e condizioni. La verifica di congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni e del conseguente rapporto di cambio non rientra tra i compiti del nostro lavoro e dovrà essere svolta dalla società incaricata della revisione contabile, ai sensi dell'art.2441, comma 6 del Codice Civile e 158 del TUF.

Per quanto riguarda la determinazione del valore corrente teorico di Yorkville bhn S.p.a. al 30 Giugno 2010, è necessario definire il perimetro della Società al fine di avere una visione più chiara e completa della valutazione; proprio per questo, si è ritenuto opportuno effettuare una breve disamina delle principali caratteristiche della Yorkville B.h.n. S.p.a..

E.1 COMPANY PROFILE

E.1.1 YORKVILLE B.H.N.

Yorkville bhn S.p.A., costituita nel dicembre del 1900 con la denominazione Broggi Izar Fabbriche Riunite, opera con la logica di un private equity, con una dotazione di capitale permanente che elimina vincoli temporali di investimento.

La Società è quotata sul mercato MTA.

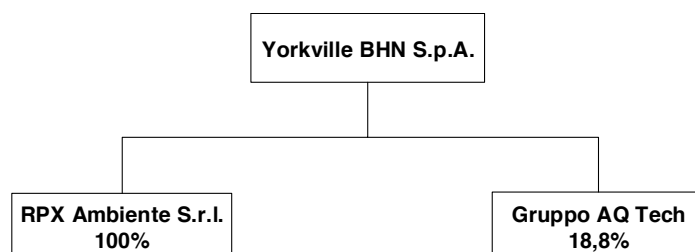
Dal gennaio 2008, l'azionista di riferimento è il fondo internazionale YA Global Investments LP, gestito dalla management company Yorkville Advisors LLC. Alla data del 30 giugno 2010 YA Global



Investments LP risulta avere una quota di circa l'8%. Alla data di redazione del presente lavoro la quota di partecipazione risulta essere pari a 24,70% (Fonte: Borsa Italiana). Tale variazione è ascrivibile all'aumento di capitale (conclusosi in data 29 Luglio 2010) effettuato in base al contratto di Stand-by Equity Distribution Agreement (SEDA), stipulato nel corso del 2008 tra Yorkville e Ya Global Investment LP. L'importo di tale aumento è pari a 1.700 €000.

Yorkville bhn opera nel settore dell'acquisizione e gestione di partecipazioni. La società è orientata prevalentemente verso aziende operative in settori tradizionali o comunque stabili, indirizzando le proprie scelte di investimento anche verso opportunità specifiche in ingresso nel capitale tramite subentro a forme di indebitamento preesistente, acquisizione di controllo tramite concambio azionario, interventi in situazioni di turnaround gestionale e finanziario.

Il Gruppo Yorkville hn S.p.A. al 24 giugno 2010 risulta essere così composto:



RPX Ambiente

- La società costituita il 29 marzo 1989, è entrata nel 2004 a far parte del gruppo Yorkville bhn S.p.A.
La società ha sede sociale in Milano, via Solferino 7; il capitale sociale, interamente versato, ammonta al 30 giugno 2010 a €84.000 e, dal 1995, opera nel settore del riciclaggio di materie plastiche con sede operativa a San Daniele Po (CR).

Le attività di riciclaggio si sono intensificate a partire dal 2001, anno in cui l'azienda ha avviato una strategia maggiormente incentrata sui cascami di polietilene a bassa densità (LPDE).

Le tecnologie utilizzate nel riciclaggio di teloni agricoli e nei materiali plastici per imballaggi industriali consentono un elevato standard qualitativo del prodotto finito (il granulo), realizzato anche mediante continue sinergie con i più importanti Istituti di Ricerca Scientifica, Università e aziende private.

L'attività di riciclaggio si articola in 3 linee di produzione dedicate a 2 tipologie di scarti o cascami:

1. Il telo agricolo, composto omogeneamente da LPDE, proviene da 2 differenti tipi di utilizzo:
 - a. -teloni da serra;
 - b. -telone per pacciamatura.
2. Imballaggi industriali da post consumo che provengono dai cosiddetti imballaggi "secondari" e "terziari", raccolti in grande quantità dal post-consumo di

attività industriali e commerciali. Si tratta quindi di imballaggi che legano e racchiudono il carico o la spezzatura di più confezioni e non di imballaggi aperti dal consumatore finale, i quali seguiranno il circuito della raccolta differenziata, dove prevista.

Mescolando il granulo LPDE riciclato con il polietilene HD (ad alta densità) e con appositi additivi, si ottiene poi il compound venduto ad aziende che lo usano per la copertura parziale di cavi elettrici. Tale business è in crescita da inizio 2010, da quando la Società si è accreditata presso il consorzio Co.Re.Pla. avendo così la possibilità di accedere ad aste di acquisto per l'approvvigionamento della materia prima. Va comunque sottolineato che ad oggi si tratta in termini quantitativi di un contributo limitato, pari a meno del 10% della produzione mensile relativa alla linea agricola-industriale.

RPX Ambiente rientra nel perimetro di consolidamento del Gruppo Yorkville.

AQ Tech

- Partecipazione dall'aprile del 2009 del 18,8% nel capitale sociale di AQ Tech S.p.A., holding di partecipazione attiva, attraverso le proprie controllate, nel settore della produzione e della vendita, in conto proprio e per conto terzi, di prodotti farmaceutici, parafarmaceutici, dietetici e dermocosmetici.

Attualmente AQ Tech S.p.A. detiene il controllo delle seguenti società:

- Montefarmaco S.p.A., controllata al 100%, è una società operante nel settore della produzione e distribuzione per conto terzi di prodotti farmaceutici, parafarmaceutici, presidi medico chirurgici e medical devices. È specializzata nella produzione di farmaci per uso topico e sistemico di probiotici. Montefarmaco ha sede legale a Milano, Via Ansperto n. 10. Il capitale sociale della Società, pari ad Euro 205.000, è suddiviso in n. 500.000 azioni nominative ai sensi dell'art. 2346 c.c. del valore nominale di Euro 0,41 cadauna.
- Sigmar Italia S.p.A., controllata al 100%, è una società tradizionalmente operativa nella produzione,

distribuzione e vendita, sia per conto proprio che per conto terzi, di prodotti dietetici, farmaceutici e dermocosmetici. È attiva soprattutto nella produzione di polveri farmaceutiche di uso topico.

Sigmar ha sede legale ad Almè (BG), Via Sombreno n. 11. Il capitale sociale, pari ad Euro 1.020.000, è suddiviso in n. 1.020.000 azioni da nominali Euro 1 (uno) cadauna.

- o Sigea S.r.l., controllata all'85%, è una società di ricerca e sviluppo sita nell'Area Science Park di Padriciano (TS). La società sta sviluppando un importante progetto sui derivati del rutenio, metallo pesante a potenziale attività antitumorale/antimetastatica. Sono state inoltre sviluppate una serie di tecnologie brevettate sui biomateriali arrivando già alla produzione in scala pilota di alcuni di essi che saranno impiegati come presidi medico chirurgici per le terapie di protezione delle pelli più sensibili come quelle dei bambini e degli anziani.

Sigea, avente sede legale a Trieste, Località Padriciano n. 99, è stata costituita con atto del 25 giugno 1996 Notaio Daniela Dado di Trieste rep. N. 40129/1492 (con la forma giuridica di società a responsabilità limitata). Il capitale sociale della società, pari ad Euro 16.684, è suddiviso come segue:

- AQ Tech: Euro 14.184 pari a ca. l'85% del capitale sociale.
- Sig. Scoccimarro Felice: Euro 2.500, pari a ca. il 15% del capitale sociale.

AQ tech S.p.A. non rientra nei confini di consolidamento del Gruppo Yorkville.

E.1.2 YORKVILLE ADVISORS LLC E YORKVILLE ADVISORS GP LLC

Alla data di redazione del presente lavoro risulta essere in atto una trattativa posta in essere al fine di concludere un contratto di acquisto (in sostituzione di un precedente sottoscritto in data 27 gennaio 2010) delle quote relative alle società di gestione dei fondi Yorkville Advisors LLC e Yorkville Advisors GP.

YA e YA GP rappresentano due entità giuridiche *under common control* costituite ai sensi della legge dello Stato del Delaware (USA). In particolare le quote delle stesse sono distribuite tra il Sig. M. Angelo (70%), del Sig. M. Beckman (17%), del Sig. G. Eicke (10%) e del Sig. David Gonzalez (3%) (Persone Fisiche).

Il gruppo Yorkville Advisors (YA e YA GP) propone investimenti in capitale di rischio e di debito, finanziando società a livello mondiale nei settori finanziario, energetico, minerario, immobiliare, Tecnologico. Il focus attuale del gruppo è quello di effettuare investimenti in società a piccola e media capitalizzazione concentrandosi su strutture di finanziamento alternative, inclusi strumenti di debito convertibili. Tra questi, oltre alle obbligazioni convertibili, assume particolare rilevanza il SEDA (Stand-by Equity Distribution Agreement), che consiste nell'apporto di nuovo equity attraverso aumenti di capitale riservati al fondo, eseguibili a piena discrezionalità della società emittente.

YA e YA GP, gestiscono in virtù di particolari *Operating Agreement* i fondi YA1 e YA2. Al 30 Luglio del 2010 il fondo YA1 è titolare indiretto del 100% del fondo YA Global Dutch BV (entità di diritto Olandese), il quale detiene una partecipazione (tramite YA Global Investment LP) pari a circa il 24,7% di Yorkville bhn. (Post Aumento di Capitale relativo al richiamo di una tranche del SEDA contratto con Yorkville bhn).

Lo stesso M. Angelo oltre che azionista di riferimento di YA e YA GP, risulta essere anche Vice Presidente della stessa Yorkville bhn. I Sig. Beckman, Eicke, Gonzalez risultano invece ricoprire la carica di Consiglieri. Si deduce da ciò che l'operazione in oggetto è posta in essere tra soggetti tra loro correlati (Operazione tra parti correlate).

Rappresentiamo di seguito una semplificazione della struttura partecipativa di YA e YA GP e dei rapporti con Yorkville bhn.



Fonte: Bozza di valutazione YA e YA GP Deloitte Financial Advisory Services S.p.A.

Yorkville bhn avrà il diritto di acquisire, in virtù di un *Acquisition Agreement* (“Contratto”), il 100% delle azioni con diritti meramente patrimoniali di YA GP (*economic interests*) ed il 100% delle azioni ordinarie di YA (*membership interests*). La transazione, come previsto dalla bozza del contratto di acquisto, prevede due possibili scenari:

- Conferimento del 5% iniziale degli *economic interests* e dei *membership interests*. Tale percentuale è correlata al raggiungimento della soglia del 10% di adesioni all’ Offerta Pubblica di Scambio, che Yorkville bhn lancerà sulle quote del fondo di investimento immobiliare chiuso “Investietico” gestito da Aedes BPM Real Estate SGR S.p.A.. Conferimento del successivo 95% degli *economic interests* e dei *membership interests* anche in tranches. La durata dell’opzione di acquisto è di tre anni a partire dal 1 Dicembre 2010;
- Diritto di acquisto del 100% degli *economic interests* e dei *membership interests*, nel caso in cui non fosse raggiunta la soglia del 10% di adesioni all’Offerta Pubblica di Scambio.

La durata dell'opzione di acquisto è di tre anni a partire dal 1 Dicembre 2010.

Il prezzo di esercizio del 95% (primo scenario) e del 100% (secondo scenario) è fissato in un importo pari a 140 milioni di \$ (paragrafo 3.4 della Bozza dell'Acquisition Agreement).

Al paragrafo 3.6 del Contratto è previsto che il pagamento delle tranche richiamate degli *economic interests* e dei *membership interests* possa avvenire sia per cassa (*Call Option Cash Consideration*) sia tramite cessione di quote della società a fronte delle azioni YA e YA GP. In questo secondo caso (art. 3.6 d) gli azionisti di YA e YA GP possono non accettare tale forma di pagamento (solo ed esclusivamente la parte pagata tramite scambio azionario, e solo ed unicamente per la tranche richiamata). Il prezzo di esercizio della Call è comunque (sia nel caso di pagamento per cassa che tramite scambio azionario) pari a 140 milioni di \$.

Il valore sulla base del quale verranno effettuati i conferimenti delle quote YA e YA GP è stato determinato secondo quanto previsto all'art. 2343-ter comma 2 lettera b del c.c.. Il valore risultante da tale perizia è circa 140 milioni di dollari (Fonte: bozza perizia Deloitte Financial Advisory Services S.p.A. - Allegato 12).

Nelle pagine successive verrà effettuata un'analisi valutativa dell'opzione. Bisogna comunque precisare che alla data del 30 Giugno 2010, il Contratto non è stato redatto nella sua forma definitiva, e lo stesso potrebbe essere soggetto a variazioni. Qualsiasi alterazione delle basi contrattuali potrebbero portare a notevoli differenze nella valorizzazione dell'opzione in oggetto. A causa dell'aleatorietà insita nella valorizzazione del contratto di acquisto (Opzione Call) la valorizzazione della stessa non sarà inclusa nel valore corrente teorico della Yorkville bhn alla data del 30 giugno 2010. Il valore dell'opzione di acquisto è stato inserito nel presente documento esclusivamente al fine di ampliare la base informativa a disposizione del consiglio di amministrazione della Yorkville bhn.

F) SCELTA DELLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

F.1 PREMESSA E OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE

La valutazione di Yorkville bhn S.p.a. – in linea con la prassi di mercato – è stata condotta sulla base dell’attuale configurazione e delle prospettive future della Società, autonomamente considerate, senza tenere conto di potenziali sinergie derivanti dall’aumento di capitale sociale mediante conferimento in natura, a servizio dell’OPS con Investietico (valori stand-alone).

La valutazione dell’opzione di acquisto del 100% delle quote azionarie di YA e YA GP secondo le modalità descritte nei precedenti paragrafi sono state inserite al fine di fornire al management una ulteriore base informativa. La stessa non verrà considerata al fine della valutazione del capitale corrente teorico di Yorkville bhn.

F.2 METODOLOGIE ADOTTATE

La dottrina e la prassi hanno elaborato una pluralità di criteri, fra i quali il valutatore di volta in volta compone le proprie scelte in funzione della natura e delle caratteristiche dell’azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa.

Con riguardo ai criteri di stima di più diffusa applicazione, da un lato l’accademia e la prassi professionale sono concordi nel privilegiare il riferimento a metodologie valutative di carattere analitico, dall’altro gli operatori finanziari concordano invece nell’attribuire prevalentemente validità ai valori rilevati nel mercato, così propendendo per valutazioni che tengano anche conto degli specifici soggetti interessati dall’operazione e dalle condizioni contingenti in cui si svolgono le negoziazioni.

Tale diverso approccio è rilevabile nella distinzione che viene solitamente fatta tra criteri e metodi di stima “analitici”, da un lato, e metodi empirici “di mercato”, dall’altro, i quali, rispettivamente, danno luogo a valutazioni “assolute”, vale a dire basate su modelli e formule, e a valutazioni “relative”, basate su multipli di valore dedotti appunto dal mercato.

Alla luce di tali considerazioni, si è ritenuto opportuno procedere alla valutazione di Yorkville bhn adottando la seguente metodologia:

- Metodi di stima “analitici”
 - **Somma delle Parti (SOP)**

Un livello di volatilità sensibilmente superiore alla media di mercato viene interpretato come segnale di un titolo poco liquido, pertanto, nel caso di Yorkville bhn, i prezzi di borsa non offrono secondo la nostra opinione una approssimazione credibile del valore della Società.

Le principali caratteristiche tecniche dei criteri di valutazione utilizzati sono sinteticamente esposte nelle pagine seguenti.

F.3 L'APPROCCIO SOMMA DELLE PARTI

Yorkville bhn S.p.A. è una holding di partecipazioni caratterizzata dalla presenza di una pluralità di business caratterizzati da gradi di rischio differenti. Ciò impone una valutazione fondata sulla Somma delle Parti (SOP), in cui ciascuna parte costituisce un business caratterizzato da un profilo di rischio e rendimento distinto.

La valutazione “per somma di parti”, qualunque sia l’architettura del percorso valutativo prescelto, concepisce il Gruppo Yorkville come un portafoglio di business, il cui valore corrisponde al valore di business in una prospettiva stand alone. La stima di un gruppo per somma di parti significa dunque, in primo luogo, identificare i business che richiedono una valutazione separata e, in secondo luogo, assumere la metodologia di valutazione più appropriata per ciascuno dei business/parti che compongono il gruppo.

Nel caso di Yorkville, data la sua natura di holding di partecipazioni, si è ritenuto opportuno calcolare il valore corrente teorico della Società sommando algebricamente al patrimonio netto contabile separato al 30/06/2010 di Yorkville bhn S.p.a.:

- Minus/plusvalenze implicite nelle partecipazioni della Società in RPX Ambiente S.r.l. e in AQ Tech S.p.a.;
- Costi di gestione della holding.

Al fine di determinare le minus/plusvalenze nelle partecipazioni delle Società, i valori delle stesse sono determinati come segue:

- RPX: valutazione con il metodo del Discounted Cash Flow;
- AQ Tech: valutazione al costo di acquisto (valore risultante dal bilancio separato al 30 giugno 2010).

F.4 METODO DEL DISCOUNTED CASH FLOW

Sulla base di quanto esposto nei paragrafi precedenti, la metodologia di valutazione in esame prevede che il valore corrente teorico di un'azienda secondo il DCF venga calcolato come segue:

$$W = \left[\sum_{t=1}^n F_{(t)} (1 + WACC)^{-t} + F_{(n)} (1 + WACC)^{-n} \right] - PFN$$

dove i simboli assumono il seguente significato:

W Valore corrente teorico del capitale dell'azienda oggetto di valutazione;

F_(t) Flussi finanziari per ciascuno degli **n** anni considerati nel periodo di proiezione esplicita;

F_(n) Valore residuo della Società oggetto di valutazione alla fine dell'ultimo periodo di previsione esplicita;

WACC Costo medio ponderato del capitale investito;

PFN Posizione finanziaria netta alla data di riferimento.

Nel dettaglio i singoli parametri rilevanti della formula illustrata sono così determinati:

I flussi finanziari. Esprimono la dimensione finanziaria della gestione operativa dell'azienda e pertanto si determinano sia trasformando grandezze economiche di competenza (reddito operativo) in effettivi movimenti di risorse monetarie generati per effetto del normale svolgimento dell'attività operativa dell'azienda stessa, sia considerando gli esborsi derivanti dalla realizzazione di investimenti. La sommatoria dei flussi di cassa operativi attualizzati

esprime, di fatto, il valore complessivo del totale delle attività operative di un'impresa e quindi il valore corrente del capitale investito operativo. Ai fini della valutazione questi flussi sono determinati al netto delle imposte.

Il valore residuo. Nello stimare le proiezioni dei flussi finanziari superiori al periodo coperto dai flussi finanziari esplicitati nel piano di sviluppo descritto nei paragrafi precedenti, abbiamo fatto uso per gli anni successivi di un tasso di crescita stabile. Nel far ciò è stato necessario quindi calcolare un valore per i flussi annuali che sono al di là della soglia di previsione analitica del Business Plan. Ai fini della stima di tale valore residuo, diversi approcci alternativi sono proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente. In particolare, il valore residuo $F_{(n)}$ può essere determinato come:

- Valore di liquidazione dell'attivo, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di previsione esplicita;
- Valore corrispondente alla capitalizzazione illimitata del reddito operativo netto;
- Valore derivante dall'impiego di moltiplicatori empirici del tipo *Price/Earning per share*, *Price/Net book value per share* o *Enterprise Value/Ebitda*;
- Valore corrispondente alla capitalizzazione del flusso finanziario prospettico medio.

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

$$WACC = w_e i_e + w_d i_d (1-t)$$

dove i simboli assumono il seguente significato:

w_e Peso attribuito al capitale proprio;

w_d Peso attribuito al capitale di terzi (debiti onerosi);

- i_e Costo del capitale proprio;
- i_d Tasso di interesse medio sul capitale di terzi (debiti onerosi);
- t aliquota fiscale;

Ai fini della corrente valutazione il tasso di attualizzazione, così come i flussi, è calcolato al netto delle imposte; pertanto, nell'applicazione dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* (DCF) dovrà essere utilizzato un tasso di attualizzazione che tenga conto dell'effetto fiscale.

Di seguito, viene riportato il procedimento di stima del costo del capitale proprio, del costo del capitale di terzi, e dei pesi da utilizzare ai fini del calcolo del costo medio ponderato del capitale investito.

Costo del capitale proprio

Il costo del capitale proprio i_e è comunemente definito come il rendimento medio atteso dal capitale di rischio investito nell'impresa, ossia il costo opportunità del capitale azionario dell'impresa considerata.

Nella valutazione in oggetto, in conformità con le indicazioni fornite dalla dottrina e dalla prassi professionale, la stima del costo del capitale proprio i_e è stata effettuata sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), che trova espressione nella seguente formula:

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

dove:

r_f rappresenta il rendimento reale di un portafoglio a rischio nullo. La prassi valutativa, in relazione alle oggettive difficoltà insite nella costruzione di un simile portafoglio, è solita far riferimento al rendimento medio dei titoli di stato a medio/lungo termine;

r_m rappresenta il rendimento atteso del portafoglio di mercato, contenente quindi tutti i titoli presenti sul mercato;

$(r_m - r_f)$ rappresenta quindi il *premio per il rischio di mercato*;

β é un indice che misura la sensibilità globale dei prezzi di un titolo alle variazioni generali del mercato nel suo complesso; è pertanto indicativo del rischio sistematico o di mercato del titolo azionario considerato.

In estrema sintesi, diremo che un $\beta > 1$ è indicativo di un titolo “aggressivo”, che si muove cioè nella stessa direzione del mercato ma con un intensità maggiore; come tale è indice di un titolo maggiormente esposto a possibili oscillazioni dei rendimenti, quindi rischioso.

Viceversa, titoli con $\beta < 1$ sono considerati “conservativi” in quanto contraddistinti da una propensione all’oscillazione minore rispetto a quella del mercato nel suo complesso, come tale è indice di un rischio inferiore a quello complessivo di mercato.

Costo del capitale di terzi

Il costo del capitale di debito i_d della Società, da utilizzare ai fini del calcolo del **WACC**, è pari al tasso medio del capitale di terzi (tasso medio sui debiti onerosi esclusi dal calcolo dei flussi finanziari unlevered) i_d , tenendo conto della deducibilità fiscale degli interessi passivi.

Struttura finanziaria della Società

I tassi sopra definiti, rappresentando il costo opportunità di tutte le componenti del capitale, azionario e di debito, devono essere ponderati in relazione alla struttura finanziaria della Società.

Ai fini della stima della struttura finanziaria della Società, ossia della definizione dei pesi w_e e w_d , diversi approcci alternativi sono proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale. In particolare, i pesi possono essere determinati sulla base di diversi approcci:

- Struttura finanziaria della Società alla data di riferimento della valutazione, utilizzando i valori di mercato del capitale proprio e del capitale di terzi. Tale approccio si basa sull’ipotesi che l’attuale struttura finanziaria della Società sia rappresentativa della composizione tendenziale del capitale;

- Struttura finanziaria prospettica della Società. Questa può essere a sua volta definita sulla base di:
 - Valori medi di mercato del capitale proprio e del capitale di terzi, rilevati sulla base di un campione di imprese comparabili. Tale approccio si fonda sul presupposto che la struttura finanziaria della Società si allineerà a quella dei suoi *competitors*;
 - Valori medi del capitale proprio e del capitale di terzi previsti dal management della Società ed incorporati nelle ipotesi di piano. Secondo tale approccio, vengono fatte previsioni esplicite sulla composizione prospettica del capitale della Società.

F.5 METODO DELLE QUOTAZIONI DI MERCATO

Il metodo delle quotazioni di mercato – che trova il proprio fondamento nel presupposto che la valutazione di una società sia validamente rappresentata dalla capitalizzazione determinata in base ai prezzi dei titoli quotati sui mercati regolamentati – è generalmente utilizzato in dottrina e nella prassi per la valutazione di società quotate, a condizione che il volume di titoli scambiati sul mercato sia significativo e che si tenga conto di un arco temporale abbastanza ampio, tale da compensare eventuali picchi dei corsi giornalieri. Tale metodo, in sostanza, stima il valore del capitale economico delle società oggetto di valutazione, attraverso l’osservazione delle quotazioni delle azioni in un periodo temporale di ampiezza significativa e in prossimità della data di elaborazione della valutazione.

Il ricorso al metodo in esame permette di ottenere valutazioni meno influenzabili da ipotesi di natura soggettiva, rispetto ad altri metodi tipicamente utilizzati nella prassi (quali ad esempio il DCF) e che richiedono sia la loro formulazione di ipotesi sui flussi finanziari futuri sia la stima del profilo di rischio delle società oggetto di valutazione. Per contro, tale metodo talvolta potrebbe non consentire un pieno apprezzamento dell’effettivo valore delle società qualora i titoli non siano caratterizzati da una sufficiente liquidità.

Al fine di ridurre gli effetti della variabilità di breve periodo che caratterizza abitualmente i mercati finanziari si fa riferimento solitamente a periodi temporali di diversa ampiezza per il calcolo delle medie di mercato.

Nella fattispecie lo Scrivente ritiene però tale metodo non applicabile per Yorkville bhn a causa della elevata erraticità del valore azionario; rifacendosi infatti alle statistiche di Borsa dal 4/01/2010 al 19/07/2010, la volatilità del titolo è pari al **63,12%**, molto più alta rispetto alla volatilità di mercato pari al **29,07%**, calcolata come media, nello stesso periodo di riferimento, delle società a più elevata capitalizzazione. Tale scostamento rispetto alla media dei valori determina infatti una bassa significatività del prezzo azionario della Yorkville.

Il prospetto che segue riporta nel dettaglio le volatilità delle società utilizzate per il calcolo della volatilità di mercato.

VOLATILITA' - STATISTICHE DAL 04/01/2010 AL 19/07/2010	
Fiat SpA	35,46%
Unicredit SpA	41,60%
Intesa San Paolo SpA	38,78%
Mondadori SpA	31,85%
ENI SpA	21,53%
Enel SpA	21,47%
Pirelli & C. SpA	32,34%
Telecom Italia SpA	29,03%
Finmeccanica SpA	23,75%
Generali Assicurazioni SpA	26,55%
Tenaris SpA	21,47%
75° percentile	33,90%
25° percentile	22,64%
Mediana	27,79%
Media	29,07%
Media geometrica	28,33%
Yorkville BHN SpA	63,12%

Fonte: Borsa Italiana

F.6 VALUTAZIONE DELLE OPZIONI SU AZIONI: IL MODELLO BLACK-SCHOLES

Alla data di redazione del presente lavoro risulta essere in atto una trattativa posta in essere al fine di concludere un contratto (in sostituzione di uno precedente datato 27 gennaio 2010) di acquisto del 100% delle quote azionarie relative alle società di gestione dei fondi Yorkville Advisors LLC (YA) e Yorkville Advisors GP (YA GP).

Il possesso di tale contratto di opzione da parte della Società potrebbe influenzare il valore corrente teorico di Yorkville. La valutazione dell'opzione sarà effettuata con il modello di Black-Scholes.

Di seguito vengono riportate semplicemente le formule a cui il modello perviene per il calcolo delle opzioni, tralasciando la teoria sottostante.

Il prezzo di un'opzione call europea, con scadenza T , valutata in t , è dato da:

$$C(S, t) = S_t N(d_1) - K e^{-r(T-t)} N(d_2)$$

Per un' opzione put europea, l'espressione corrispondente è:

$$P(S, t) = K e^{-r(T-t)} N(-d_2) - S_t N(-d_1)$$

Dove:

- S_t è il prezzo del titolo sottostante
- K è il prezzo d'esercizio dell'opzione
- r è il tasso di interesse privo di rischio, espresso in base annua;
- $N(.)$ denota la funzione di ripartizione di una variabile casuale normale;

e:

$$d_1 = \frac{\ln \frac{S_t}{K} + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right) (T - t)}{\sigma \sqrt{T - t}}; \quad d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T - t}$$

- σ^2 è la varianza percentuale istantanea del logaritmo del prezzo del titolo sottostante, espressa anch'essa su base annua.

Nel caso delle opzioni americane (opzioni che, a differenza di quelle europee che possono essere esercitate solo a scadenza, sono esercitabili in qualsiasi momento prima della scadenza) il valore dei relativi contratti viene calcolato ricorrendo al metodo dell'approssimazione di Black. Utilizzando come prezzo del titolo sottostante S_t^* il prezzo del titolo ridotto del valore attuale dei flussi positivi che verranno distribuiti durante la vita dell'opzione, ed incrementato del valore attuale dei flussi di cassa negativi:

$$S_t^* = S_t - VA(RICAVI) + VA(COSTI)$$

Prendendo per esempio in considerazione un'opzione call americana, si tratta di valutare, utilizzando S_t^* :

- a) un'opzione europea che ha la stessa scadenza dell'opzione americana;

- b) le opzioni europee che scadono subito prima della liquidazione dei flussi di cassa positivi nel corso della scadenza dell'opzione, nell'idea che non sarebbe ottimale esercitare l'opzione call se non appena prima del pagamento del dividendo, se non sono previsti altri flussi di cassa intermedi.

Il prezzo dell'opzione americana è considerato uguale al maggiore dei prezzi di queste call europee.

G) VALUTAZIONE DI YORKVILLE BHN SPA

Essendo Yorkville una holding di partecipazioni, si è ritenuto opportuno calcolare il valore corrente teorico della Società seguendo il metodo della Somma delle Parti (SOP), sommando algebricamente al patrimonio netto contabile separato al 30/06/2010 di Yorkville bhn S.p.a.:

- Minus/plusvalenze implicite nelle partecipazioni della Società in RPX Ambiente S.r.l. e in AQ Tech S.p.a.;
- Costi di gestione della holding.

Al fine di determinare le minus/plusvalenze nelle partecipazioni delle Società, i valori delle stesse sono determinati come segue:

- RPX: valutazione con il metodo del Discounted Cash Flow;
- AQ Tech: valutazione al costo di acquisto (valore risultante dal bilancio separato al 30 giugno 2010).

G.1 VALUTAZIONE DI RPX AMBIENTE SRL

G.1.1 IL BUSINESS PLAN 2010-2014

In data 16 marzo 2010 il CdA di RPX Ambiente S.r.l. aveva approvato il Piano Industriale della Società con riferimento al periodo 2010-2014. Successivamente a tale data, si sono verificati degli accadimenti che hanno portato il management della Società a dover redigere un nuovo business plan che tenesse conto di tali fatti.

Il nuovo Business Plan di RPX Ambiente S.r.l. 2010-2014 è stato predisposto dal management partendo dai dati della situazione patrimoniale ed economica semestrale al 30 giugno 2010.

Tale documento ha come finalità ultima quella di sviluppare delle proiezioni che consentano di raggiungere gli obiettivi di crescita ed effettuare un'analisi di sostenibilità dal punto di vista economico e finanziario.

In realtà, come evidenziato nella relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2009 della Capogruppo, il precedente piano della Società già considerava che l'andamento gestionale di RPX Ambiente era stato

fortemente condizionato, nella prima parte dell'esercizio 2009, da una serie di fattori, nel seguito riepilogati:

- “una congiuntura di mercato sfavorevole sul fronte dei prezzi delle materie prime che già si era manifestata negli ultimi mesi del 2008 e nei primi mesi del 2009;
- Alcuni errori strategici nella programmazione degli acquisti e della produzione;
- Un controllo non adeguato dei prezzi delle materie prime e, in minor misura, anche un monitoraggio deficitario nei prezzi di vendita dei prodotti finiti;
- L'inadeguatezza di un sistema di controllo interno e di gestione;
- Sopravvenienze passive a seguito dell'accertamento di passività precedentemente non accantonate”.

In aggiunta a ciò, evidenziamo che nel primo semestre del 2010 si sono manifestati i seguenti eventi: (fonte: Relazione tecnica di Q4M S.a.s., Allegato n. 15)

- Problemi creati dal materiale di scarto presente nel telo agricolo alle ventole usate nella linea industriale (nel primo semestre è stata utilizzata la linea industriale per la produzione di granulo rigenerato proveniente da telo agricolo); ciò ha fatto sì che la capacità produttiva del primo semestre 2010 fosse inferiore rispetto a quella prospettata nel vecchio piano; tale problema è stato risolto con l'installazione di un sistema di aspirazione per bypassare le ventole, ma solo nel corso del mese di Giugno 2010;
- Problemi di manutenzioni preventive per quanto riguarda la linea agricola, determinate dal fatto che non sono state condotte con regolarità; ciò ha fatto sì che la capacità produttiva effettiva del primo semestre 2010 fosse sensibilmente diversa da quella prevista dal vecchio piano;
- Crescita del Business del Compound da inizio 2010: da quella data infatti la Società si è accreditata presso il consorzio Co.Re.Pla. avendo così la possibilità di accedere ad aste di acquisto per l'approvvigionamento della materia prima. Ciò ha consentito delle forti economie sui prezzi pagati al mercato libero e una disponibilità del prodotto

molto più regolare. Va comunque sottolineato che in termini quantitativi si tratta di un contributo limitato, entro le 1.000 tonnellate nell'anno.

Il nuovo business plan 2010-2014 redatto dal management di RPX Ambiente è diretta conseguenza di quanto precedentemente esposto e, pur contenendo alcuni degli elementi della gestione aziendale del precedente piano industriale (che sottolineavano la forte discontinuità gestionale rispetto ai piani redatti nei precedenti esercizi), tiene in considerazione, come già più volte specificato, di quanto avvenuto nel primo semestre del 2010 e delle possibili soluzioni alla criticità riscontrate.

Sono nel seguito analizzate le principali assunzioni su cui si basa il nuovo Business Plan 2010-2014:

Ricavi: Di seguito rappresentiamo l'evoluzione dei ricavi prevista nel piano 2010-2014:

	2010	2011	2012	2013	2014
RICAVI (€'000)	6.749.915	10.096.400	10.413.200	10.571.600	10.665.200
PREZZO MEDIO (€)	538	572	574	575	576
TONNELLATE	12.535	17.660	18.140	18.380	18.500

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

La crescita dei ricavi 2010 – 2014 (CAGR 12%) è imputabile all'incremento delle quantità prodotte, dovuto alla maggiore saturazione degli impianti e agli investimenti da effettuare nel corso del 2010, parte dei quali finalizzati ad aumentare la capacità produttiva. Si evidenzia infatti che nell'ultimo esercizio la produzione ha subito rallentamenti a causa del susseguirsi di alcuni problemi di natura tecnica imputabili agli impianti di produzione. Il management conferma che, attraverso una serie di interventi di manutenzione ordinaria e investimenti tecnici già parzialmente realizzati (per la descrizione di questi ultimi si rinvia alle pagine successive), sarà possibile raggiungere le percentuali di saturazione necessarie per la produzione delle quantità preventivate nel piano.

Di seguito rappresentiamo i ricavi complessivi suddivisi tra le tre linee di prodotto "Agricoltura/Industria", "Compound" e "HD", evidenziando sia le quantità di vendita che i prezzi unitari previsti negli anni di piano.

Ricavi delle Vendite per linea di prodotto

QUANTITA' (tons)	2010	2011	2012	2013	2014
AGRICOLA/INDUSTRIA	10.471	14.880	15.120	15.240	15.240
COMPOUND	1.194	1.440	1.680	1.800	1.920
HD	870	1.340	1.340	1.340	1.340
PREZZO UNITARIO (€)	2010	2011	2012	2013	2014
AGRICOLA/INDUSTRIA	501	540	540	540	540
COMPOUND	778	780	780	780	780
HD	659	700	700	700	700
TOTALE RICAVI (€)	6.749.915	10.096.400	10.413.200	10.571.600	10.665.200

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

In particolare si evidenzia dal 2010 al 2011 un sensibile aumento sia del prezzo unitario medio che delle quantità dei prodotti legati alla linea Agricolo/Industriale; il prezzo unitario medio passa da 501 €/ton nel 2010 a 540 €/ton nel 2011 (per poi rimanere costante negli anni successivi di piano) sulla base delle tendenze di mercato (Allegato 15). La tendenza all'aumento dei prezzi del granulo rigenerato è confermata anche dalla lettura della relazione allegata al presente documento (Allegato 15), da cui emerge che il prezzo medio del granulo rigenerato si aggira nell'intorno dei 600 €/ton. L'aumento delle quantità previste, come precedentemente evidenziato, è determinato dalla maggiore saturazione degli impianti che, secondo le previsioni del management, passano da una produzione di 35 tons/giorno del 2010 (dato medio annuo che risente dei problemi che gli impianti di produzione hanno avuto nel primo semestre 2010) alle 49 tons/giorno nel 2011. Tale previsione sarà comunque ottenibile solo completando il programma di investimenti preventivato dal management. Negli anni successivi di piano è prevista una crescita delle quantità prodotte fino a 51 tons/giorno nel 2013 e nel 2014.

Costi di acquisto di materie prime: nelle tabelle seguenti è riportato il dettaglio dei costi di acquisto materie prime negli anni di piano e l'evoluzione prospettica della voce "consumo di materie prime":

Costo acquisto di materie prime

QUANTITA' (tons)	2010	2011	2012	2013	2014
AGRICOLTURA NERA	20.350	26.453	26.880	27.093	27.093
AGRICOLTURA TRASPARENTE	3.910	5.952	6.048	6.096	6.096
HD	1.080	1.675	1.675	1.675	1.675
PREZZO UNITARIO (€)	2010	2011	2012	2013	2014
AGRICOLTURA NERA	49	50	50	50	50
AGRICOLTURA TRASPARENTE	141	150	150	150	150
HD	323	323	323	323	323
TOTALE COSTO ACQ. MP (€)	1.897.898	2.756.492	2.792.225	2.810.092	2.810.092

Dettaglio voci "Consumo di Materie Prime"

Valori espressi in €	2010	2011	2012	2013	2014
ACQUISTO MATERIE PRIME	1.897.898	2.756.492	2.792.225	2.810.092	2.810.092
MASTER	102.955	129.600	151.200	162.000	172.800
MAT. MANUTENZIONE	309.351	240.000	240.000	240.000	240.000
MAT. IMBALLAGGIO	131.261	194.260	199.540	202.180	203.500
TRASPORTI	81.805	85.000	85.000	85.000	85.000
TOTALE COSTI	2.523.270	3.405.352	3.467.965	3.499.272	3.511.392

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

Come per i ricavi l'andamento dei prezzi di acquisto è previsto sostanzialmente costante per tutti gli anni di piano ad eccezione del prezzo unitario relativo al telo agricolo trasparente che passa da 141 €/ton del 2010 a 150 €/ton negli anni successivi.

Si evidenzia anche una diminuzione della voce di costo relativa all'acquisto dei materiali di manutenzione dal 2010 al 2011 (309 €/000 nel 2010, 240 €/000 nel 2011) per effetto degli interventi manutentivi che si sono verificati nel primo semestre del 2010.

Costi per servizi: di seguito rappresentiamo l'evoluzione dei costi per servizi e il dettaglio delle voci di costo per gli anni di piano 2010-2014:

Dettaglio voci "Costi per Servizi"

Valori espressi in €	2010	2011	2012	2013	2014
Energia	1.862.135	2.139.268	2.139.268	2.139.268	2.139.268
Costi Vendita	80.000	120.000	140.000	140.001	140.002
Mng Fee	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Prestazioni professionali	248.000	220.000	220.000	220.000	220.000
Spese Automezzi	11.788	18.000	18.000	18.000	18.000
Manuten. E Riapa	108.878	200.000	200.000	200.000	200.000
God. Beni di terzi	80.000	75.000	75.000	75.000	75.000
Spese sic. Ambiente	105.145	75.000	75.000	75.000	75.000
Spese per qualità	7.200	24.000	24.000	24.000	24.000
Spese generali	98.727	50.000	50.000	50.000	50.000
Assicurazioni	40.639	45.000	45.000	45.000	45.000
TOTALE COSTI	2.742.512	3.066.268	3.086.268	3.086.269	3.086.270

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

Tale voce è costituita principalmente dai costi inerenti l'energia elettrica che passano da 1.862 €/000 del 2010 a 2.139 €/000 negli anni di piano successivi. L'aumento dei costi energetici dal 2010 al 2011 (277 €/000) è correlato a un maggior sfruttamento degli impianti di produzione. Il management ci informa che nel corso dell'esperienza storica gli impianti hanno dimostrato un consumo massimo (CAP) e minimo (FLOOR) di energia elettrica. In particolare il CAP è stato individuato in circa 180 €/000 mese ed il FLOOR in circa 84 €/000.

Personale: rappresentiamo di seguito l'evoluzione del costo del personale per gli anni di piano 2010-2014:

Dettaglio voci "Costo del Personale"

Valori espressi in €	2010	2011	2012	2013	2014
Stipendi	838.000	902.330	933.912	966.598	1.000.429
Contributi	276.000	297.187	307.589	318.355	329.497
TFR	54.000	58.145	60.180	62.287	64.467
Altri Costi	6.000	6.461	6.687	6.921	7.163
TOTALE COSTI	1.174.000	1.264.123	1.308.368	1.354.161	1.401.556

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

Il management ha ipotizzato un aumento annuo del 3,5% di tale voce.

Altri costi operativi: rappresentiamo di seguito l'evoluzione della voce di costo "Altri costi operativi" per gli anni di piano 2010-2014:

Dettaglio voci "Altri Costi Operativi"

Valori espressi in €	2010	2011	2012	2013	2014
Contributi associativi	16.000	15.000	15.000	15.000	15.000
Sopravvenienze passive	33.652	0	0	0	0
valori bollati	1.650	2.500	2.500	2.500	2.500
Vidimazioni e certificati	900	1.000	1.000	1.000	1.000
ICI	13.338	14.000	14.000	14.000	14.000
Imposte di bollo	900	1.000	1.000	1.000	1.000
imposte e tasse diverse	6.582	7.000	7.000	7.000	7.000
Costi indeducibili	6.294	5.000	5.000	5.000	5.000
TOTALE COSTI	79.316	45.500	45.500	45.500	45.500

La variazione tra il 2010 e il 2011 (dal 2011 in poi tale voce rimane costante) è imputabile a una sopravvenienza passiva di 33 €/000 registrata nel primo semestre del 2010.

Investimenti: nel primo semestre del 2010, come in precedenza evidenziato, si sono riscontrati, soprattutto nella linea agricola, problemi tecnici di produzione. Il management ha quindi adottato correttivi (in parte tali soluzioni devono essere ancora completate) perché alcuni macchinari, a causa di una elevata forzatura nella gestione precedente, non accompagnata da una adeguata politica manutentiva, manifestavano problemi di tenuta tecnica. Evidenziamo inoltre, come risulta dalla relazione tecnica redatta dall'ing. Giuseppe Toscano (Allegato 15), che già alla fine del 2009, il management di RPX era intervenuto direttamente sulla linea industriale cercando di bypassare le problematiche della linea Agricola, utilizzando i macchinari della linea industriale per

lavorare i teli provenienti da serre ed altre attività agricole. Tali interventi pur determinando positivi risultati iniziali hanno comportato problematiche di natura tecnica sulla stessa linea industriale a causa del fatto che i teli di provenienza agricola contengono dei materiali inerti che hanno portato a logorare fisicamente le “ventole” di aspirazione del materiale generando ulteriori fermi nella produzione con ovvi riflessi sul fatturato e sulla gestione di natura finanziaria. Quest’ultima problematica è stata direttamente superata tramite un investimento relativo all’inserimento nel processo produttivo di una ventola di aspirazione che ha evitato il problema del logorio delle ventole sulla linea industriale. Altra criticità che il management evidenzia è rappresentata dalla *sincronizzazione del processo produttivo* (effettuata ad oggi secondo metodologie non computerizzate); se si produce poco si danneggia la capacità produttiva, un’eccessiva produzione determina colli di bottiglia che si vengono a creare a valle della catena. Da ciò, secondo il management, è necessario intervenire a monte del processo, con un layout già testato sulla linea industriale.

Il management prevede quindi di effettuare nel 2010 i seguenti interventi per un importo complessivo pari a 685 €000:

Linea Agricola:

- sostituzione di 4 centrifughe da inserire nel processo produttivo tra giugno e agosto;
- acquisto di un tritatore in sostituzione dei due attuali.

Linea Industriale

Nel mese di Giugno 2010, come precedentemente evidenziato, è stato acquistato e collaudato un aspiratore.

Sono previsti ulteriori investimenti, per:

- montaggio del cilindro, vite e motore a corrente alternata per circa;
- cambio degli estrusori.

Come risulta dal piano economico finanziario consegnatoci dal management, al 30 giugno 2010 risultano essere stati effettuati investimenti per circa 170 €000.

Con gli interventi evidenziati il Management afferma che le due linee dovrebbero arrivare a produrre circa 1500 tons/mese (totale tra linea Agricolo ed Industriale).

Per quanto riguarda gli anni successivi al 2010 il management ipotizza: 248 €/000 nel 2011, 527 €/000 nel 2012, 502 €/000 nel 2013 e 570 €/000 nel 2014.

Riteniamo necessario precisare che in base all'attuale situazione finanziaria non è ipotizzabile che RPX Ambiente sia in grado di finanziare tali investimenti con la cassa che la Società genera con la gestione operativa; è necessario quindi che la Controllante fornisca supporto finanziario per consentirle di sostenere gli investimenti necessari per l'ampliamento della capacità produttiva.

Il CdA di Yorkville bhn S.p.A., tenutosi il 23 giugno 2010, ha deliberato di fornire a Rpx Ambiente (Allegato 15) il supporto finanziario necessario per realizzare gli investimenti previsti e rientrare dall'esposizione debitoria verso i fornitori.

Ad oggi riteniamo che, senza il supporto finanziario della Controllante gli obiettivi di ricavo previsti nel Piano 2010-2014 di Rpx Ambiente non siano raggiungibili.

Rimanenze: il livello delle rimanenze per il 2010 è previsto pari a 370 €/000, mentre negli anni successivi il management ipotizza un importo costante pari a 200 €/000.

Crediti commerciali: i crediti commerciali variano in funzione di un tasso di rotazione medio negli anni di piano di circa 45 giorni.

Debiti commerciali: i tempi medi di pagamento dei fornitori previsti nel piano sono di circa 80 giorni (media 2010-2014). A fine 2010 il livello dei debiti commerciali è previsto pari a 3.594 €/000. Da tale importo, al fine di effettuare una normalizzazione dei flussi di cassa prospettici e dare una migliore rappresentazione della gestione operativa, sono stati individuati e separati gli importi relativi ai debiti di natura commerciale "scaduti". Sulla base di tali considerazioni i Debiti Commerciali al 31 dicembre del 2010, risultano pari a 1.463 €/000. Si precisa che pur presentando piani di rientro regolarmente concordati con le relative controparti, lo scrivente, prudenzialmente, iscriverà l'intero importo dei debiti riscadenzati tra le passività finanziarie.

STRUTTURA DEI DEBITI (€000)	30-giu-10	2010	2011	2012	2013	2014
DEBITI COMMERCIALI	423	1.463	1.692	1.717	1.718	1.739
DEBITI COMMERCIALI SCADUTI	2.295	1.363	616	---	---	---
DEBITI COMMERCIALI RISCADENZIATI	1.796	768	13	---	---	---
TOTALE	4.514	3.594	2.321	1.717	1.718	1.739

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

Finanziamenti: di seguito rappresentiamo la composizione della Posizione Finanziaria Netta al 30 giugno 2010 e negli anni 2010-2014.

RPX PASSIVO €000/000	STORICO	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN
	30-giu-10	2010	2011	2012	2013	2014
Debiti Finanziari a Breve	1.238	1.164	1.748	1.745	---	---
Debiti v/ Yorkville Bhn	649	199	542	---	---	---
Debiti Commerciali scaduti	2.295	1.363	616	---	---	---
Debiti Commerciali riscadenziati	1.796	768	13	---	---	---
Debiti Tributarî Scaduti	722	727	345	259	173	86
Debiti Finanziari a Lungo	1.342	1.370	484	---	---	---
Cassa	(35)	---	---	---	(52)	(1.378)
Posizione Finanziaria Netta	8.007	5.590	3.748	2.004	121	(1.292)

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

L'indebitamento finanziario rappresentato nella tabella in alto è comprensivo dei debiti commerciali scaduti/riscadenziati e della componente di debiti tributari per i quali sono stati concordati piani di rientro. La Posizione Finanziaria Netta, alla data del 30 giugno 2010, comprende anche un "Debito v/ Yorkville Bhn" per un importo pari a 649 €000. Il presidente ed amministratore delegato della Yorkville bhn, nella persona di Marco Prete, ha firmato un accordo con il quale rinuncia al "Credito v/ RPX" per un importo pari a 450 €000 (152 €000 derivante dal contratto di servizio siglato il 28 Aprile del 2009 e 298 €000 tramite rinuncia parziale al credito infragruppo derivante dal conto corrente di corrispondenza disciplinato dal contratto di gestione finanziaria centralizzata sottoscritto tra le medesime parti in data 12 giugno 2009). Il contratto di rinuncia è allegato al presente lavoro (Allegato 15).

Patrimonio netto: come evidenziato in precedenza, per effetto della rinuncia al credito di Yorkville bhn, nel corso del 2010 il patrimonio netto aumenta di 450 €000 (fondo copertura perdite). Durante gli altri anni di piano l'evoluzione del patrimonio netto è imputabile unicamente ai valori del risultato netto. Precisiamo che l'aumento in conto copertura perdite derivante dalla rinuncia al credito della controllante di RPX, deriva dal manifestarsi della fattispecie prevista dall'articolo 2482 ter del c.c., segnaliamo infatti che alla data del 30 giugno del 2010 il patrimonio netto della RPX risulta essere negativo

per 317 €/000, rendendo necessario un ulteriore intervento da parte dell'azionista.

Tale situazione è particolarmente importante se letta in modo congiunto con lo stanziamento di Crediti per Imposte Anticipate per 1.500 €/000 (accantonate a seguito di perdite fiscali degli anni precedenti) nel bilancio 2009. Alla luce del Piano di Rpx è possibile che una quota delle imposte anticipate in scadenza nel 2010 possa non essere utilizzata e si trasformi quindi in un costo per la società, deteriorando ulteriormente il patrimonio netto e rendendo quindi necessaria una nuova ricapitalizzazione da parte dell'azionista. Alla data del 30 giugno 2010 le imposte anticipate ammontano a 1.445 €/000 a causa del mancato utilizzo, pari a 55 €/000, di una quota dell'importo stanziato al 31 dicembre 2009.

Si ricorda infine che il principio contabile n° 25, relativo al trattamento contabile delle imposte sul reddito afferma che “il beneficio fiscale potenziale connesso a perdite riportabili non è iscritto a bilancio fino all'esercizio di realizzazione dello stesso, salvo che sussistano contemporaneamente le seguenti condizioni:

- esiste una ragionevole certezza di ottenere in futuro imponibili fiscali che potranno assorbire le perdite riportabili, entro il periodo nel quale le stesse sono deducibili secondo la normativa tributaria;
- le perdite in oggetto derivano da circostanze ben identificate, ed è ragionevolmente certo che tali circostanze non si ripeteranno.”

I conti economici prospettici preparati dal management per il periodo 2010-2014 sono riepilogati nella tabella seguente. I valori al 30 giugno 2010 sono pre-closing:

Conto Economico						
EUR/000	Storico 30-giu-2010	Piano 2010	Piano 2011	Piano 2012	Piano 2013	Piano 2014
Ricavi	2.465,9	6.749,9	10.096,4	10.413,2	10.571,6	10.665,2
Altri ricavi e proventi	62,6	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Valore della Produzione	2.528	6.790	10.136	10.453	10.612	10.705
Consumi di materie prime e merci	(1.091,5)	(2.523,3)	(3.405,4)	(3.468,0)	(3.499,3)	(3.511,4)
Costi per servizi	(1.294,5)	(2.742,5)	(3.066,3)	(3.086,3)	(3.086,3)	(3.086,3)
Altri costi operativi	(53,2)	(79,3)	(45,5)	(45,5)	(45,5)	(45,5)
Valore aggiunto	89	1.445	3.619	3.853	3.981	4.062
<i>in % sul Valore della Produzione</i>	<i>3,5%</i>	<i>21,3%</i>	<i>35,7%</i>	<i>36,9%</i>	<i>37,5%</i>	<i>37,9%</i>
Costo del personale	(586,6)	(1.174,0)	(1.264,1)	(1.308,4)	(1.354,2)	(1.400,6)
EBITDA	(497)	271	2.355	2.545	2.626	2.661
Ammortamenti	(276,0)	(533,0)	(552,0)	(571,0)	(571,0)	(571,0)
Accantonamenti	(40,6)	(100,0)	(100,0)	(100,0)	(100,0)	(100,0)
EBIT	(814)	(362)	1.703	1.874	1.955	1.990
<i>in % sul Valore della Produzione</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>17,9%</i>	<i>18,4%</i>	<i>18,6%</i>
Proventi finanziari	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oneri finanziari netti	(98,1)	(185,9)	(282,0)	(258,0)	(215,0)	(190,0)
Risultato gestionale	(912,0)	(548,1)	1.421,2	1.616,1	1.740,4	1.800,5
Oneri/Proventi straordinari	(55,0)	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Svalutazione partecipazioni	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Risultato ante imposte	(967,0)	(448,1)	1.421,2	1.616,1	1.740,4	1.800,5
imposte	0,0	0,0	(423,0)	(550,0)	(592,0)	(612,0)
Net Income	(967)	(448)	998	1.066	1.148	1.188

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

Gli stati patrimoniali prospettici per il periodo 2010-2014 sono riepilogati nella tabella seguente. I valori al 30 giugno 2010 sono pre-closing:

Stato Patrimoniale						
EUR/000	Storico 30-giu-2010	Piano 2010	Piano 2011	Piano 2012	Piano 2013	Piano 2014
Crediti commerciali	1.244	956	1.425	1.470	1.492	1.505
Debiti commerciali	(423)	(1.463)	(1.692)	(1.717)	(1.718)	(1.739)
Rimanenze	712	370	200	200	200	200
Circolante commerciale	1.534	(137)	(67)	(47)	(26)	(34)
Altre attività	1.717	1.697	1.175	698	187	153
Altre passività	(659)	(524)	(455)	(471)	(487)	(504)
Circolante non commerciale	1.058	1.173	720	227	(300)	(351)
Capitale circolante netto	2.592	1.035	653	180	(326)	(385)
Immobilizzazioni immateriali	17	18	16	14	12	10
Immobilizzazioni materiali	6.302	6.560	6.258	6.216	6.151	6.152
Immobilizzazioni finanziarie	1	1	1	1	1	1
Immobilizzazioni	6.320	6.579	6.275	6.231	6.164	6.163
Fondi Rischi e passività a M/L	(1.222)	(1.372)	(1.530)	(1.690)	(1.852)	(2.017)
Capitale Investito Netto	7.690	6.242	5.398	4.721	3.985	3.761
Debiti verso banche a breve	1.238	1.164	1.748	1.745	0	0
Mutui e fin. a medio termine	1.342	1.370	484	0	0	0
Debiti Commerciali Scaduti	2.295	1.363	616	0	0	0
Debiti Commerciali riscadenziati	1.796	768	13	0	0	0
Debiti tributari scaduti	722	727	345	259	173	86
Debiti v/ Yorkville Bhn	649	199	542	0	0	0
Debiti finanziari	8.041,1	5.590,2	3.747,6	2.004,2	172,5	86,3
Cassa	(35)	0	0	0	(52)	(1.378)
Posizione finanziaria netta	8.007	5.590	3.748	2.004	121	(1.292)
Capitale sociale	84	84	84	84	84	84
Riserve	566	1.016	568	1.566	2.632	3.781
Risultato di periodo	(967)	(448)	998	1.066	1.148	1.188
Patrimonio Netto	(316,8)	652,1	1.650,2	2.716,3	3.864,7	5.053,2
Totale Fonti	7.690	6.242	5.398	4.721	3.985	3.761

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

I rendiconti finanziari prospettici per il periodo 2010-2014 sono riepilogati nella tabella seguente:

Cash Flow Statement					
EUR/000	Piano 2010	Piano 2011	Piano 2012	Piano 2013	Piano 2014
Gestione Corrente					
EBIT	(362)	1.703	1.874	1.955	1.990
Ammortamenti e svalutazioni	533	552	571	571	571
Variazione del Capitale Circolante Netto	262	382	473	506	58
Variazione Fondo Rischi e Passività a M/L	136	158	160	162	164
Cash flow from operating activities	568	2.796	3.078	3.195	2.784
Immobilitazioni					
Capex	(685)	(248)	(527)	(504)	(570)
Cash from investing activities	(685)	(248)	(527)	(504)	(570)
Operating Free Cash Flow	(116)	2.548	2.551	2.691	2.214
Oneri finanziari netti	(186)	(282)	(258)	(215)	(190)
Gestione straordinaria	100	0	0	0	0
Imposte	0,0	(423,0)	(550,0)	(592,0)	(612,0)
Cash Flow available for Financial Activities	(202)	1.843	1.743	1.884	1.412
Financing Activities					
Variazione delle componenti operative riclassificate	(432)	(1.129)	(702)	(86)	(86)
Variazione Patrimonio Netto	450,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash from Financing Activities	18	(1.129)	(702)	(86)	(86)
Net Change in Cash	(184)	714	1.041	1.797	1.326

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

G.1.2 APPLICAZIONE DELLA METODOLOGIA DCF *UNLEVERED*

Stima dei flussi di cassa:

I flussi finanziari per il periodo di proiezione esplicita da attualizzare sono quelli *unlevered*, ossia i flussi annui di cassa resi disponibili dalla sola attività operativa dell'azienda, al lordo di tutte le componenti finanziarie quali, ad esempio, accensioni e rimborsi di finanziamenti, oneri finanziari, aumenti o rimborsi di capitale e dividendi.

Sono stati, quindi, ricostruiti sulla base dei piani finanziari predisposti dal management i flussi di cassa lordi *unlevered*.

Al fine di pervenire alla determinazione del valore corrente teorico della RPX Ambiente S.r.l., sono state effettuate le seguenti rettifiche:

Rettifiche economiche:

- Management Fee: tale componente di costo è relativa al “Contratto di Servizio” siglato il 28 Aprile del 2009 con la Capogruppo Yorkville che prevede il pagamento di un importo

di 100 €/000. Tale voce verrà posta pari a 30 €/000 (tale ultimo valore rappresenta una previsione del management relativa al costo che avrebbe dovuto essere sostenuto dalla società per l'assunzione di un controller al fine di ridurre l'impegno nei confronti di Yorkville bhn).

Di seguito i valori economici storici al 30 giugno 2010 e prospettici 2010-2014 al netto delle modifiche rappresentate nella tabella in alto.

Conto Economico							
EUR/000	Storico 30-giu-2010	PREVISIONE II SEMESTRE 2010	Piano 2010	Piano 2011	Piano 2012	Piano 2013	Piano 2014
Ricavi	2.465,9	4.284,0	6.749,9	10.096,4	10.413,2	10.571,6	10.665,2
Altri ricavi e proventi	62,6	(22,6)	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Valore della Produzione	2.528	4.261	6.790	10.136	10.453	10.612	10.705
Consumi di materie prime e merci	(1.091,5)	(1.431,8)	(2.523,3)	(3.405,4)	(3.468,0)	(3.499,3)	(3.511,4)
Costi per servizi	(1.294,5)	(1.413,0)	(2.672,5)	(2.996,3)	(3.016,3)	(3.016,3)	(3.016,3)
Altri costi operativi	(53,2)	(26,1)	(79,3)	(45,5)	(45,5)	(45,5)	(45,5)
Valore aggiunto	89	1.391	1.515	3.689	3.923	4.051	4.132
in % sul Valore della Produzione	3,5%	32,6%	22,3%	36,4%	37,5%	38,2%	38,6%
Costo del personale	(586,6)	(587,4)	(1.174,0)	(1.264,1)	(1.308,4)	(1.354,2)	(1.400,6)
Accantonamento TFR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	(497)	803	341	2.425	2.615	2.696	2.731
Ammortamenti immateriali	(276,0)	(257,0)	(533,0)	(552,0)	(571,0)	(571,0)	(571,0)
Accantonamenti	(40,6)	(59,4)	(100,0)	(100,0)	(100,0)	(100,0)	(100,0)
EBIT	(814)	487	(292)	1.773	1.944	2.025	2.060
in % sul Valore della Produzione	0,0%	11,4%	-4,3%	17,5%	18,6%	19,1%	19,2%
Proventi finanziari	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oneri finanziari netti	(98,1)	(87,7)	(185,9)	(282,0)	(258,0)	(215,0)	(190,0)
Risultato gestionale	(912,0)	398,9	(478,1)	1.491,2	1.686,1	1.810,4	1.870,5
Oneri/Proventi straordinari	(55,0)	155,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Svalutazione partecipazioni	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Risultato ante imposte	(967,0)	553,9	(378,1)	1.491,2	1.686,1	1.810,4	1.870,5
imposte	0,0	0,0	0,0	(423,0)	(550,0)	(592,0)	(612,0)
Net Income	(967)	554	(378)	1.068	1.136	1.218	1.258

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

Rettifiche patrimoniali:

- come precedentemente descritto il valore della posizione finanziaria netta è stato rettificato tenendo conto della debiti di natura commerciale scaduti (sia quelli per i quali è stato redatto un piano di rientro con i clienti sia quelli per i quali ad oggi non esiste alcun piano formalizzato);
- i debiti tributari per i quali è stata richiesta ed accordata un piano di rientro con gli Enti Pubblici competenti. Tali poste di bilancio saranno riclassificate come poste di natura finanziaria;
- alla data del 30 giugno 2010 il Patrimonio netto di RPX risulta essere negativo per 317 €/000. Come precedentemente descritto, in data 26 Luglio 2010 è stato siglato un contratto di

rinuncia al credito da parte di Yorkville bhn per 450 €000. Ai fini della presente valutazione, considerando anche che Yorkville bhn (ed in modo indiretto anche la controllante di quest'ultima YA Global Inv. LLC) si è impegnata al sostegno finanziario della RPX (Bozza del Verbale del Cda del 23 Giugno del 2010) e alla luce della lettera di rinuncia di cui sopra, alla data del 30 Giugno 2010, verrà considerato un aumento di capitale in conto copertura perdite per un importo pari a 450 €000;

- dalla lettura dei valori economici al 30 giugno 2010 emerge la presenza di imposte anticipate per un importo pari a 1.445 €000 e di imposte differite passive per 664 €000. Tali valori non verranno considerati ai fini del calcolo della variazione dei flussi finanziari connessi alle componenti del Capitale Circolante Netto.

Di seguito verranno rappresentate le variazioni di natura patrimoniale in discorso, attuate al 30 giugno del 2010 e negli anni di piano. Si precisa che i valori differenziali non riclassificati come poste di natura finanziaria (es. Imposte anticipate e differite) verranno inserite come riserve patrimoniali a quadratura. Il Debito verso Yorkville per 450 €000 verrà riclassificato come voce del Patrimonio Netto.

RPX ATTIVO	STORICO	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN
€uro/000	30-giu-10	I SEMESTRE	2010	2011	2012	2013	2014
Immobilizzazioni Immateriali	---	---	---	---	---	---	---
Immobilizzazioni Materiali	---	---	---	---	---	---	---
Immobilizzazioni Finanziarie	---	---	---	---	---	---	---
Totale Immobilizzazioni	---	---	---	---	---	---	---
Attivo Circolante	---	---	---	---	---	---	---
Crediti netti	---	---	---	---	---	---	---
Altre Attività	---	---	---	---	---	---	---
Altri Crediti	---	---	---	---	---	---	---
Rimanenze	---	---	---	---	---	---	---
Passivo Circolante	(1.796)	(768)	(768)	(13)	---	---	---
Fornitori ACTUAL	---	---	---	---	---	---	---
Fornitori RISCADENZIATI	(1.796)	(768)	(768)	(13)	---	---	---
Debiti tributari correnti	---	---	---	---	---	---	---
Altre Passività	---	---	---	---	---	---	---
Capitale Circolante Netto	(1.796)	(768)	(768)	(13)	---	---	---
Imposte Anticipate	1.445	1.445	1.445	1.021	545	34	---
Passività Operative M/L e Fondi	(664)	(664)	(664)	(664)	(664)	(664)	(664)
CAPITALE INVESTITO NETTO	(1.015)	13	13	344	(120)	(630)	(664)
STATO PATRIMONIALE							
RPX PASSIVO	STORICO	PREVISIONE BUSINESS PLAN					
€uro/000	30-giu-10	I SEMESTRE	2010	2011	2012	2013	2014
Debiti Finanziari a Breve	---	---	---	---	---	---	---
Debiti v/ Yorkville Bhn	450	---	---	---	---	---	---
Debiti Commerciali scaduti	---	---	---	---	---	---	---
Debiti Commerciali riscadenziati	(1.796)	(768)	(768)	(13)	---	---	---
Debiti Tributari Scaduti	---	---	---	---	---	---	---
Debiti Finanziari a Lungo	---	---	---	---	---	---	---
Cassa	---	---	---	---	---	---	---
Posizione Finanziaria Netta	(1.346)	(768)	(768)	(13)	---	---	---
Patrimonio Netto	---	---	---	---	---	---	---
FONDI	(1.346)	(768)	(768)	(13)	---	---	---
RISERVA A QUADRATURA	(331)	(781)	(781)	(357)	120	630	664

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

Di seguito il Piano Patrimoniale storico al 30 giugno 2010 e prospettico 2010-2014 al netto delle modifiche rappresentate nella tabella in alto.

RPX ATTIVO	STORICO	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN
€uro/000	30-giu-10	II SEMESTRE	2010	2011	2012	2013	2014
Immobilizzazioni Immateriali	17	18	18	16	14	12	10
Immobilizzazioni Materiali	6.302	6.560	6.560	6.258	6.216	6.151	6.152
Immobilizzazioni Finanziarie	1	1	1	1	1	1	1
Totale Immobilizzazioni	6.320	6.579	6.579	6.275	6.231	6.164	6.163
Attivo Circolante	1.516	1.208	1.208	1.579	1.623	1.645	1.658
Crediti netti	1.244	956	956	1.425	1.470	1.492	1.505
Altre Attività	237	217	217	120	120	120	120
Altri Crediti	35	35	35	34	33	33	33
Rimanenze	712	370	370	200	200	200	200
Passivo Circolante	(1.082)	(1.592)	(1.592)	(2.147)	(2.187)	(2.205)	(2.243)
Fornitori ACTUAL	(422)	(1.067)	(1.067)	(1.692)	(1.717)	(1.718)	(1.739)
Fornitori RISCADENZIATI	---	---	---	---	---	---	---
Debiti tributari correnti	(127)	---	---	---	---	---	---
Altre Passività	(533)	(524)	(524)	(455)	(471)	(487)	(504)
Capitale Circolante Netto	1.147	(14)	(14)	(368)	(365)	(360)	(385)
Imposte Anticipate	---	---	---	---	---	---	---
Passività Operative M/L e Fondi	(558)	(708)	(708)	(866)	(1.026)	(1.188)	(1.353)
CAPITALE INVESTITO NETTO	6.910	5.857	5.857	5.041	4.840	4.615	4.425
STATO PATRIMONIALE							
RPX PASSIVO	STORICO	PREVISIONE	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN
€uro/000	30-giu-10	II SEMESTRE	2010	2011	2012	2013	2014
Debiti Finanziari a Breve	1.238	1.164	1.164	1.748	1.745	---	---
Debiti vi Yorkville Bhn	199	199	199	542	---	---	---
Debiti Commerciali scaduti	2.296	1.759	1.759	616	---	---	---
Debiti Commerciali riscadenziati	1.796	768	768	13	---	---	---
Debiti Tributari Scaduti	722	727	727	345	259	173	86
Debiti Finanziari a Lungo	1.342	1.370	1.370	484	---	---	---
Cassa	(35)	---	---	---	---	(52)	(1.378)
Posizione Finanziaria Netta	7.558	5.986	5.986	3.748	2.004	121	(1.292)
Patrimonio Netto	(317)	652	652	1.650	2.716	3.865	5.053
Riserva a copertura perdite	450	---	---	---	---	---	---
Riserva a quadratura Adj	(781)	(781)	(781)	(357)	120	630	664
FONTI	6.910	5.857	5.857	5.041	4.840	4.615	4.425

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

Nel prospetto seguente sono calcolati gli unlevered free cash flow lordi da attualizzare per poter determinare l'Enterprise Value di RPX, calcolati in funzione dei conti economici e degli stati patrimoniali sopra riportati.

EUR/000	PREVISIONE II SEMESTRE 2010	Piano 2010	Piano 2011	Piano 2012	Piano 2013	Piano 2014
Valore della produzione	4.261	6.790	10.136	10.453	10.612	10.705
EBITDA	803	341	2.425	2.615	2.696	2.731
Meno: Ammortamenti e Svalutazioni	(316)	(633)	(652)	(671)	(671)	(671)
EBIT	487	(292)	1.773	1.944	2.025	2.060
Imposte Figurative IRES	(134)	0	(488)	(535)	(557)	(567)
Imposte Figurative IRAP	(42)	(34)	(118)	(127)	(132)	(135)
Meno: Imposte sull'EBIT	(176)	(34)	(606)	(661)	(689)	(702)
NOPLAT	311	(327)	1.167	1.283	1.337	1.359
Più: Ammortamenti e Svalutazioni	257	533	552	571	571	571
Meno: Investimenti lordi in immobilizzazioni	(515)	(685)	(248)	(527)	(504)	(570)
Meno: Variazione del Capitale Circolante Netto	1.161	(189)	354	(3)	(4)	24
Altre variazioni	150	136	158	160	162	164
After-tax unlevered free cash flows	1.363	(532)	1.983	1.484	1.561	1.549

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

Si evidenzia che il flusso del secondo semestre 2010 risulta particolarmente elevato per effetto sia dei maggiori ricavi derivanti dalla maggiore saturazione degli impianti di produzione (e quindi dalla ripresa della marginalità operativa prevista rispetto al dato al 30 giugno 2010), sia per l'evoluzione attesa del capitale circolante netto che risente delle previsioni del management relative alla rotazione di magazzino (previsto un magazzino a fine 2010 di 370 €/000 rispetto a un valore al 30 giugno 2010 di 712 €/000) e ai tempi di pagamento dei fornitori (considerati pari a 80 giorni medi nel secondo semestre 2010). La conseguenza di tali assunzioni porta ad una riduzione dell'aggregato patrimoniale del Capitale Circolante Netto, e quindi ad una produzione di cassa nel II semestre 2010 pari a 1.161 €/000. Ai fini della presente valutazione, riteniamo che tale riduzione del circolante (conseguenza diretta delle assunzioni del management che comportano un afflusso di cassa per la riduzione del magazzino e il contestuale incremento dei debiti commerciali) debba essere considerata anomala e pertanto il flusso del secondo semestre 2010 non sarà considerato nel procedimento valutativo; saranno pertanto attualizzati unicamente i flussi attesi nel periodo 2011-2014.

Il calcolo del WACC

Nella procedura valutativa, i flussi finanziari individuati sono quelli di natura operativa, destinati alla remunerazione di tutti i fornitori di capitale, azionisti e terzi. Ai fini dell'attualizzazione dei flussi finanziari e del valore residuo, deve essere pertanto utilizzato un tasso

rappresentativo del costo medio del capitale investito nella Società, ovvero il WACC (*Costo medio ponderato del capitale*).

Per calcolare il WACC è necessario determinare i seguenti elementi:

- ☐ Il costo del capitale proprio;
- ☐ Il costo del capitale di debito;
- ☐ La struttura finanziaria di riferimento

Costo del capitale proprio

- ☐ *Il risk free rate* – ossia il tasso di rendimento dei titoli privi di rischio (titoli statali a medio-lungo termine) - è stato assunto pari al **4,01%** sulla base del rendimento lordo delle obbligazioni BTP con scadenza decennale (Fonte: Sole 24 Ore, 13 Luglio 2010).
- ☐ Il Coefficiente β – espressivo della rischiosità non diversificabile della Società - è stato assunto pari a **0,68** sulla base dei coefficienti beta medi del settore di riferimento (Fonte: Osiris, Bureau Van Dijk).
- ☐ Il *market premium* – differenza tra il rendimento medio del mercato azionario e quello delle attività prive di rischio – è stato considerato pari al **5,4%** (Fonte: Damodaran 2010 - “*Country Default Spreads and Risk Premiums*”).
- ☐ **È stato inoltre considerato un ulteriore rischio specifico pari al 7%; tale maggiorazione è dovuta alle seguenti ragioni:**
 - il non raggiungimento dei risultati presentati nei precedenti piani industriali, induce, per maggior prudenza, ad applicare un rischio specifico elevato;
 - la necessità di tenere conto nella determinazione del tasso di un “additional premium” per imprese di piccole dimensioni, che comportano di solito una minore liquidabilità dell’investimento: tale premio addizionale è coerente con l’evidenza empirica delle Small Cap (società a bassa capitalizzazione di borsa) confrontati con quelli

delle cosiddette blue chips (società ad elevata capitalizzazione di borsa).

In considerazione di quanto sopra, il costo del capitale proprio è calcolato come segue:

Risk free rate	4,01%
<i>Market premium</i>	5,4%
<i>Coefficiente beta levered della Società</i>	0,68
Premio per il rischio	3,65%
Premio per il rischio specifico	7,00%
<i>Costo del capitale proprio</i>	<u>14,66%</u>

Costo del capitale di debito

Il costo del capitale di debito i_d della Società, da utilizzare ai fini del calcolo del WACC, è pari al tasso medio del capitale di terzi, al netto dell'effetto fiscale, per tenere conto della deducibilità degli interessi passivi.

Il Costo medio del Debito (i_d) è stato calcolato sulla base dell'IRS con scadenza decennale (Fonte: Sole 24 Ore, 13 Luglio 2010), pari al **2,94%**, aumentato di uno spread del **2,00%**:

Fiscalità media effettiva per imposte sul reddito	27,5%
Irs	2,94%
Spread	2,00%
Costo dei debiti onerosi di mercato	4,94%
Meno: Effetto fiscale	-1,36%
<i>Costo medio del debito, al netto dell'effetto fiscale</i>	<u>3,58%</u>

Struttura finanziaria della Società

I tassi sopra definiti, rappresentando il costo opportunità di tutte le componenti del capitale, azionario e di debito, devono essere ponderati in relazione alla struttura finanziaria della Società.

Ai fini della stima della struttura finanziaria della Società, ossia della definizione dei pesi w_e e w_d , diversi approcci alternativi sono proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale. In particolare, i pesi possono essere determinati sulla base di diversi approcci:

- ◇ *Struttura finanziaria della Società alla data di riferimento della valutazione*, utilizzando i valori di mercato del capitale proprio e del capitale di terzi. Tale approccio si basa sull'ipotesi che l'attuale struttura finanziaria della Società sia rappresentativa della composizione tendenziale del capitale;
- ◇ *Struttura finanziaria prospettica della Società*, che può essere a sua volta definita sulla base di:
 - Valori medi di mercato del capitale proprio e del capitale di terzi, rilevati sulla base di un campione di imprese comparabili. Tale approccio si fonda sul presupposto che la struttura finanziaria della Società si allineerà a quella dei suoi concorrenti,
 - Valori medi del capitale proprio e del capitale di terzi previsti dal management della Società ed incorporati nelle ipotesi di piano. Secondo tale approccio, vengono fatte previsioni esplicite sulla composizione prospettica del capitale della Società.

Nel presente lavoro si è ritenuto opportuno definire la struttura finanziaria in base alle percentuali rilevate per Società quotate, ritenute comparabili a quella oggetto di valutazione; i risultati relativi a tale processo sono riportati nella tabella seguente:

Debt/Equity ratio	0,71
Peso del capitale proprio	58,4%
Peso dei debiti onerosi	41,6%
Totale	<u>100,0%</u>

Determinazione del costo medio ponderato del capitale

Sulla scorta di quanto precede, il costo medio ponderato del capitale investito WACC della Società, è stato determinato come segue:

Costo del capitale proprio	14,66%
% peso del capitale proprio	58,4%
Costo del debito	3,58%
% peso del debito	41,6%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	<u>10,05%</u>

La stima del Terminal Value

Si è proceduto a determinare il Valore Residuo (relativo ai flussi di cassa oltre il periodo di previsione esplicita) sulla base dei seguenti valori:

- Il metodo utilizzato è quello che determina il Terminal Value in base alla capitalizzazione illimitata del NOPLAT medio degli anni di piano 2011-2014 (*Perpetuity method*). Segnaliamo che la stima del Terminal Value partendo da un NOPLAT medio degli anni di piano in cui la produzione giunge a regime rispetto al NOPLAT puntuale dell'ultimo anno di pianificazione esplicita è un elemento di prudenza nell'ambito del procedimento valutativo, perché il dato di reddito operativo medio è inferiore a quello dell'ultimo anno di piano.
- Tenuto conto degli eventi avvenuti nel 2009 e durante il corso del 2010, il tasso di crescita atteso nel periodo oltre a quello di previsione esplicita, e quindi per gli esercizi successivi al 2014, è stato considerato pari all'1,5%.
- Il Terminal Value è quindi determinato in base alla seguente formula:

$$TV = NOPLAT MEDIO_{2011-2014} (1+g) / (WACC - g)$$

Il Terminal Value va poi attualizzato alla data di riferimento della valutazione; il Terminal Value attualizzato secondo il WACC sopra determinato è pari a circa **9.915 €000**.

La posizione finanziaria netta

La somma dei flussi di cassa attualizzati nel periodo di pianificazione esplicita (2010-2014) e del Terminal Value attualizzato definisce

l'*Enterprise Value* della Società; per passare a definire il valore d'uso della Società è necessario sottrarre all'*Enterprise Value* la posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione, ovvero il 30 giugno 2010.

La Posizione Finanziaria Netta di RPX Ambiente S.r.l. è stata rettificata prendendo in considerazione, oltre alla mera componente di natura finanziaria, come da risultanze della situazione patrimoniale al 30 giugno 2010, anche i debiti di natura commerciale e tributaria scaduti/riscadenzati (si faccia riferimento alle descrizioni precedenti). Nella tabella seguente la posizione Finanziaria Netta Adjusted al 30 giugno 2010.

RPX PASSIVO	STORICO
€iro/000	30-giu-10
<i>Debiti Finanziari a Breve</i>	1.238
<i>Debiti v/ Yorkville Bhn</i>	199
<i>Debiti Commerciali scaduti</i>	2.296
<i>Debiti Commerciali riscadenziati</i>	1.796
<i>Debiti Tributari Scaduti</i>	722
<i>Debiti Finanziari a Lungo</i>	1.342
<i>Cassa</i>	(35)
Posizione Finanziaria Netta	7.558

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

La posizione finanziaria netta al 30 giugno 2010 è pertanto pari a **7.558 €000**.

G.1.3 VALORE CORRENTE TEORICO DI RPX AMBIENTE S.R.L.: CONCLUSIONI

Sulla base delle grandezze individuate nelle precedenti sezioni, il valore corrente teorico della società RPX Ambiente S.r.l. al 30 giugno 2010 è determinato come segue:

A		+	B			+	C	=	D		
WACC	UDCF		TV = rendita illimitata del NOPLAT medio 2011-2014				PFN		Valore del Capitale Economico		
	2011-2014		1,0%	1,5%	2,0%		30-giu-10				
9,56%	5.072		10.070	10.748	11.516		(7.558)		7.585	8.263	9.031
10,06%	5.008		9.321	9.915	10.582		(7.558)		6.772	7.366	8.033
10,56%	4.946		8.655	9.178	9.763		(7.558)		6.043	6.566	7.151

Fonte: Elaborazione Kon S.p.A.

In Conclusione, il valore corrente teorico di RPX Ambiente S.r.l. al 30 giugno 2010, sulla base del metodo DCF *Unlevered* effettuato, è pari a circa **7.366 €000**.

Al 30 giugno 2010 la partecipazione in RPX Ambiente è iscritta nello stato patrimoniale separato di Yorkville bhn S.p.A. per **7.656 €000**: riteniamo pertanto che dalla valutazione effettuata emerga un minus valore insito in tale asset pari a **290 €000**.

Riassumiamo di seguito alcune delle criticità riscontrate nel processo di analisi effettuato:

- In base all'attuale situazione finanziaria non è ipotizzabile che RPX Ambiente sia in grado di finanziare gli investimenti previsti nel Piano (anche di mantenimento) con la cassa che la Società genera con la gestione operativa; è necessario quindi che la Controllante Yorkville fornisca supporto finanziario per consentirle di sostenere gli investimenti necessari. Ad oggi riteniamo che, senza il supporto finanziario della Controllante gli obiettivi di ricavo previsti nel Piano 2010-2014 di Rpx Ambiente non siano raggiungibili. Desideriamo tuttavia sottolineare che il CdA di Yorkville in data 23 giugno 2010 ha deliberato "di approvare l'erogazione da parte della Società (Yorkville bhn S.p.A.) nei confronti della controllata RPX Ambiente S.r.l. del supporto finanziario necessario ad assicurarne le condizioni di continuità aziendale";
- alla data del 30 giugno del 2010 il patrimonio netto di RPX risulta essere negativo per 317 €000. Tale situazione è particolarmente importante se letta in modo congiunto con lo stanziamento di Crediti per Imposte Anticipate per 1.500 €000 (accantonate a seguito di perdite fiscali degli anni precedenti) nel bilancio 2009. Alla luce del Piano di Rpx è possibile che una quota delle imposte anticipate in scadenza nel 2010 possa non essere utilizzata e si trasformi quindi in un costo per la

società, deteriorando ulteriormente il patrimonio netto e rendendo quindi necessaria una ulteriore ricapitalizzazione da parte dell'azionista.

G.2 VALUTAZIONE DI AQ TECH SPA

Ad oggi non sono disponibili aggiornamenti relativi ai piani economico-finanziari delle partecipate (Montefarmaco, Sigmar e Sigea). L'assenza di tali dati comporta la necessità per Kon di una valorizzazione della partecipazione in AQ Tech, pari al valore risultante dall'ultimo bilancio (regolarmente approvato dal consiglio di amministrazione - Bilancio Separato-) al 30 Giugno 2010 della Yorkville bhn S.p.A.

La partecipazione in oggetto (Yorkville bhn S.p.A. possiede il 18,8% di AQ Tech), viene contabilizzata nel bilancio Separato (IAS 27 e 28) con il metodo *"dell'investimento diretto"*, mentre nel bilancio consolidato (IAS 27) la partecipazione in AQ Tech viene contabilizzata con la metodologia del *"Patrimonio Netto"*. Tale differenza di metodologia di contabilizzazione porta ad una diversa valorizzazione della partecipazione di AQ Tech tra il bilancio Consolidato ed il Bilancio Separato di Yorkville; Ai fini del presente lavoro verrà preso in considerazione il valore di "libro" di AQ Tech, riveniente dal Bilancio Separato di cui sopra.

G.2.1 RISULTATI STORICI

I piani industriali 2010-2012 delle controllate di AQ Tech (Montefarmaco, Sigmar e Sigea) sono stati approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione con delibera dell'1 Aprile 2010.

Nel seguito sono riportati i bilanci al 31 Dicembre 2009 ed al 30 Giugno 2010 delle società partecipate da AQ Tech. I dati semestrali forniti dalla Yorkville, relativamente a Montefarmaco Sigmar e Sigea sono privi di nota integrativa. Siamo ad oggi quindi impossibilitati ad effettuare una analisi dettagliata dei dati semestrali. I commenti iscritti di seguito si riferiscono ai dati relativi ad estratti del verbale del CdA del 21 Luglio 2010 della Società AQ Tech,;

Montefarmaco:

MONTEFARMACO CONTO ECONOMICO RPX		
€uro	2009	I Semestre 2010
RICAVI DELLE VENDITE	17.936.527	7.622.877
RICAVI PER RIADDEBITI INTERCOMPANY	463.404	179.723
ALTRI RICAVI	18.115	77.894
FATTURATO	18.418.046	7.880.493
CONSUMI DI MATERIE	12.558.935	3.997.978
COSTI PER SERVIZI	771.163	1.514.003
COSTO DEL PERSONALE	5.633.286	2.900.976
ALTRI COSTI OPERATIVI	95.226	37.582
RIADDEBITO COSTI INTERCOMPANY	241.961	—
TOTALE COSTI INDIRETTI	19.300.571	8.450.539
Reddito operativo lordo (EBITDA)	(882.525)	(570.046)
	-4,79%	-7,23%
AMMORTAMENTI E ACCANTONAMENTI	808.054	355.793
Reddito Operativo (EBIT)	(1.690.579)	(925.839)
	-9,18%	-11,75%
GESTIONE FINANZIARIA NETTA	(253.680)	(122.691)
GESTIONE STRAORDINARIA NETTA	(11.121)	10.984
GESTIONE FINANZ./STRAORD.	(264.801)	(111.707)
UTILE ANTE IMPOSTE	(1.955.380)	(1.037.546)
IMPOSTE	(81.874)	(36.870)
UTILE NETTO	(2.037.254)	(1.074.416)

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

MONTEFARMACO		
ATTIVO	FY	I Semestre
€uro	2009	2010
Immobilizzazioni Immateriali	503.759	415.938
Immobilizzazioni Materiali	2.566.996	2.563.634
Immobilizzazioni Finanziarie	36.497	36.497
Totale Immobilizzazioni	3.107.252	3.016.068
Attivo Circolante	7.796.516	6.202.814
Crediti v. Clienti	6.197.036	3.805.279
Crediti Diversi	573.163	1.800.277
Ratei e Risconti	38.405	---
Crediti v. Erario	987.912	597.258
Rimanenze	1.549.530	1.877.495
Passivo Circolante	(5.602.177)	(5.309.520)
Debiti v. Fornitori	(4.271.220)	(3.668.500)
Debiti v. Erario	(567.921)	(595.510)
Ratei e Risconti	(14.446)	---
Debiti Diversi	(748.590)	(1.045.510)
Capitale Circolante Netto	3.743.869	2.770.788
Imposte Anticipate	3.991	---
Passività Operative M/L e Fondi	(812.248)	(800.794)
CAPITALE INVESTITO NETTO	6.042.864	4.986.063
STATO PATRIMONIALE		
MONTEFARMACO		
PASSIVO	FY	I Semestre
€uro/000	2009	2010
Banche c.c. Passivo	2.333.430	2.210.637
Debiti v. Controllanti	3.526.469	2.002.685
Finanziamenti a M/L	327.808	1.074.197
Cassa	(426.027)	(71.036)
Posizione Finanziaria Netta	5.761.680	5.216.483
Patrimonio Netto	281.184	(230.420)
FONTI	6.042.864	4.986.063

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

Come risulta dai prospetti evidenziati, la situazione al 30 giugno 2010 evidenzia una perdita di periodo di 1.074 €000.

La perdita è stata generata in massima parte dalla divisione dietetica che risente maggiormente della crisi in atto che ha portato a performance sotto budget soprattutto da parte dei mercati dell'est europeo. Nei mesi di luglio e settembre sono previsti fatturati per circa 1.500 €000. Al fine di contenere le perdite il management precisa che dovranno essere confermate le produzioni previste nel budget dell'ultimo quadrimestre dell'anno, con particolare riguardo ai prodotti Lantanoprost e Vick.

Sigmar:

SIGMAR		
CONTO ECONOMICO		
RPX		
€uro		
	2009	I Semestre 2010
RICAVI DELLE VENDITE	19.804.769	9.421.161
RICAVI PER RIADDEBITI INTERCOMPANY	241.961	126.699
ALTRI RICAVI	475.455	116.100
FATTURATO	20.522.185	9.663.960
CONSUMI DI MATERIE	12.559.534	5.998.054
COSTI PER SERVIZI	772.746	274.345
COSTO DEL PERSONALE	5.885.294	2.399.842
ALTRI COSTI OPERATIVI	100.929	34.985
RIADDEBITO COSTI INTERCOMPANY	463.405	---
TOTALE COSTI INDIRETTI	19.781.908	8.707.227
	96,39%	90,10%
Reddito operativo lordo (EBITDA)	740.277	956.733
	3,61%	9,90%
AMMORTAMENTI E ACCANTONAMENTI	2.164.642	586.296
Reddito Operativo (EBIT)	(1.424.365)	370.437
	-6,94%	3,83%
GESTIONE FINANZIARIA NETTA	(411.385)	(118.733)
GESTIONE STRAORDINARIA NETTA	205.141	78.070
UTILE ANTE IMPOSTE	(1.630.609)	329.774
IMPOSTE	(111.688)	(78.439)
UTILE NETTO	(1.742.297)	251.335

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

SIGMAR		
ATTIVO	FY	I Semestre
€uro	2009	2010
Immobilizzazioni Immateriali	474.381	616.698
Immobilizzazioni Materiali	4.306.159	3.854.151
Immobilizzazioni Finanziarie	118.832	118.832
Totale Imobilizzazioni	4.899.372	4.589.681
Attivo Circolante	8.251.172	6.404.603
Crediti v. Clienti	5.981.734	5.450.752
Crediti Diversi	1.516.325	534.647
Ratei e Risconti	103.656	---
Crediti v. Erario	649.457	419.204
Rimanenze	2.682.821	2.693.092
Passivo Circolante	(7.206.306)	(5.521.832)
Debiti v. Fornitori	(5.289.558)	(3.224.363)
Debiti v. Erario	(672.703)	(590.072)
Ratei e Risconti	(30.326)	---
Debiti Diversi	(1.213.719)	(1.707.398)
Capitale Circolante Netto	3.727.687	3.575.863
Imposte Anticipate	3.203	---
Passività Operative M/L e Fondi	(1.460.663)	(1.405.657)
CAPITALE INVESTITO NETTO	7.169.599	6.759.888
STATO PATRIMONIALE		
SIGMAR		
PASSIVO	FY	I Semestre
€uro/000	2009	2010
Banche c.c. Passivo	3.090.277	2.668.129
Debiti v. Controllanti	2.523.452	2.455.154
Finanziamenti a M/L	618.961	384.740
Cassa	(128.858)	(65.237)
Posizione Finanziaria Netta	6.103.832	5.442.785
Patrimonio Netto	1.065.767	1.317.102
FONTI	7.169.599	6.759.888

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

La situazione al 30 Giugno 2010 evidenzia un utile di 251 €000. Nonostante la tendenza dei clienti di Sigmar a diminuire i tempi dei riordini da 90 a 45 giorni e la conseguente incertezza, soprattutto nel settore dermocosmetico, di valutazione sulla consistenza dei fatturati da qui a fine anno e sul timing di lancio dei nuovi prodotti. Il management di Sigmar si dichiara comunque confidente al raggiungimento dei risultati di esercizio preventivati nei precedenti piani industriali.

Sigea:

SIGEA		
CONTO ECONOMICO		
RPX	I Semestre	
€uro	2009	2010
RICAVI DELLE VENDITE	-	-
RICAVI PER RIADDEBITI INTERCOMPANY	-	-
ALTRI RICAVI	1.136.580	222.269
FATTURATO	1.136.580	222.269
CONSUMI DI MATERIE	(6.820)	3.176
COSTI PER SERVIZI	83.819	46.960
COSTO DEL PERSONALE	365.637	214.505
ALTRI COSTI OPERATIVI	0	27.894
RIADDEBITO COSTI INTERCOMAPNY	---	---
TOTALE COSTI INDIRETTI	442.636	292.535
	38,94%	131,61%
Reddito operativo lordo (EBITDA)	693.944	(70.265)
	61,06%	-31,61%
AMMORTAMENTI E ACCANTONAMENTI	280.148	117.203
Reddito Operativo (EBIT)	413.796	(187.468)
	36,41%	-84,34%
GESTIONE FINANZIARIA NETTA	(197.576)	(84.476)
GESTIONE STRAORDINARIA NETTA	(105.215)	(250)
UTILE ANTEIMPOSTE	111.005	(272.194)
IMPOSTE	(40.748)	---
UTILE NETTO	70.257	(272.194)

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

SIGEA ATTIVO Euro	FY	I Semestre
	2009	2010
Immobilizzazioni Immateriali	5.778.164	6.004.608
Immobilizzazioni Materiali	508.299	456.812
Immobilizzazioni Finanziarie	6.316	6.316
Totale Immobilizzazioni	6.292.779	6.467.736
Attivo Circolante	1.289.263	1.293.497
Credit V. Clienti	---	1.265.094
Credit Diversi	817.440	---
Ratei e Risconti	34.010	28.403
Credit v. Erario	437.813	---
Rimanenze	7.507	3.804
Passivo Circolante	(705.743)	(237.640)
Debiti v. Fornitori	(138.303)	---
Debiti v. Erario	(87.787)	---
Ratei e Risconti	(443.735)	(237.640)
Debiti Diversi	(35.918)	---
Capitale Circolante Netto	591.027	1.059.661
Imposte Anticipate	193.809	---
Passività Operative M/L e Fondi	(133.425)	(135.303)
CAPITALE INVESTITO NETTO	6.944.190	7.392.094
STATO PATRIMONIALE		
SIGEA PASSIVO Euro/000	FY	I Semestre
	2009	2010
Banche c.c. Passivo	---	---
Debiti v. Controllanti	6.962.471	---
Finanziamenti a M/L	---	7.411.313
Cassa	(271.952)	(697)
Posizione Finanziaria Netta	6.690.519	7.410.616
Patrimonio Netto	253.671	(18.522)
FONTI	6.944.190	7.392.094

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

la situazione economica al 30 giugno del 2010 presenta una perdita di 272 €/000. Il management è confidente che tale perdita potrà essere recuperata nel corso della seconda metà del 2010.

I prodotti ad oggi rappresentativi della pipeline Sigea sono:

Nami-A: è un composto di Rutenio, con attività antimetastatica. Il prodotto è attualmente in fase clinica 2. Il management prevede di

terminare il lavoro clinico entro la fine del 2010 e di poter iniziare l'attività di licenza entro il primo semestre del 2011.

Acido Ialuronico Butirrato(P7045): prodotti di uso topico strutturati a livello regolatorio sia come cosmetici che come medical devices.

Acido Ialuronico Reticolato: costituiscono una famiglia di derivati reticolati dell'acido ialuronico, brevettati da Sigea.

Sulla base dei colloqui intercorsi con il management di Yorkville e come risulta dalla mail inviataci in data 2 Settembre 2010, una importante casa farmaceutica ha richiesto i diritti mondiali di utilizzo dei prodotti (Habut) in cambio di un *down payment* e di un *transfer price* inclusivo di royalties. E' in corso una due diligence da parte della società in discorso che si concluderà presumibilmente entro il mese di settembre.

Sono inoltre in corso trattative con altre società del settore per la concessione di vendita del prodotto per uso iniettabile (Reticolati). I campioni di prova sono già stati prodotti con esito positivo. Ora si attende, da parte del potenziale acquirente, un business plan che serva sia come base valutaria sia per la definizione delle condizioni commerciali. Entro il 25 settembre 2010 è previsto un incontro su tale argomento.

Per quanto riguarda il NAMI-A la parte di fase 2 di definizione dei dosaggi ottimali terapeutici dovrebbe concludersi a breve, salvo effetti indesiderati valutati nella fase di monitoraggio. Entro ottobre 2010 il management organizzerà un simposio sull'argomento che si terrà presso il Netherland Cancer Institute di Amsterdam, al fine di rendere pubblici i dati ed effettuare i primi incontri con i possibili partner.

Lo scrivente ad oggi non dispone di documentazione ufficiale e/o contratti (anche non vincolanti) nei quali siano indicati estremi di valorizzazione tra possibili contraenti, relativamente alle molecole precedentemente descritte.

La peculiarità del business relativo alla ricerca e sviluppo dei prodotti farmaceutici determina una particolare difficoltà nella determinazione di valori economico patrimoniali prospettici della società in oggetto, i quali non possono essere incontrovertibilmente determinabili sia in termini di manifestazione temporale sia in termini monetari. La dottrina ha sviluppato numerose teorizzazioni relativamente alle modalità di valutazione delle società farmaceutiche impegnate nell'attività di ricerca e produzione farmaci (Contract Research Organization e Contract Manufacturing Organization) strutturate

soprattutto sulle probabilità di “commercializzazione” del prodotto e/o molecola. Pur avendo in questa sede utilizzato una modalità di valutazione del capitale corrente teorico di AQ Tech basata sul valore di iscrizione in bilancio (la società come precedentemente detto possiede l’85% di Sigea) è comunque doveroso descrivere il contesto di business nel quale Sigea. I ricavi derivanti dal core business di Sigea sono strettamente correlati a milestone (ottenibili in fase di ricerca e sviluppo da soggetti terzi che investono sulla molecola/prodotto) o royalties/entry fees, (nella fase di messa sul mercato del prodotto). Il valore delle milestone, è funzione diretta del livello di sviluppo del prodotto (più basse nelle fasi precliniche, più elevate nelle fasi di sperimentazione sull’uomo –fase I, fase II, fase III-). In base al livello raggiunto nello sviluppo (vedi tabella seguente) dei singoli prodotti in portafoglio, dovrebbero essere scontate delle percentuali di attrition (successo/insuccesso) più o meno elevate, in correlazione al raggiungimento della fase immediatamente precedente a quella di commercializzazione (fase IV).

Preclinica	Clinica			Submission
	Fase I	Fase II	Fase III	
60%	25%	52%	29%	10%
ATTRITION RATE				

Fonte: Studio Convegno Bioindustry Park -2005-2006

Alla luce di quanto sopra riportato, appare evidente come il business di Sigea differisca significativamente da quello delle altre due società controllate.

Come precedentemente detto, al fine di fornire ai membri alla Società un’informativa più ampia, si è ritenuto opportuno analizzare ulteriori elementi di valutazione attraverso una analisi di sensitività su alcuni parametri utilizzati per la valutazione delle molecole (le analisi sono state effettuate sulla base dello studio redatto da Eudax, in particolare, su tassi di royalties e di attualizzazione dei flussi prospettici, Allegato 15).

Precisiamo in questa sede che tale analisi è volta unicamente a fornire maggiori elementi informativi alla Società e non può essere interpretata come una indicazione di valore da parte di Kon S.p.A. la quale ribadisce impossibilità di esprimere un giudizio su Sigea.

Di seguito rappresentiamo i singoli valori risultanti dalla perizia giurata, allegata al presente documento.

NAMI –A.

NAMI-A amounts in € million	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Prevalence (x000)						630,0	630,0	630,0	630,0	630,0	630,0	630,0	630,0	630,0	630,0	630,0
Market Share						0,01	0,02	0,03	0,05	0,08	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Sales						12,6	25,2	37,8	63,0	100,8	126,0	126,0	126,0	126,0	126,0	126,0
Revenues from royalties						1,5	3,0	4,5	7,6	12,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
License Fees		5,0		15,0			30,0									
Cash flow p.a.	-	5,0	-	15,0	-	1,5	33,0	4,5	7,6	12,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
Cash flow p.a. netto imposte	-	3,4	-	10,3	-	1,0	22,7	3,1	5,2	8,3	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4
Discounted cash flow	-	3,2	-	8,7	-	0,8	16,5	2,2	3,4	5,2	6,2	5,9	5,6	5,4	5,1	4,9
Cumulative DCF	-	3,2	3,2	11,9	11,9	12,7	29,2	31,3	34,7	40,0	46,2	52,1	57,7	63,1	68,2	73,1

Fonte: rielaborazioni Kon su dati EUDAX

Per il prodotto NAMI-A, EUDAX S.r.l. ha ipotizzato che:

Il numero dei possibili target sia pari a 630.000 per anno, che nel punto di picco la Market share del prodotto sia pari al 10% (dal 2020 in poi) e che il ricavo per singolo paziente sia pari a €2.000. EUDAX prevede che nel 2011, 2013 e nel 2016 vi sia il pagamento di license fee per 5, 15 e 30 mln di €. Il tasso di attualizzazione è pari al 5%.

Al fine di determinare il valore di NAMI-A, EUDAX sconta il valore cumulativo risultante dall'attualizzazione dei flussi rappresentati nella precedente tabella per una percentuale di "successo" del 25%. Il valore al 2010, risultante dall'analisi EUDAX è pari a 27,3 mln di €

Acido Ialuronico Butirrato(P7045)

P - 7045 amounts in € million	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Prevalence (x000)	4.000	4.080	4.162	4.245	4.330	4.416	4.505	4.595	4.687	4.780	4.876	4.973	5.073
Market Share			0,01	0,01	0,02	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Sales			0,17	0,17	0,35	0,35	0,54	0,55	0,56	0,57	0,59	0,60	0,61
License Fees		1,0											
Cost of goods			0,08	0,08	0,17	0,18	0,27	0,28	0,28	0,29	0,29	0,30	0,30
Cash flow p.a.	-	1,00	0,09	0,09	0,18	0,17	0,27	0,27	0,28	0,28	0,30	0,30	0,31
Cash flow p.a. netto imposte	-	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Discounted cash flow	-	0,64	0,05	0,05	0,10	0,09	0,14	0,13	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Cumulative DCF	-	0,64	0,69	0,74	0,84	0,93	1,07	1,19	1,32	1,44	1,57	1,68	1,80

Fonte: rielaborazioni Kon su dati EUDAX

Per l' Acido Ialuronico Butirrato (P7045), EUDAX S.r.l. ha ipotizzato che:

Il numero dei possibili target sia pari a 4 mln per il 2010 con una previsione di crescita del 2% annuo, la market share nel punto di picco sia pari al 3%, il prezzo per singolo cliente sia pari a 4 €e una license fee nel 2011 pari a 1 mln di €. Il tasso di attualizzazione è pari al 5%.

Il valore al 2010, risultante dall'analisi EUDAX è pari a 2,7 mln di €

Acido Ialuronico Reticolato

HA - ret value amounts in € million	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dermal filler market (€mil.)	900	990	1.089	1.198	1.318	1.449	1.594	1.754	1.929	2.122	2.334
mkt share	0,00	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002	0,002	0,003	0,003	0,004	0,005
Sales	0,2	0,5	1,2	2,0	2,9	3,2	5,3	5,8	8,5	11,7	
Cost Of Goods		0,1	0,3	0,7	1,1	1,6	1,8	2,9	3,2	4,8	6,5
Knee Osteoarthr. Prev. (mil.)	50,0	51,5	53,0	54,6	56,3	58,0	59,7	61,5	63,3	65,2	67,2
mkt share	0,001	0,001	0,003	0,005	0,007	0,010	0,012	0,015	0,020	0,020	
Sales	0,2	0,3	1,0	1,7	2,4	3,6	4,3	5,6	7,9	8,0	
Cost Of Goods	0,1	0,2	0,5	0,9	1,3	2,0	2,4	3,1	4,3	4,4	
Development costs	0,4	0,2									
Cash flow p.a.	- 0,4	- 0,0	0,4	1,0	1,6	2,4	3,0	4,3	5,1	7,3	8,8
Cash flow p.a. netto imposte	- 0,3	- 0,0	0,3	0,7	1,1	1,6	2,1	3,0	3,5	5,0	6,0
Discounted cash flow	- 0,27	- 0,00	0,23	0,56	0,90	1,24	1,51	2,05	2,32	3,13	3,60
Cumulative DCF	- 0,3	- 0,27	- 0,04	0,53	1,42	2,67	4,17	6,22	8,54	11,67	15,27

Fonte: rielaborazioni Kon su dati EUDAX

Per l'Acido Ialuronico Reticolato, EUDAX S.r.l. ha ipotizzato che vi sia un duplice sbocco sia nel mercato "Dermal Filler" (iniettabili per il trattamento delle rughe -DF-) sia nel mercato "Knee Osteoarthritis" (osteoartrite del ginocchio -KO-).

Il mercato *DF* varia del 10% annuo (900 mln di € nel 2010), mentre i pazienti del settore *KO* variano del 3% annuo (50 milioni di pazienti nel 2010). Nel punto di picco (2020) la market share del *DF* sarebbe pari al 5%, mentre quella *KO* (punto di picco nel 2019) sarebbe pari al 2%.

Sono previsti inoltre costi di sviluppo per 4 mln di € e per 2 mln di € nel 2010 e nel 2011.

Il valore attuale dei flussi è ridotto infine di una percentuale pari al 30% perché al prodotto è attribuita una probabilità di successo del 70%. Il tasso di attualizzazione dei flussi è pari al 5%.

Il valore al 2010, risultante dall'analisi EUDAX è pari a 16 mln di €

Al fine di dare una migliore informativa alla Società, Kon S.p.A. ha effettuato delle analisi di sensitività su alcuni parametri utilizzati da Eudax in una ottica più prudentiale.

In particolare, non essendo possibile analizzare aspetti tecnici della valutazione predisposta da Eudax, quali il numero dei pazienti potenziali, la market share raggiungibile dai singoli prodotti e la percentuale di successo di ogni molecola, Kon S.p.A. ha eseguito un'analisi di sensitività sui tassi su cui è imperniato il procedimento valutativo, ovvero il tasso di royalties e il tasso di attualizzazione.

Di seguito sono rappresentate le risultanze del test di sensitività, effettuato considerando una maggiorazione del tasso di attualizzazione applicato ai flussi relativi ai singoli prodotti dal 5% all'11%, coerentemente con il WACC (determinato in base ai dati medi di società comparabili con Sigea) ed una riduzione delle royalties ricavabili dal prodotto NAMI-A dal 12% all'8%, secondo la ricerca fornita da Eudax, che identifica, per le molecole in fase II, un tasso di royalties ricompreso in un intervallo tra 8% e 15%, (fonte *Ricerca Medius Training fornita da Eudax*).

Nell'analisi di sensitività, il valore delle molecole verrà attualizzato al 30 Giugno 2010, mentre nella perizia Eudax si assume come data di riferimento il 31 dicembre 2010.

L'analisi predisposta secondo quanto precedentemente esposto evidenzia i seguenti valori delle molecole (espressi in mln di euro):

Sensitivity prodotti in pipeline				
Royalties	Tasso di Attualizzazione dei Flussi			
		5%	10%	11%
	12%	26,14	17,60	16,00
	10%	24,50	16,65	15,17
	8%	22,87	15,70	14,34

Fonte: rielaborazioni Kon su dati EUDAX

In nessun caso i valori sopra rappresentati possono essere considerati come valori oggettivamente attribuibili a Sigea o ad AQ Tech ai fini del presente lavoro, per il quale Kon S.p.A. è impossibilitata a pronunciarsi per mancanza di elementi utili ai medesimi fini su Sigea.

G.2.3 VALORE CORRENTE TEORICO DI AQ TECH SPA.: CONCLUSIONI

Sulla base delle osservazioni descritte nelle precedenti sezioni, considerando che non disponiamo di piani economico finanziari aggiornati atti ad un utilizzo di diverse metodologie di valutazione, il valore corrente teorico della partecipazione di Yorkville bhn S.p.A. nel capitale di AQ Tech, è pari a:

2.544 €000

Pari al valore iscritto nel bilancio separato di Yorkville bhn.

Riteniamo pertanto che dalla valutazione effettuata non emerga alcun plus/minus valore.

G.3 VALUTAZIONE DELLA CALL OPTION DI YA E YA GP.

Alla data di redazione del presente lavoro risulta essere in atto una trattativa posta in essere al fine di concludere un contratto di acquisto delle quote relative alle società di gestione dei fondi Yorkville Advisors LLC e Yorkville Advisors GP LLC.

Sulla base di tale contratto Yorkville bhn avrà il diritto (e non l'obbligo) di acquistare le quote relative YA e YA GP opportunamente divise tra azioni con diritti di natura meramente patrimoniale ed azioni ordinarie, secondo le modalità meglio descritte nelle pagine precedenti.

È opportuno specificare che l'opzione in questione è di tipo americano ossia, a differenza delle opzioni europee che possono essere esercitate solo a scadenza, tali opzioni sono esercitabili in qualsiasi momento durante la durata contrattuale; nel caso di specie è possibile effettuare tale operazione anche in più tranches. A causa di ciò il valore dell'opzione è direttamente influenzato dalle politiche di distribuzione di utili attuati dalla società rappresentante il sottostante del prodotto derivato. Alla data di redazione del presente documento Kon S.p.A. è impossibilitata ad evidenziare una pur probabile politica di remunerazione del capitale. Per tale motivazione la valorizzazione del presente contratto potrà essere effettuata solamente sulla base di semplificazioni il cui mancato verificarsi potrebbe portare a significative variazioni nel valore del derivato.

Kon S.p.A. per i motivi sopra evidenziati pertanto si limiterà a presentare in maniera asettica i parametri utilizzati per il calcolo del valore dell'opzione, effettuando una analisi di sensitività sulle variabili ritenute più significative.

Si aggiunga a ciò che verosimilmente i diritti di natura meramente economica (facente parte del complesso contratto precedentemente descritto) produrranno flussi di cassa con modalità ad oggi non ancora totalmente definite e non disponibili ad oggi allo scrivente e che le politiche di payout potrebbero influenzare in maniera sensibile il valore dell'opzione in oggetto.

Il calcolo dell'opzione call con il metodo di Black-Scholes prevede la determinazione dei seguenti elementi:

- ☐ *Valore del titolo sottostante S_t* , rappresentato dal valore delle quote di partecipazione di Yorkville Advisors LLC e delle quote di partecipazione con i soli diritti patrimoniali di Yorkville Advisors GP LLC; tale valore è stato assunto pari a **140 mln di \$**, sulla base della relazione di stima ex art. 2343 ter secondo comma lettera b) del Codice Civile, redatta da Deloitte FAS SpA (ad oggi lo scrivente dispone di un documento non definitivo - Allegato 12 -).
- ☐ *Prezzo di esercizio dell'opzione K* , assunto pari a **140 mln \$**, sulla base dello strike price indicato nell'ultima versione dell'*Aquisition Agreement* consegnatoci in data 01 Settembre 2010 (tale documento è ancora in forma non definitiva - Allegato 11 -).
- ☐ *Risk free rate i* , pari al rendimento effettivo dei titoli di Stato USA con scadenza a 10 anni al lordo dell'inflazione, assunto uguale a **2,56%** (Fonte: Federal Reserve Statistical Release, Settembre 2010).
- ☐ *Scadenza T* , assunta pari a 3 anni, sulla base di quanto indicato nella versione dell'*Aquisition Agreement*.
- ☐ *Volatilità di mercato σ* , pari alla volatilità dello S&P 500, uguale al 24% (Fonte: Yahoo Finance, settembre 2010).

In considerazione di quanto sopra, il valore dell'opzione è calcolato come segue (valori espressi in mln di \$):

Call option valuation					
Input					Valore della Call
S_t	K	i	σ	T	C
140	140	2,56%	24%	3,00	27,7

Analisi di sensitività

Al fine di dare maggiori informazioni ai componenti del CdA, viene effettuata una analisi di sensitività in merito ai seguenti parametri:

- Risk free rate i ;

- Scadenza T.

Risk free rate i

Viene di seguito riportata la sensitivity analysis che esprime il valore dell'opzione call C al variare del *risk free rate* i:

SENSITIVITY 1

Valori in mln \$

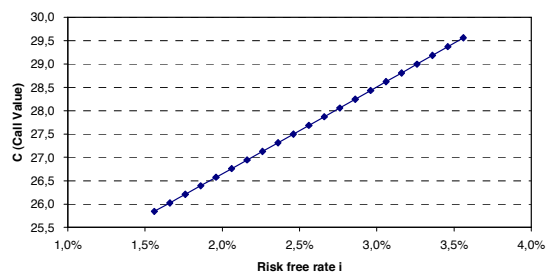
Input	
S ₀	140
K	140
σ	24%
T	3,00

Variabile

i

Variazione da x a $x+1 = \pm 0,1\%$

i	Call
1,56%	25,8
1,66%	26,0
1,76%	26,2
1,86%	26,4
1,96%	26,6
2,06%	26,8
2,16%	26,9
2,26%	27,1
2,36%	27,3
2,46%	27,5
2,56%	27,7
2,66%	27,9
2,76%	28,1
2,86%	28,2
2,96%	28,4
3,06%	28,6
3,16%	28,8
3,26%	29,0
3,36%	29,2
3,46%	29,4
3,56%	29,6



Scadenza T

Viene di seguito riportata la sensitivity analysis che esprime il valore dell'opzione call C al variare della *scadenza* T:

SENSITIVITY 2

Valori in mln \$

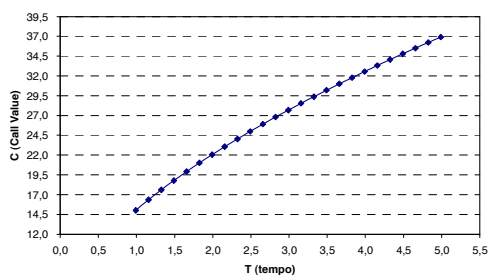
Input	
S ₀	140
K	140
σ	24%
i	2,56%

Variabile

T

Variazione da t a $t+1 = \pm 2$ mesi = $\pm 0,16667$ anni

T	Call
1,0	15,0
1,2	16,4
1,3	17,6
1,5	18,8
1,7	19,9
1,8	21,0
2,0	22,1
2,2	23,1
2,3	24,0
2,5	25,0
2,7	25,9
2,8	26,8
3,0	27,7
3,2	28,5
3,3	29,4
3,5	30,2
3,7	31,0
3,8	31,8
4,0	32,6
4,2	33,3
4,3	34,1
4,5	34,8
4,7	35,5
4,8	36,2
5,0	36,9



Secondo quanto precedentemente esposto, il valore della opzione call di cui Yorkville sarà titolare è pari a circa **28.000 \$/000** pari a circa **22.000 €/000**.

Come descritto nelle pagine precedenti al raggiungimento della soglia del 10% di adesione all'Offerta Pubblica di Scambio, Yorkville avrà il diritto di acquistare il 5% iniziale degli *economic interests* e dei *membership interests* al prezzo determinato dalla perizia redatta dall'esperto indipendente secondo quanto previsto dall' art. 2343 ter comma 2, lettera b.

Ribadiamo che di tale opzione non si tiene conto, perché allo stato delle informazioni disponibili non pare tecnicamente possibile, nella valutazione di Yorkville bhn. Analogamente non si tiene conto della opzione esistente poiché siamo già a conoscenza del fatto che, secondo quanto riferito dal management, sarà integralmente sostituita dalla nuova opzione contenuta nell'Acquisition agreement che sarà sottoscritto il giorno 8 settembre 2010.

G.4 VALUTAZIONE DI YORKVILLE BHN

La valutazione di Yorkville bhn è stata condotta utilizzando la metodologia della somma delle parti applicato ad una società holding di partecipazioni ("management company").

Il valore corrente teorico della Società è stato stimato quindi sommando algebricamente i seguenti fattori:

- patrimonio netto contabile separato al 30/06/2010 di Yorkville bhn S.p.a.;
- minus/plusvalenza implicita nella partecipazione di RPX Ambiente S.r.l.;
- minus/plusvalenza implicita nella partecipazione di AQ Tech S.p.a, il cui valore è assunto pari a quello iscritto nel bilancio Separato;
- Costi di gestione della holding, determinati sulla base dei valori storici (2008-2010 I semestre).

Al fine di giungere alla determinazione del valore corrente teorico di Yorkville bhn S.p.A. dovrà essere determinato il valore dei costi di gestione della Holding. Tale valore verrà calcolato sulla base dei costi di gestione desumibili dai bilanci separati storici (2008-2009) e dei

valori previsionali contenuti nel Business Plan Yorkville consegnatoci in data 03 Settembre 2010. Si precisa che tale piano previsionale non è stato approvato dal Consiglio di Amministrazione della Yorkville bhn.

Rettifiche alla Situazione Patrimoniale Yorkville B.h.n S.p.a. (Bilancio Separato)

Costi di gestione Holding: Di seguito rappresentiamo la tabella di calcolo relativa ai costi di gestione Holding:

COSTI DI GESTIONE HOLDING €000	2008	2009	2010	2011	2012
COSTI PER SERVIZI	2.424	2.589	2.041	2.035	2.010
COSTO DEL PERSONALE	633	837	550	600	620
COSTO PER OPERAZIONI STRAORDINARIE	-	-	1.800	-	-
ALTRI COSTI OPERATIVI	22	48	50	20	20
TOTALE COSTI DI GESTIONE HOLDING	3.078	3.474	4.441	2.655	2.650
COSTI DI GESTIONE HOLDING ADJ	3.078	3.474	2.641	2.655	2.650
MEDIA 2008-2012	2.900				

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

Il valore risultante dalla media tra i dati storici (2008-2009) e prospettici (2010-2012) è pari a **2.900 €000**. I costi di gestione della Holding ADJ 2010 sono stati calcolati depurando la voce dalle poste contabili inerenti le operazioni straordinarie in atto.

Utile di Esercizio: il risultato netto di esercizio (perdita) al 30 Giugno 2010 pari ad un importo di **- 1.553 €000**, verrà depurato dalle poste del Patrimonio Netto, ai fini della determinazione del valore della Yorkville. Tale impostazione è diretta conseguenza della metodologia di calcolo del valore corrente teorico applicata. Considerare infatti il risultato netto di esercizio al 30 giugno 2010 porterebbe, nel caso di specie, ad una duplicazione dei costi di gestione (l'utile/perdita netta considerano già il valore della posta in discorso).

Considerando che:

- il valore corrente teorico della partecipazione in RPX Ambiente S.r.l. è pari a **7.366 €000**;
- il valore corrente teorico della partecipazione in AQ Tech S.p.a. è pari a **2.544 €000**;

di seguito rappresentiamo il valore corrente teorico del capitale economico della Yorkville bhn S.p.a.:

EQUITY VALUE €/000	+	+	=	
	ACTUAL	RETTIFICHE		ADJ
Capitale sociale	7.703	---	=	7.703
Riserva Sovrapprezzo Azioni	48	---	=	48
Altre Riserve	(170)	---	=	(170)
Rettifiche	---	(290)	=	(290)
<i>+/- Plus/ Minus Valore RPX</i>	---	(290)	=	(290)
<i>+/- Plus/ Minus Valore AQ Tech</i>	---	---	=	---
<i>+/- Plus/ Minus CALL OPTION YA YA GP</i>	---	---	=	---
Rettifiche Costi di gestione	---	(2.900)	=	(2.900)
Rettifiche Imposte Figurative	---	---	=	---
Esercizi precedenti a nuovo	---	---	=	---
Risultato di esercizio	(1.553)	1.553	=	---
TOTALE VALORE CORRENTE EQUITY	6.028	(1.637)	=	4.392

Fonte: riclassifiche Kon su dati societari

Il valore del capitale economico di Yorkville bhn S.p.A. al 30 giugno 2010 risulta essere pari a **€4.392 €/000**.

H) CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione disponibile, delle attività svolte e considerando i limiti, difficoltà e rischi riscontrati (come meglio elencati nei paragrafi precedenti) riteniamo che il valore corrente teorico del capitale economico della Yorkville bhn al 30 giugno 2010 sia pari a:

4.392 €000.

Preme segnalare nuovamente affinché se ne tenga conto se e come ritenuto opportuno ai fini della operazione di OPS in corso, al Consiglio di Amministrazione, che il 29 luglio u.s. si è concluso in Yorkville bhn un aumento di capitale per un ammontare complessivo di euro 1.700 €000.

KON S.p.A.
Francesco Ferragina

