

**Procedura di vendita dei rami aziendali Telecomunicazioni (Ramo TLC) e Difesa (Ramo Difesa)
di Eutelia S.p.A. in Amministrazione Straordinaria**

Considerazioni in merito alle perizie del Prof. Corazza e del Prof. Musaiò

21 Novembre 2011

Ramo TLC

Considerazioni in merito alla perizia del Prof. Corazza (Asset Value del Ramo TLC di Eutelia)

La valutazione degli asset in capo al Ramo TLC, effettuata dal Prof. Corazza, analizza i principali asset in termini di infrastrutture, apparati e software di proprietà di Eutelia.

La metodologia utilizzata è quella del “Replacement Cost”, ossia il costo che dovrebbe essere sostenuto oggi per ricostituire gli asset oggetto di valutazione. Il costo di rimpiazzo deve essere determinato assumendo che l’asset specifico sostitutivo venga sviluppato sulla base di conoscenze, tecnologie, materiali attuali, tenendo conto anche della svalutazione legata ai seguenti principali fattori:

- deterioramento fisico,
- obsolescenza funzionale,
- obsolescenza esterna.

Tale approccio, di tipo patrimoniale, risulta adatto alla valorizzazione degli asset in oggetto, che sono stati così analizzati:

- Infrastrutture di TLC
 - o Rete in fibra ottica
 - o Tratte Radio
 - o Infrastrutture POP/Shelter
- Apparati e Software di TLC
 - o Rete di accesso (stadi di linea, apparati di ULL, capillarità della rete di raccolta del traffico di accesso)
 - o Rete di trasporto
 - o Rete commutata/IP/ATM/VoIP (rete commutata, rete IP, sotto-rete ATM, rete VoIP)
 - o Rete Intelligente
- Servizi IT: sistema EOS
- Infrastrutture IT (Data Center)

L'applicazione della metodologia è stata effettuata nel presupposto che il modello di business di Eutelia continui nel tempo, in ottica "as is", con le stesse modalità di utilizzo e per i clienti attuali. Gli asset considerati sono infatti specifici per lo svolgimento dei servizi di Eutelia. Il valore emergente dalla perizia dovrebbe essere pertanto ulteriormente rettificato (rispetto a quanto già fatto dal Perito) qualora venissero considerati sviluppi del business secondo diversi modelli e differenti scenari di evoluzione dello stesso. In particolare, occorre tenere conto dei seguenti fattori:

- **Rete in fibra ottica:** in considerazione delle particolari condizioni economiche del mercato, si ritiene opportuno considerare un ulteriore fattore di svalutazione di almeno il 10%, anche in considerazione dello scarso interesse riscontrato dal Ramo TLC in sede di procedura di vendita.
- **Sistema EOS:** si tratta di un sistema molto complesso, costruito nel tempo per il funzionamento della rete Eutelia (gestisce anche il CRSM specifico dell'attività di Eutelia). La valutazione effettuata dal Prof. Corazza, seppur già consideri fattori di svalutazione, come già indicato, ipotizza tuttavia che il sistema sia comunque utile allo sviluppo del business futuro in ottica "as is". In prospettiva di mercato tale sistema presenta una bassa "vendibilità" oggi, in quanto, difficilmente un operatore esterno potrà utilizzarlo per i propri fini, nella stessa funzione d'uso attualmente in essere. In considerazione di tali elementi, il fattore di obsolescenza esterna risulta più elevato di quello considerato nella perizia; pertanto sarebbe opportuno svalutare tale asset di un ulteriore 70% (considerando l'utilità marginale del sistema nell'ottica di un operatore che intenda sostituirlo con uno più adeguato alle proprie esigenze).

Considerazioni in merito alla perizia del Prof. Musaio del 17 ottobre 2011 (Relazione di stima del valore di mercato dei rami di azienda "Telecomunicazioni" di Eutelia)

Metodo Applicato

Il metodo applicato (EVA, Economic Value Added) conduce allo stesso risultato del metodo dei free cash flow (FCF). Tuttavia questo metodo presenta il vantaggio di dare indicazioni anno per anno sull'evoluzione del valore dell'azienda. Quindi questa metodologia valutativa presenta i vantaggi propri degli indicatori di performance, in quanto consente di monitorare la creazione/(distruzione) di valore periodo per periodo.

Parametri della formula

- a) **Capitale Operativo Investito Netto (COIN):** è basato sul valore corrente degli assets individuato dal perito, Prof. Corazza
- b) **NOPAT:** è stato definito partendo dal reddito operativo lordo di Eutelia, con le seguenti rettifiche:
 - ammortamenti ridefiniti secondo il valore degli asset riveniente dalla perizia del Prof. Corazza;
 - quota di competenza dei risconti passivi, per tenere conto dell'IRU
 - carico fiscale
- c) **WACC:** Weighted Average Cost of Capital, tasso di attualizzazione del NOPAT

Aggiornamento del tasso

Si è proceduto ad aggiornare il tasso di attualizzazione (WACC) utilizzato dal Prof. Musaiò, per tenere conto di quanto segue:

- Beta: è stato ricalcolato il Beta levered sulla base del panel di aziende comparabili europee.
- Market risk premium: tale parametro è stato aggiornato alla luce del downgrading dell'Italia (da Aa2 a A2) da parte di Moody's, avvenuto in data 5 ottobre 2011. Il premio passa quindi dal 5,75% (old) al 6,5% (new) (fonte Damodaran).
- Premio per il rischio specifico: sono stati considerati 2 differenti scenari: premio per il rischio specifico pari al 3% e pari al 2% per tenere conto della particolare e specifica situazione di rischiosità del business plan di Eutelia e la sua ridotta dimensione rispetto ai principali competitor quotati.

Sulla base degli aggiornamenti indicati, il tasso ricalcolato è quindi pari a 8,55% e a 7,9% nei 2 scenari considerati:

<i>Weighted Average Cost of Capital</i>	<i>I Scenario</i>	<i>II Scenario</i>
Tasso risk free (1)	3,92%	3,92%
Market risk premium (2)	6,50%	6,50%
Levered Beta (3)	0,66	0,66
Rischio specifico (7)	3,00%	2,00%
Costo del capitale proprio (Ke)	11,19%	10,19%
Costo del debito (5)	5,00%	5,00%
Aliquota IRES (6)	27,50%	27,50%
Costo del debito (Kd)	3,63%	3,63%
E/(E+D) (4)	65,11%	65,11%
D/(E+D) (4)	34,89%	34,89%
WACC	8,55%	7,90%

(1) Fonte: Perizia

(2) Fonte: Damodaran Italia (downgrading dell'Italia da Aa2 a A2), Ottobre 2011

(3) Fonte: Bloomberg

(4) Fonte: Bloomberg

(5) Fonte: Perizia

(6) Fonte: KPMG's Corporate and Indirect Tax Survey, 2011

(7) Sconta l'effetto della dimensione e della rischiosità del Business Plan

Nuovi intervalli di valori

L'applicazione dei WACC rivisti ai parametri identificati nelle perizie porta alla definizione dei seguenti intervalli di valore per il Ramo TLC di Eutelia:

- da Euro 13,66 milioni a Euro 20 milioni;
- da Euro 14,73 milioni a Euro 21,07 milioni.

Conclusioni

Considerando quanto emerge dalla perizia del Prof. Musaio, l'applicazione dei tassi WACC aggiornati porterebbe all'identificazione dei seguenti intervalli di valore per il Ramo TLC di Eutelia: da Euro 13,66 milioni a Euro 20 milioni; da Euro 14,73 milioni a Euro 21,07 milioni.

Pertanto, l'offerta ricevuta da parte di Cloud Italia – ILP – Minacom, pari ad Euro 15 milioni, risulta compresa all'interno dei range sopra indicati.

Nella presente analisi, tra l'altro, non si è tenuto conto delle ragionevoli svalutazioni ipotizzate sul valore degli asset, per considerare evoluzioni del modello di business di Eutelia secondo scenari diversi rispetto al modello attuale. In tale fattispecie, il valore del Ramo si ridurrebbe ulteriormente.

Inoltre, l'arco temporale considerato per i flussi è pari a 3 anni, secondo quanto definito ex lege. Si ipotizza pertanto che l'underperformance del Ramo TLC si protragga per un triennio, dopo il quale la business unit dovrebbe essere in grado di allineare la propria redditività operativa netta ai livelli del proprio costo del capitale ponderato (WACC). Ipotesi questa piuttosto ottimistica, in considerazione della situazione nella quale versa la società. Applicando periodi temporali più lunghi, il valore si ridurrebbe considerevolmente.

Pertanto, l'applicazione delle sopra indicate rettifiche, porterebbe ad una importante riduzione degli intervalli di valori indicati sopra (determinati aggiornando unicamente il tasso WACC).