



Eutelia S.p.A.

in Amministrazione straordinaria

Relazione di stima del valore di mercato dei rami di azienda
"TELECOMUNICAZIONI" e "DIFESA"

Prof. Alessandro Musaio

Roma, 17 ottobre 2011

Premessa

- La presente relazione ha ad oggetto la stima del valore di mercato del ramo di azienda “TELECOMUNICAZIONI” (“ramo TLC”) e del ramo di azienda “DIFESA” (“ramo DIFESA”) facenti capo a EUTELIA S.p.A. in Amministrazione Straordinaria ex D.Lgs. n. 270/1999.
- La stima è stata condotta sulla base della documentazione messa a disposizione dalla Società sulla Data Room Virtuale e, inoltre, delle ulteriori informazioni forniteci, su nostra richiesta, dal Management della Società stessa.
- Nessuna attività di verifica è stata effettuata sulla suddetta documentazione; è a carico della Società, pertanto, la responsabilità della veridicità e della completezza delle informazioni che sono state impiegate al fine del presente lavoro.
- Le conclusioni rappresentate, naturalmente, devono essere interpretate avendo riguardo al contesto e alla finalità della valutazione. Esse, quindi, non possono essere estese, neanche parzialmente, ad altre fattispecie.

INDICE

La società e le BU p. 4

Il ramo d'azienda TLC p. 13

Il ramo d'azienda TLC: la valutazione p. 37

Il ramo d'azienda DIFESA p. 45

Il ramo d'azienda DIFESA: la valutazione p. 57

Conclusioni p. 62

INDICE

La società e le BU p. 4

Il ramo d'azienda TLC p. 13

Il ramo d'azienda TLC: la valutazione p. 37

Il ramo d'azienda DIFESA p. 45

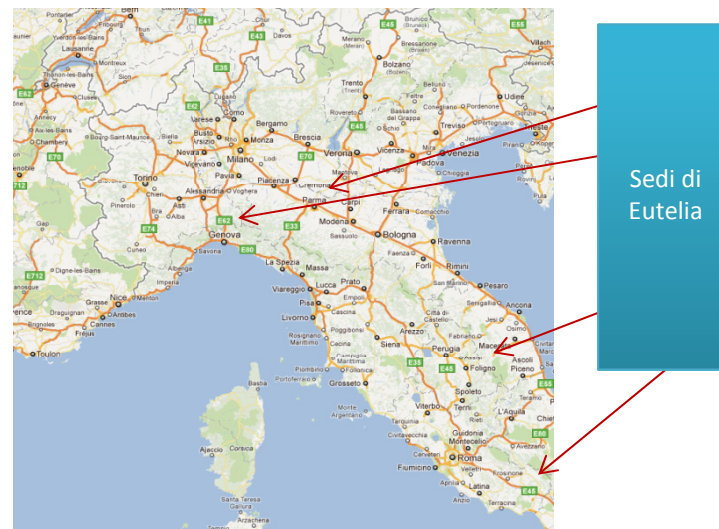
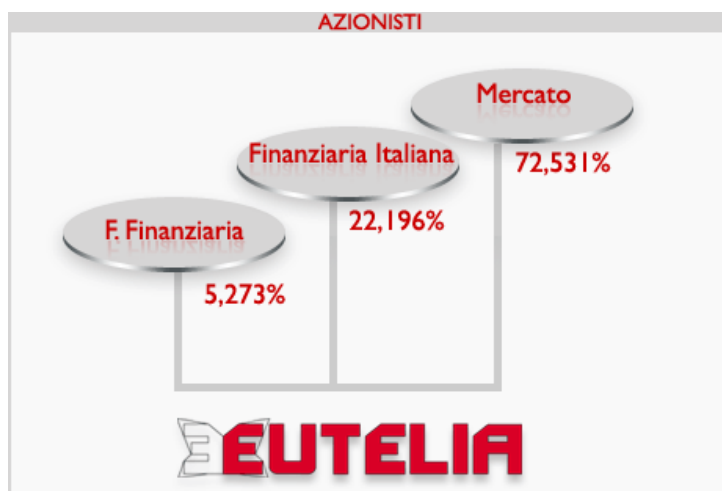
Il ramo d'azienda DIFESA: la valutazione p. 57

Conclusioni p. 62

La società: introduzione

Eutelia S.p.A. in Amministrazione straordinaria ("la Società") è un'azienda che offre servizi e soluzioni complete per il business delle **Telecomunicazioni**, rivolgendosi ai clienti privati e business (mercato *retail*) e agli altri operatori (mercato *wholesale*).

La sede legale (e Direzione Generale) è ad Arezzo, in via Calamandrei, 173. Le principali sedi operative sono a Pregnana Milanese (Milano), Roma e Torino.

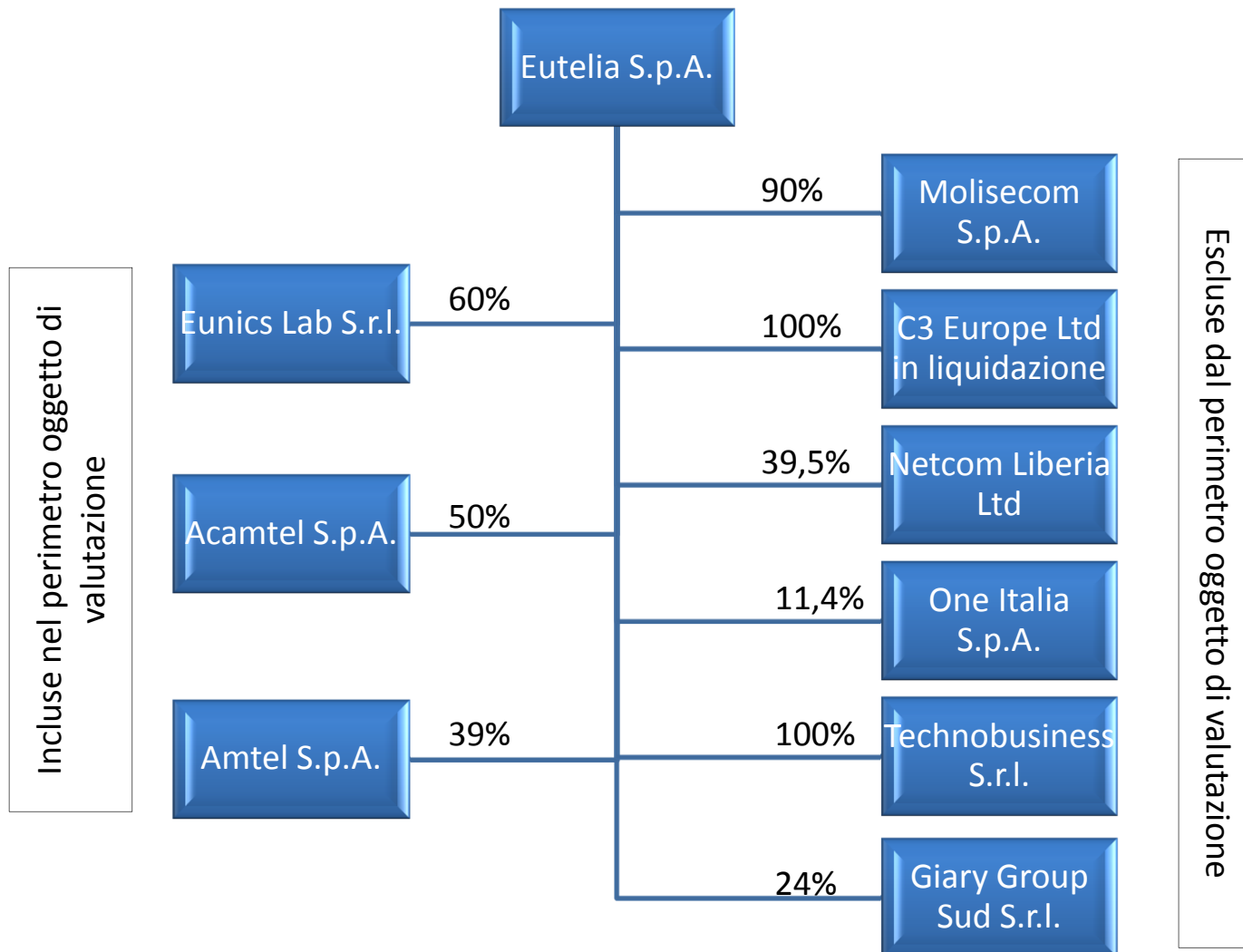


Ft complessivo 2008	Ft complessivo 2009	Ft complessivo 2010	Ft complessivo 30/06/2011
€ 395 milioni	€ 287 milioni	€ 149 milioni	€ 52,8 milioni

* Dipendenti Complessivi al 31.12.2008 n.2320	Dipendenti Complessivi al 31.12.2009 n.433	Dipendenti Complessivi al 31.12.2010 n.391	Dipendenti Complessivi al 30.06.2010 n.395

* Il rilevante scostamento tra il 2008 e il 2009 è prevalentemente dovuto al trasferimento ad Agile dei dipendenti compresi nel ramo IT

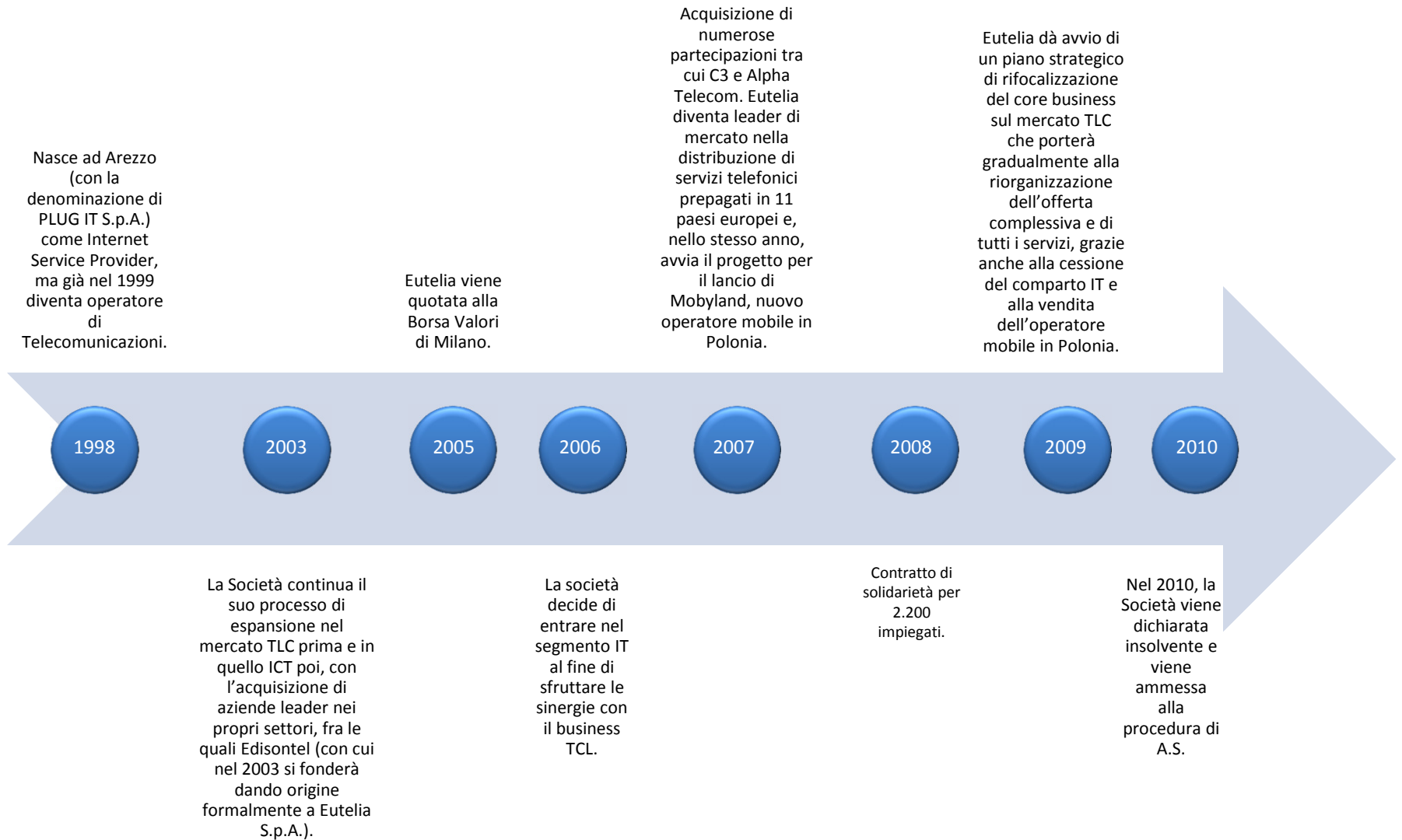
La struttura del gruppo



L'organigramma



La storia



Le cause della crisi

- Squilibrio nella correlazione temporale fra impieghi e fonti
- Struttura operativa eccessivamente rigida
- Ridotta marginalità sulle vendite soprattutto a causa dell'elevata incidenza dei costi per servizi sul valore della produzione
- Incapacità di operare in condizioni di equilibrio economico nell'ambito del proprio "core business" (reddito operativo costantemente negativo ad eccezione del 2006)
- Politica di investimenti espansivi, solo parzialmente coperta da autofinanziamento
- Scelte strategiche inappropriate (investimento nella divisione IT)
- Crisi dei mercati finanziari
- Cessione divisione IT con modalità tecniche e giuridiche "discutibili"

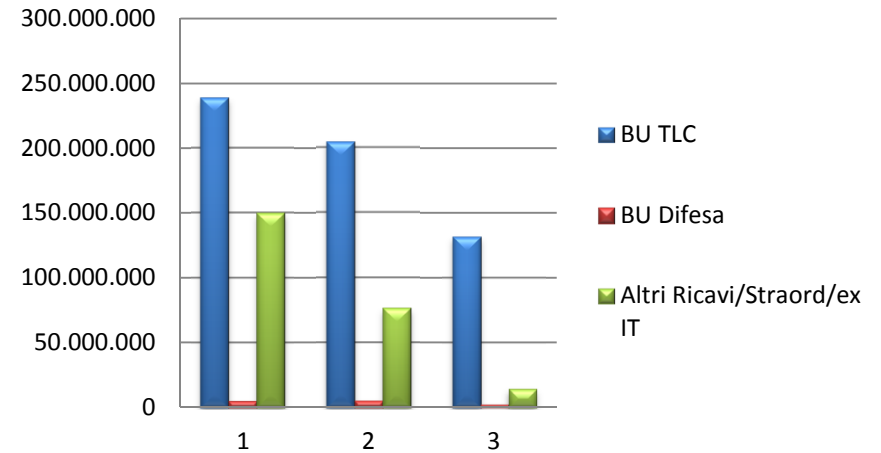
Le aree di business: premessa

Il business di Eutelia si articola nelle divisioni:

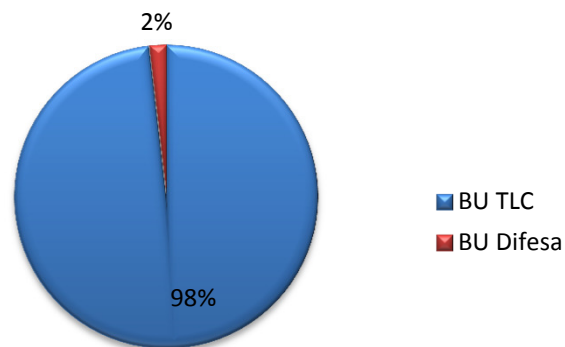
telecomunicazioni

difesa

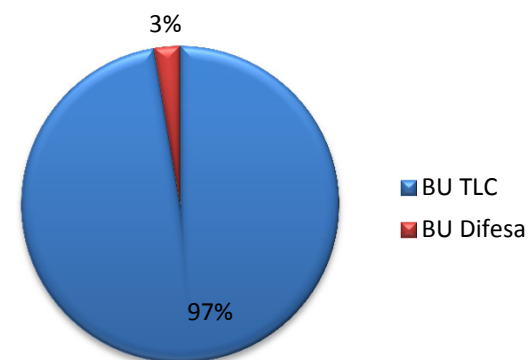
Evoluzione del fatturato 2008-2010 articolato per area di business



Ricavi 2010 per area di business



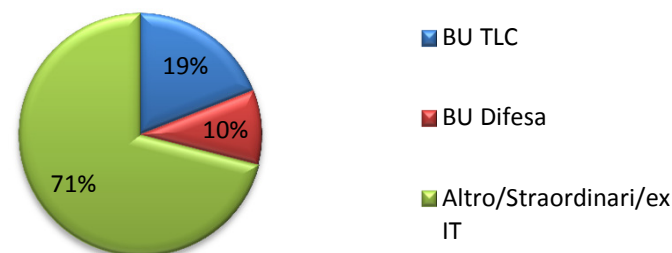
Ricavi 2009 per area di business



Le aree di business: premessa

P&L Eutelia SpA (€)	Y2008	Y2009	Y2010
Valore della Produzione	394.571.966	287.006.146	148.817.918
BU TLC	239.054.858	204.654.156	131.747.791
BU Difesa	5.194.370	5.503.889	2.441.966
Altri Ricavi/Straord/ex IT	150.322.739	76.848.101	14.628.162
Costo Diretto del Venduto	311.696.495	211.562.345	99.301.752
BU TLC	179.675.824	155.105.489	91.038.011
BU Difesa	2.911.681	3.099.996	566.243
Altri Costi/Straord./ex IT	129.108.990	53.356.860	7.697.497
Gross Margin	82.875.472	75.443.801	49.516.167
BU TLC	59.379.034	49.548.668	40.709.780
BU Difesa	2.282.689	2.403.893	1.875.722
Altro, Straord., ex IT	21.213.749	23.491.241	6.930.665
Costi variabili	12.971.366	13.579.598	10.754.969
BU TLC	12.971.366	13.579.598	10.754.969
BU Difesa	0	0	0
Altro/Straordinari/ex IT	0	0	0
Contribution Margin	69.904.105	61.864.203	38.761.197
BU TLC	46.407.667	35.969.070	29.954.811
BU Difesa	2.282.689	2.403.893	1.875.722
Altro/Straordinari/ex IT	21.213.749	23.491.241	6.930.665
Opex	78.363.569	51.792.200	30.139.467
BU TLC	45.923.308	43.758.220	28.314.230
BU Difesa	0	0	1.016.693
Altro/Straordinari/ex IT	32.440.261	8.033.979	808.544
EBITDA	-8.459.464	10.072.003	8.621.731
BU TLC	484.359	-7.789.151	1.640.581
BU Difesa	2.282.689	2.403.893	859.030
Altro/Straordinari/ex IT	-11.226.512	15.457.261	6.122.120
EBITDA %	-2%	4%	6%
BU TLC	0%	-4%	1%
BU Difesa	44%	44%	35%
Altro/Straordinari/ex IT	-7%	20%	42%

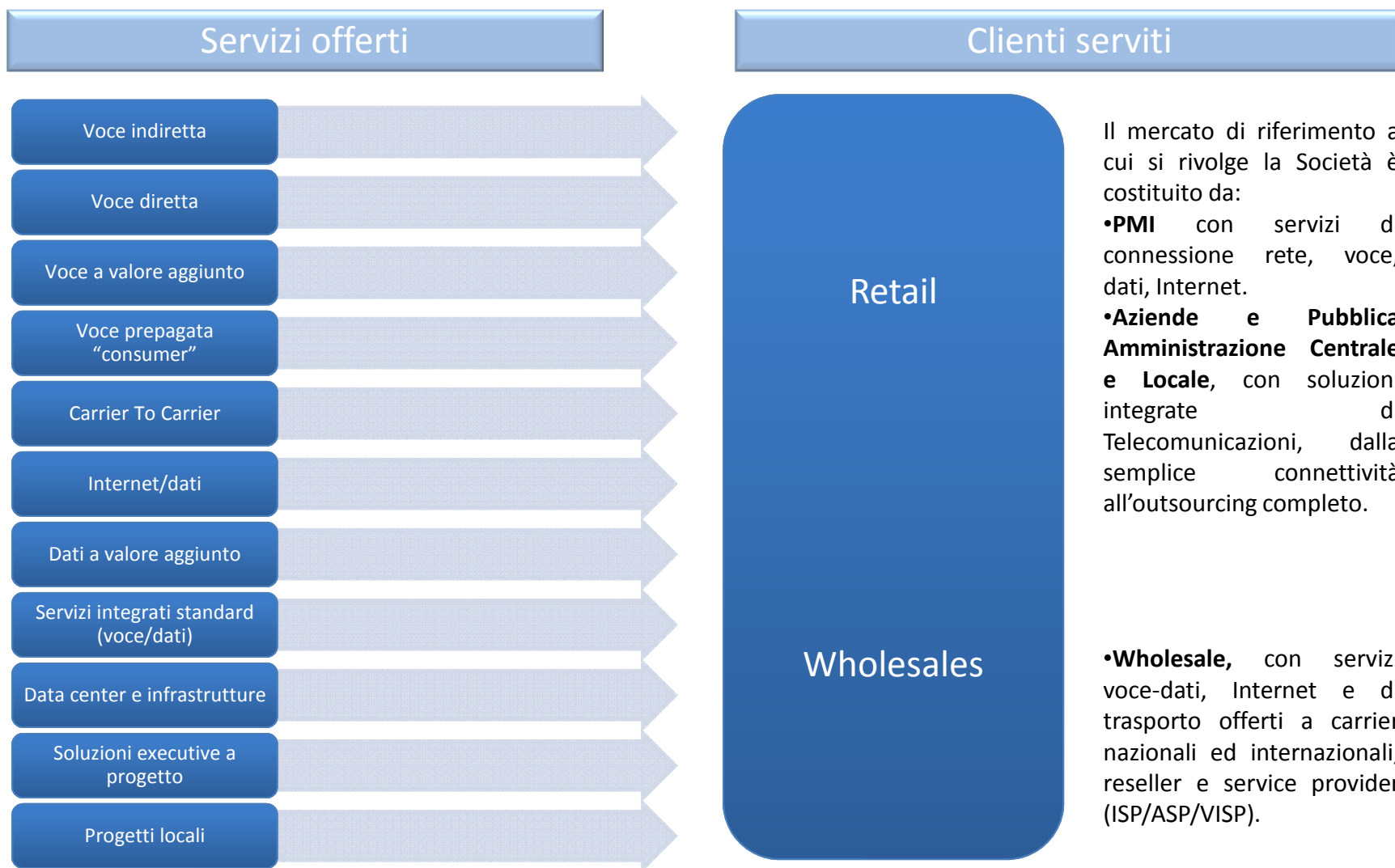
Composizione dell'EBITDA complessivo 2010



Gross Margin %	Y2008	Y2009	Y2010
BU TLC	25%	24%	31%
BU Difesa	44%	44%	77%
Altro/Straordinari/ex IT	14%	31%	47%

Contribution Margin %	18%	22%	26%
BU TLC	19%	18%	23%
BU Difesa	44%	44%	77%
Altro/Straordinari/ex IT	14%	31%	47%

La BU TLC: servizi e clienti



INDICE

La società e le BU p. 4

Il ramo d'azienda TLC p. 13

Il ramo d'azienda TLC: la valutazione p. 37

Il ramo d'azienda DIFESA p. 45

Il ramo d'azienda DIFESA: la valutazione p. 57

Conclusioni p. 62

In particolare: i servizi offerti

Voce indiretta

- I servizi voce indiretta sono basati sulla prestazione di scelta dell'operatore alternativo fornita da Telecom Italia per i propri abbonati sia in maniera manuale (i.e. Carrier Selection CS) che in maniera automatica (Carrier Selection CPS) o sull'offerta Wholesale Line Rental (WLR), con la quale Telecom Italia "subaffitta" le linee di utente finale. Eutelia offre ai propri Clienti tariffe concorrenziali soprattutto verso le direttrici internazionali grazie ai numerosi accordi in essere con Operatori Internazionali collegati in interconnessione diretta. I pacchetti offerti sul mercato in tale categoria sono:
 - Eutelia Chiama (SOHO)
 - Distanza Zero (PMI, Executive)
 - Code Sharing/Code Hosting

Voce diretta

- I servizi voce diretti vengono offerti da Eutelia tramite interconnessione "fisica" alla propria rete o tramite l'offerta di voce su Internet (VoIP) a prescindere dalla connettività presente presso l'utente finale. I pacchetti offerti sul mercato in tale categoria sono:
 - Distanza Zero Accesso Diretto (PMI, Executive)
 - IPC@II (SOHO, PMI)
 - Accesso Diretto Voce/DAV
 - Wholesale VoIP

Voce a valore aggiunto

- Eutelia, grazie alle piattaforme proprietarie, è in grado di fornire ai propri clienti servizi tradizionali (numeri verdi, numeri 84x, 199) e innovativi (IPCentrex, FaxOverIP) con interfacce di provisioning e configurazione "user-friendly", con elevato grado di personalizzazione "fai da te" e con tariffe concorrenziali.
 - 800, 84x Community (SOHO, PMI, Executive)
 - Numero Unico 199 (SOHO, PMI)
 - Audio Conference (SOHO, PMI)
 - Call Center Virtuale (PMI, Executive)
 - IPCentrex "Obelisk" (SOHO, PMI)
 - FaxPlug (SOHO, PMI, Executive)
 - 800 Wholesale

Voce prepagata "Consumer"

- Eutelia è da anni leader di mercato dell'offerta voce prepagata in Italia (con l'esclusione della telefonia mobile), in particolare, grazie alle carte telefoniche, utilizzate soprattutto per effettuare chiamate internazionali. Le carte telefoniche, con diversi "brand" (il più noto è EDICARD), sono vendute tramite diversi canali di distribuzione (principalmente SISAL e Lottomatica). Oltre alle carte prepagate, Eutelia è stata firstmover nella creazione di un'offerta prepagata di Voce su Internet tramite il portale www.eutelivoip.com.

In particolare: i servizi offerti (segue)

Carrier to Carrier

- Servizi di raccolta e terminazione di chiamate voce forniti ad operatori nazionali e internazionali che oltre a portare ricavi autonomamente consentono a Eutelia di disporre di tariffe estremamente concorrenziali per le chiamate internazionali.

Internet/Dati:

- Eutelia offre l'accesso a Internet con un grande ventaglio di soluzioni di accesso dal dial-up al collegamento diretto in Ethernet, grazie alla propria rete proprietaria, alla diffusione capillare dell'interconnessione con Telecom Italia, alla presenza nei maggiori punti di transito Internet nazionali e agli accordi con Operatori Internazionali "Tier1" per la visibilità della "Big Internet".

Servizi Integrati Standard (Voce/Dati)

- L'unione di soluzioni di accesso a Internet con la possibilità di trasportare la voce su connessioni dati ha permesso a Eutelia la realizzazione di servizi standard "All in One".
- Vola (Office/Business) (SOHO, PMI)
- Unica (SOHO, PMI)

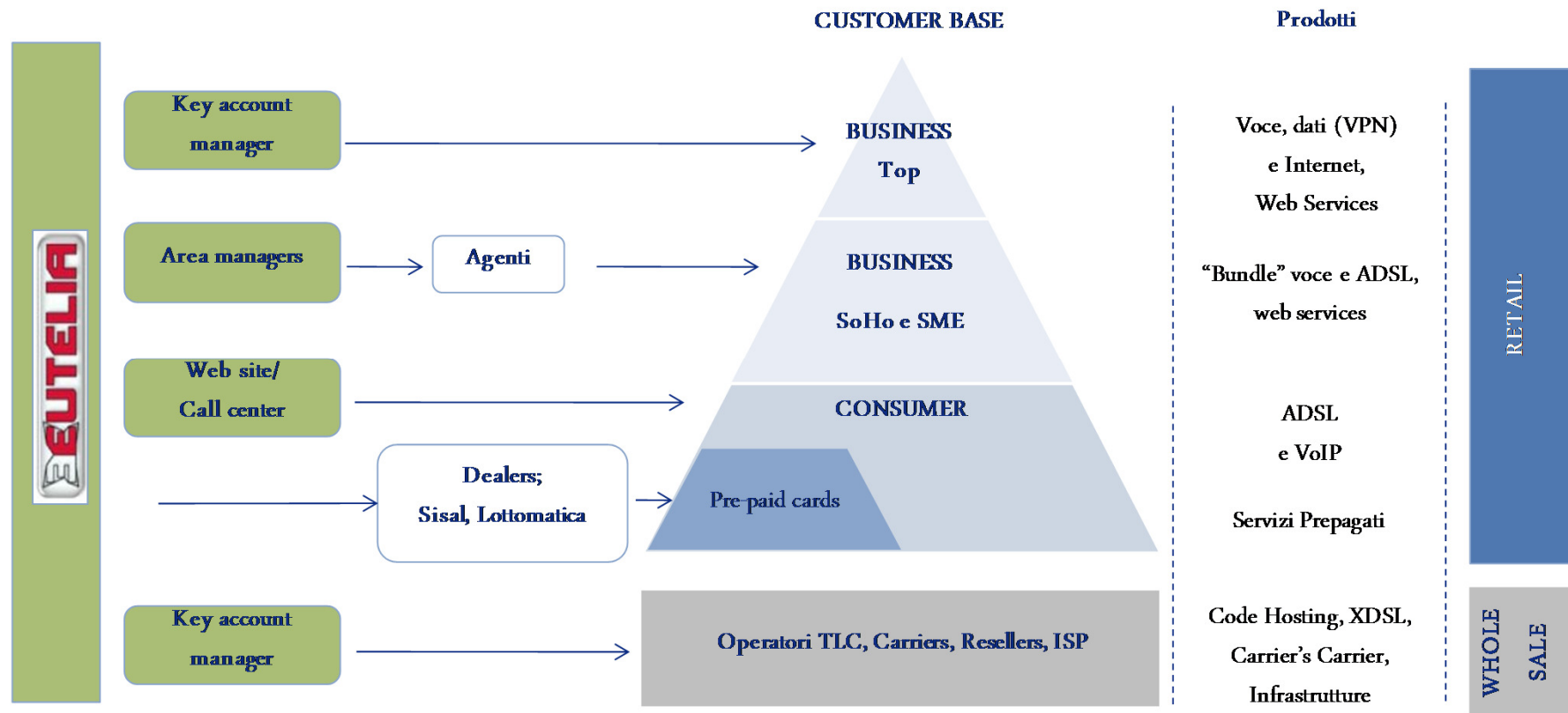
Datacenter e infrastrutture

- Vista la diffusione della propria rete e delle infrastrutture proprietarie, Eutelia offre al mercato dei Carrier e dei clienti Executive soluzioni di Housing dedicato, con elevati livelli di servizio e la possibilità di connessioni sia pt-pt che pt-mp con le diverse soluzioni di accesso (SDH, Dark Fiber, Radio Link).

Altro

- La Società, oltre all'ampio ventaglio di servizi standard, crea soluzioni a progetto per il mercato Executive grazie alle competenze della propria ingegneria d'offerta e alla collaborazione con i maggiori player tecnologici attuali. Tra i servizi a progetto più diffusi ci sono:
 - Reti Private Virtuali (VPN) MPLS
 - Reti Private Voce con soluzioni VoIP
 - Soluzioni Applicative
 - Outsourcing infrastrutturale

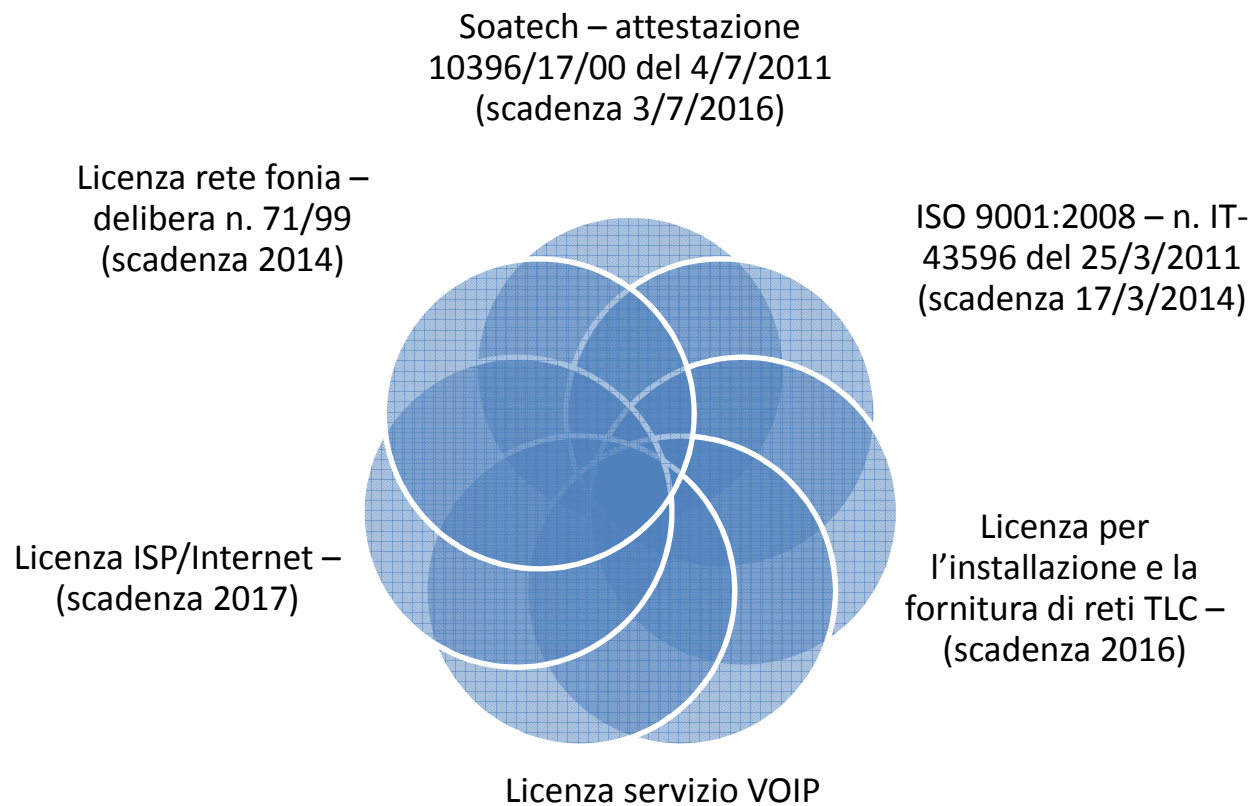
La matrice clienti/servizi



Fonte: report Società

- I clienti definiti "Top" (ovvero ai quali Eutelia offre servizi integrati) sono direttamente gestiti da account managers Eutelia divisi in aree geografiche (rete di vendita diretta).
- Il segmento business (uffici e PMI) è indirizzato attraverso una struttura di partner esterni (agenzie e coordinatori) gestiti dall'organizzazione interna (rete di vendita indiretta).
- I clienti "consumer" sono gestiti tramite canali pull, quali il sito web e i call center con l'eccezione delle schede pre-pagate, che sono vendute tramite dei distributori, principalmente Sisal e Lottomatica).
- Il segmento Wholesales è direttamente gestito da account managers Eutelia.

Le certificazioni e le licenze



La rete

Il principale asset della Società è costituito dalla rete in fibra ottica, articolata in:

- Rete a lunga distanza (conosciuta tecnicamente anche come “dorsale” o “backbone”);
- Rete metropolitana (detta anche MAN, localizzata in città).

La rete infrastrutturale di Lunga Distanza Eutelia consiste in 3.046 km di tubazioni. Eutelia ha realizzato in proprio 750 km di polifora (9 tubi), mentre i restanti 2.296 km di tubazione sono stati acquisiti da altri operatori di telecomunicazioni in modalità IRU (*Indefeasible Right of Use*); Eutelia ne vanta quindi i diritti reali d’uso esclusivo per un periodo variabile in funzione della durata del contratto fino a 25 anni.

In aggiunta, Eutelia detiene il diritto di posa sui tralicci dell’alta tensione di proprietà di Terna per circa 1.400 km.



- rete in fibra di posa aerea
- cavi di backbone,
- tratte di lunga distanza acquisite in IRU,
- porzioni di cavidotto non ancora cablate.

La rete



Tracciato infrastruttura proprietaria

Il diritto esclusivo di posa sui tralicci dell'alta tensione di proprietà Terna ha la durata di 20 anni a partire dall'anno 2000.



Tracciato infrastruttura aerea

Eutelia dispone dei diritti d'uso, fino a Settembre del 2025, per un tubo lungo l'infrastruttura ex Eurostrada denominata I-21 di proprietà Interoute, che si sviluppa secondo un percorso ad anello, a raccolta delle principali città del centro-Nord Italia, con due sbracci a raggiungimento del confine nazionale all'altezza di Ventimiglia (sbraccio occidentale) e di Tarvisio (sbraccio orientale). Eutelia ha posato lungo l'intero percorso ad anello centrale, ed in parte negli sbracci verso le zone di confine, un cavo a 48 fibre ottiche di tipo G.655.



Tracciato infrastruttura in IRU

	Scavate in proprio	IRU	Row tralicci terna	Totale
Rete a lunga distanza	750 km	2.296 km	1400 km	4.446 km

La rete MAN

Eutelia ha posato circa 292 km di cavo in fibra ottica in 29 realtà metropolitane.

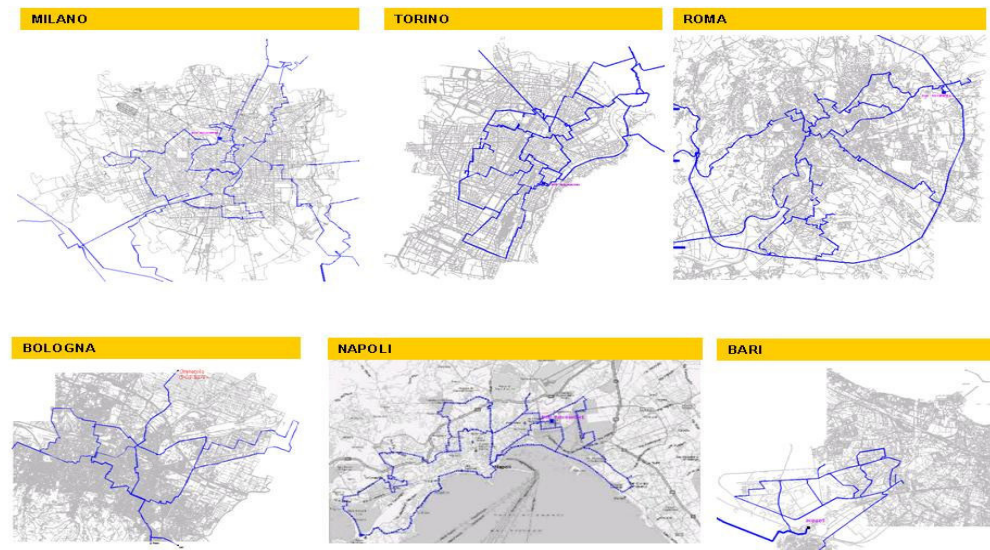
A questa quantità vanno aggiunti circa 24 km di tratte acquisite a titolo definitivo da altro operatore.

Per estendere la copertura del territorio realizzata dai tubi e cavi di cui sopra, Eutelia ha acquisito i diritti d'uso su una molteplicità di tratte metropolitane in fibra ottica.

La lunghezza complessiva di tali tratte in fibra è pari a circa 1.558 km e la durata dei contratti è variabile (di norma è di 15 anni).

Particolarmente significative sono le tratte metropolitane acquisite in IRU nelle città di Roma (oltre 290 km), Milano (oltre 335 km) e Napoli (oltre 155 km).

Di carattere metropolitano è anche la tratta di fibra acquisita a Londra (15 km), utilizzata per la connessione dei POP di Londra Harbour Exchange HE8 e HE1 e Coriander Avenue.



I Point of Presence

I POP (Point Of Presence) rappresentano i punti di accesso alla rete di backbone. Data la criticità che riveste tale elemento, la Società, già in sede di progettazione, ha definito con cura la localizzazione, la logistica e le infrastrutture di ciascun POP.

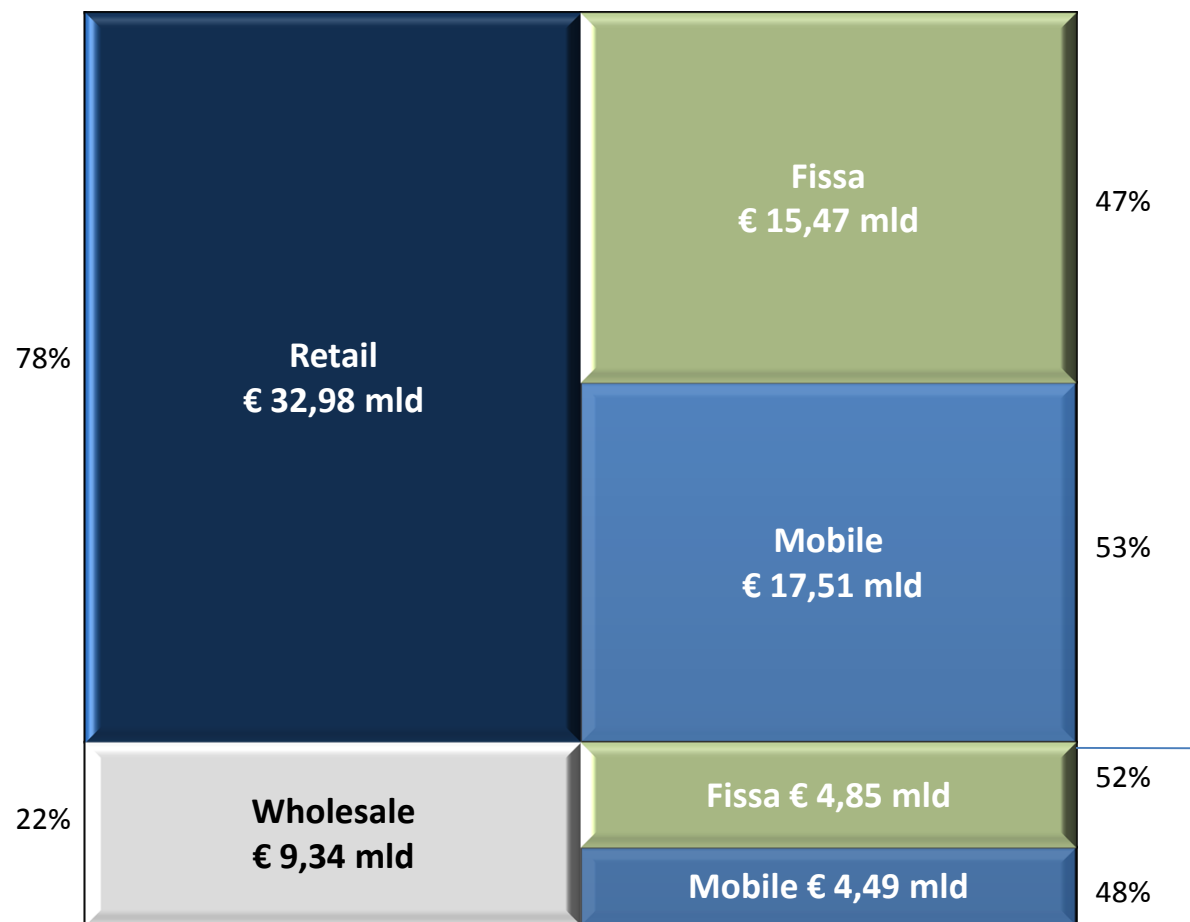
Eutelia dispone di 37 POP (di cui 30 connessi direttamente alla backbone) dislocati sul territorio nazionale nonché di 11 POP all'estero.



Pop Eutelia di Mestre

Alessandria	Padova
Ancona	Palermo
Arezzo Calamandrei	Parma
	Perugia
Arezzo S.Zeno	Pescara
Bari	Pisa
Bergamo	Reggio Emilia
Bologna	Rimini
Bolzano	Roma
Brescia	Roma C.
Cesano	Salerno
Ferrara	Tavazzano
Genova	Torino Lombroso
Grosseto	Torino Svizzera
La Spezia	Trento
Legnano	Treviso
Lucca	Udine
Milano	Venezia
Napoli	Verona
Novara	Vicenza

Il mercato italiano delle telecomunicazioni



Fonte: ns. elaborazione su dati Relazione annuale AGCOM 2011

Il segmento *retail* rappresenta il 78% dell'intero mercato TLC.

In tale segmento, le comunicazioni mobili pesano per il 53% rispetto a quelle su linea fissa.

All'interno del segmento *wholesales*, che rappresenta poco più di 1/5 del mercato complessivo, invece, le comunicazioni su rete fissa (52%) superano leggermente quelle su rete mobile.

L'andamento del mercato

Rispetto ai dati dell'anno precedente, il mercato delle telecomunicazioni ha avuto flessione complessiva di circa il 3,4%, più marcata nel segmento "fisso" (-4,1%).

Tra le cause principali cause di tale riduzione vanno citate:

- 1) gli effetti regolamentativi delle delibere Consob che hanno determinato la diminuzione dei ricavi da servizi di originazione, terminazione e transito ;
- 2) la contrazione dei volumi di traffico (-7,5% rispetto all'anno precedente).

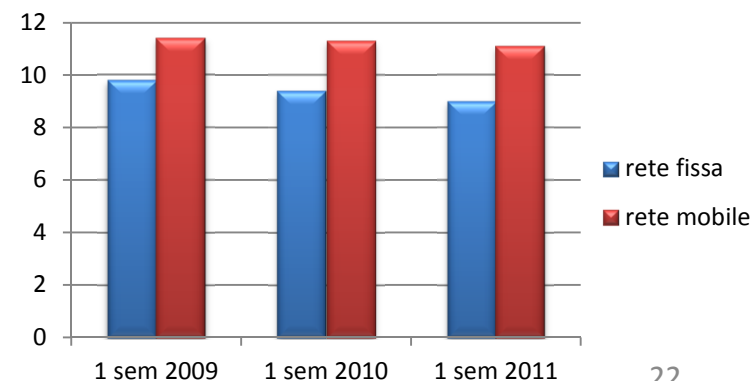
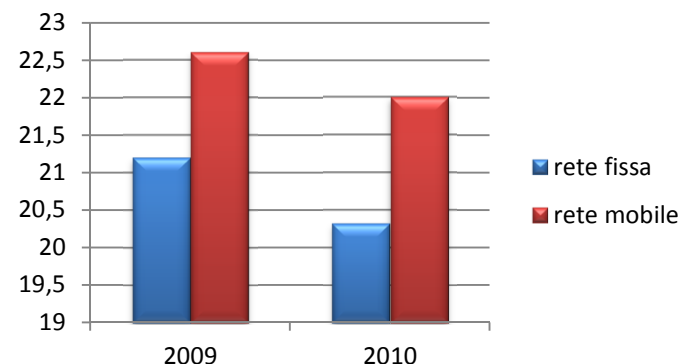
Tale tendenza negativa appare confermata anche nel primo semestre 2011, che rispetto al medesimo periodo 2010, registra mediamente una flessione del 2,9%.

RICAVI LORDI (mld di €)	1 sem 2009	Var.	1 sem 2010	Var.	1 sem 2011
rete fissa	9,8	-4,0%	9,4	-4,3%	9,0
rete mobile	11,4	-0,9%	11,3	-1,8%	11,1
Totale	21,2	-2,4%	20,7	-2,9%	20,1

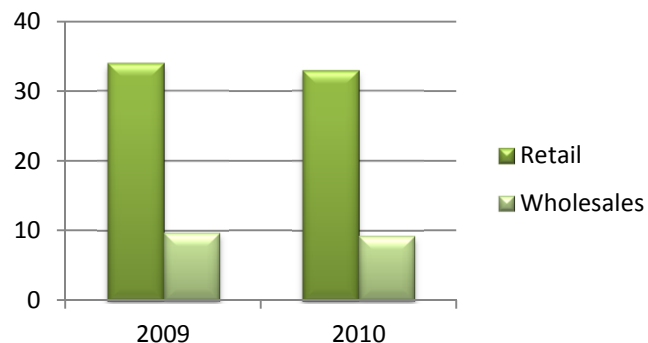
Fonte: Rapporto Assform 2011

RICAVI LORDI (mld di €)	2009	2010	var %
rete fissa	21,2	20,3	-4,10%
rete mobile	22,6	22,0	-2,70%
Totale	43,8	42,3	-3,40%

Fonte: Relazione annuale AGCOM 2011

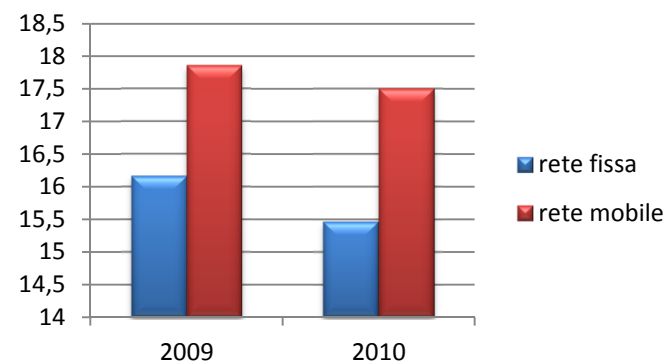


L'andamento del mercato (segue)



RICAVI LORDI (mld di €)	2009	2010	var %
Retail	34,03	32,98	-3,09%
Wholesales	9,77	9,34	-4,40%
Totale	43,8	42,32	-3,40%

Fonte: Relazione annuale AGCOM 2011



Retail

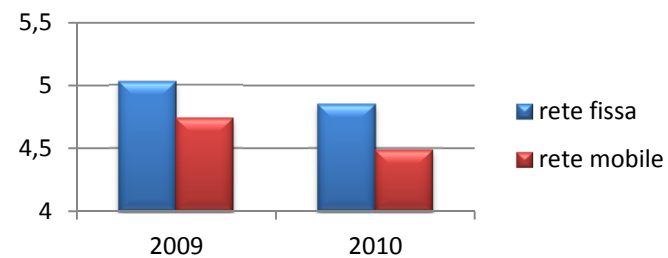
RICAVI LORDI (mld di €)	2009	2010	var %
rete fissa	16,17	15,47	-4,30%
rete mobile	17,86	17,51	-2,00%
Totale	34,03	32,98	-3,10%

Fonte: Relazione annuale AGCOM 2011

Wholesales

RICAVI LORDI (mld di €)	2009	2010	var %
rete fissa	5,03	4,85	-3,50%
rete mobile	4,74	4,49	-5,30%
Totale	9,77	9,34	-4,40%

Fonte: Relazione annuale AGCOM 2011



Prof. Alessandro Musai

Le quote di mercato

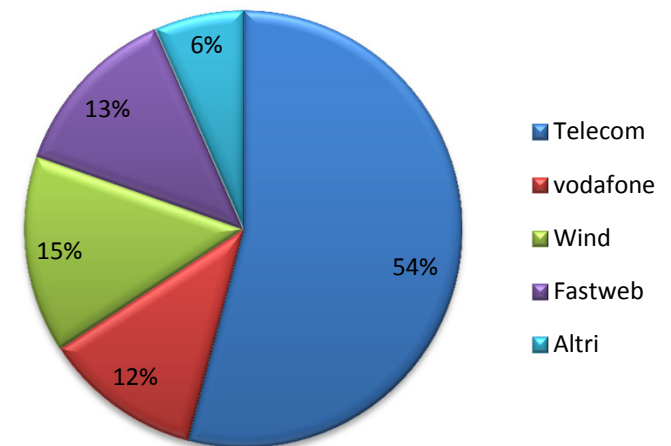
Il mercato delle telecomunicazioni su rete fissa - accessi in banda larga – risulta dominato da 5 players di rilievo che complessivamente detengono il 93,4% dell'intero business. Rispetto ai dati dell'esercizio precedente, la tendenza oligopolistica in atto sembra ulteriormente rafforzarsi, poiché il peso degli altri operatori più piccoli si è ridotto di quasi il 2%.

Quote di mercato Banda larga - dicembre 2010

	quota 2010	2010	var % 2009-2010
Telecom	54,1%	93,4%	4,50%
vodafone	11,7%		
Wind	14,6%		
Fastweb	13,0%		
Altri*	6,6%	6,6%	-1,70%

Fonte: Relazione annuale AGCOM 2011

Quote di mercato TLC



* Tra gli altri operatori, dove rientra anche Eutelia, un peso preponderante occupa Tiscali, con il 4,1% di fetta di mercato complessiva

I dati economici

(€)	Y 2008		Y 2009		Y 2010		I sem.2011	
Ricavi TLC	239.054.858		204.654.156		131.747.791		50.300.939	
Retail	115.222.510	48%	95.273.123	47%	74.391.012	56%	30.626.923	61%
Servizi Fonia CPS	21.075.391	9%	13.970.890	7%	10.436.651	8%	4.219.294	8%
Servizi IP e reti dati	48.558.730	20%	41.389.450	20%	31.860.432	24%	12.583.600	25%
Prepaid Services	45.588.389	19%	39.912.784	20%	32.093.929	24%	13.824.029	27%
Wholesale	123.832.347	52%	109.381.034	53%	57.356.779	44%	19.674.017	39%
Carriers	65.768.361	28%	39.582.414	19%	19.733.640	15%	5.977.789	12%
Resellers e ISPs	30.804.868	13%	22.377.903	11%	18.093.708	14%	7.473.168	15%
Premium	13.450.071	6%	31.518.180	15%	7.625.442	6%	1.872.012	4%
Reverse	6.513.011	3%	8.343.066	4%	5.229.703	4%	1.174.176	2%
IRU - manutenzioni	3.303.584	1%	4.390.679	2%	4.161.824	3%	2.068.812	4%
Infrastrutture	3.992.452	2%	3.168.793	2%	2.512.462	2%	1.108.060	2%
Costo Diretto del Venduto per natura	166.444.527		143.839.500		81.025.752		30.119.967	
Materie prime e prodotti	4.532.955	2%	4.219.453	2%	489.328	0%	120.151	0%
Interconnessione	133.564.743	56%	117.410.307	57%	61.802.596	47%	21.821.387	43%
Costi Circuiti, Bitstream, ULL, Dati	28.346.829	12%	22.209.740	11%	18.733.828	14%	8.178.429	16%
Costo Diretto del Venduto per segmento	166.444.527		143.839.500		81.025.752		30.119.967	
Retail		0%		0%		0%	17.020.506	34%
Wholesale		0%		0%		0%	13.099.460	26%
Costi di Distribuzione	13.231.297		10.115.437		8.697.263		3.600.657	
Retail	13.231.297	6%	10.115.437	5%	8.697.263	7%	3.600.657	7%
Wholesale	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Gross Margin	59.379.033		50.699.219		42.024.775		16.580.315	
Costi di Rete	12.971.366		14.372.791		11.789.223		6.002.730	
Manutenzioni su IRU	4.180.569	2%	4.425.343	2%	4.620.571	4%	2.182.926	4%
Manutenzioni e Installazioni	4.320.895	2%	4.719.980	2%	2.546.168	2%	1.243.718	2%
Licenze e Royalties	1.298.633	1%	800.094	0%	908.112	1%	362.232	1%
Costi Rights of Way	887.612	0%	1.090.662	1%	1.066.834	1%	530.291	1%
Costi PoP, datacenter e postazioni radio	2.283.658	1%	3.336.712	2%	2.647.539	2%	1.683.564	3%
Contribution Margin	46.407.667		36.326.428		30.235.552		10.577.586	
Opex	45.923.308		44.124.638		28.476.332		12.015.442	
Costo del lavoro	21.077.552	9%	21.090.426	10%	18.783.802	14%	9.707.165	19%
Note spese e buoni pasto	1.254.024	1%	1.321.962	1%	852.423	1%	284.378	1%
Autovetture	1.266.746	1%	1.373.081	1%	298.756	0%	173.963	0%
Spese Telefoniche	1.471.715	1%	1.456.827	1%	497.854	0%	128.703	0%
Costi sedi	4.113.478	2%	4.108.572	2%	2.932.444	2%	973.329	2%
Costi Board / Direzionali	5.427.833	2%	4.331.446	2%	727.536	1%	0	0%
Advertising e call center	3.214.860	1%	1.845.065	1%	889.726	1%	95.687	0%
Consulenze TLC	3.684.108	2%	3.933.696	2%	1.646.773	1%	66.385	0%
Costi Bancari	951.479	0%	970.849	0%	706.123	1%	153.760	0%
Costi Postali	521.007	0%	375.464	0%	282.547	0%	130.463	0%
Costi G&A	2.940.505	1%	3.317.250	2%	858.349	1%	301.610	1%
EBITDA	484.359		-7.798.209		1.759.220		-1.437.856	
Amm.ti, Acc.ti, Risconti	-38.721.617		-26.668.413		-22.481.457		-10.413.066	
EBIT	-38.237.258		-34.466.622		-20.722.237		-11.850.922	

I dati economici – gli elementi di dettaglio

(€)	2008		2009		2010		I sem. 2011	
Ricavi TLC	239.054.858		204.654.156		131.747.791		50.300.939	
Retail	115.222.510	48%	95.273.123	47%	74.391.012	56%	30.626.923	61%
Servizi Fonia CPS	21.075.391	9%	13.970.890	7%	10.436.651	8%	4.219.294	8%
<i>Fonia CPS</i>	14.780.432	6%	9.278.558	5%	6.998.016	5%	2.721.983	5%
<i>Servizi Fax, 800, 199 e altro</i>	6.294.959	3%	4.692.332	2%	3.438.635	3%	1.497.310	3%
Servizi IP e reti dati	48.558.730	20%	41.389.450	20%	31.860.432	24%	12.583.600	25%
<i>Fonia e Servizi IP</i>	30.371.788	13%	24.832.973	12%	20.481.506	16%	8.264.141	16%
<i>Reti Dati e servizi WEB</i>	18.186.942	8%	16.556.477	8%	11.378.925	9%	4.319.459	9%
Prepaid Services	45.588.389	19%	39.912.784	20%	32.093.929	24%	13.824.029	27%
<i>Pin e Carte</i>	45.588.389	19%	38.485.872	19%	30.933.535	23%	13.248.939	26%
<i>Servizi VoIP</i>	0	0%	1.426.911	1%	1.160.394	1%	575.090	1%

Costi di Distribuzione (€)	13.231.297		10.115.437		8.697.263		3.600.657	
Retail	13.231.297		10.115.437		8.697.263		3.600.657	
Citynet	682.717	0%	696.829	0%	656.748	0%	271.679	1%
Agenzie indiretta	1.866.404	1%	1.400.870	1%	1.857.904	1%	666.108	1%
Prepagato	10.682.176	4%	8.017.738	4%	6.182.612	5%	2.662.870	5%
Wholesale	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%

Amm.ti, Acc.ti, Risconti (€)	-38.721.617		-26.668.413		-22.481.457		-10.413.066	
Risconti di IRU (ricavi)	8.599.653		8.100.628		7.996.802		3.968.388	
<i>Risconti IRU</i>	8.599.653	4%	8.100.628	4%	7.996.802	6%	3.968.388	8%
Ammortamenti	-47.321.269		-34.769.041		-29.315.978		-11.860.082	
<i>Ammort. Immateriali (IRU)</i>	-18.580.068	-8%	-8.888.197	-4%	-8.609.466	-7%	*-3.966.368	-8%
<i>Ammort. Materiali</i>	-28.741.201	-12%	-25.880.843	-13%	-20.706.512	-16%	-7.893.714	-16%
Accantonamenti	0		0		-1.162.280		-449.030	
<i>Acc.to sval. Crediti correnti</i>		0%		0%	-826.369	-1%	-313.619	-1%
<i>Acc.to note di credito da emettere</i>		0%		0%	-335.912	0%	-135.411	0%
Svalutazioni	0		0		0		-2.072.341	
<i>Sval. Part. Acamtel e Amtel</i>		0%		0%		0%	-2.072.341	-4%

* importo rideterminato in base alle indicazioni della società

L'analisi dei risultati degli ultimi trimestri

Q310 (€)	Fatturato	Costi diretti	GM	%
BU TLC	29.770.346	17.544.191	12.226.154	41,1%
Retail	17.832.405	9.964.225	7.868.181	44,1%
Servizi Fonia CPS	2.303.468	1.336.012	967.457	42,0%
Bundle IP e rete dati	7.823.133	3.696.499	4.126.635	52,7%
Prepaid Services	7.705.804	4.931.714	2.774.089	36,0%
Wholesale	11.937.941	7.579.967	4.357.974	36,5%
Carriers	3.370.467	3.090.014	280.453	8,3%
Resellers e ISPs	4.240.008	3.264.806	975.202	23,0%
Premium	1.304.111	1.108.494	195.617	15,0%
Reverse	1.385.840	0	1.385.840	100,0%
IRU - manutenzioni	1.054.252	0	1.054.252	100,0%
Infrastrutture	583.262	116.652	466.609	80,0%

Q410 (€)	Fatturato	Costi diretti	GM	%
BU TLC	27.740.587	16.191.611	11.548.976	41,6%
Retail	17.194.467	9.386.318	7.808.149	45,4%
Servizi Fonia CPS	2.347.904	1.338.305	1.009.599	43,0%
Bundle IP e rete dati	7.170.221	3.211.917	3.958.303	55,2%
Prepaid Services	7.676.342	4.836.095	2.840.246	37,0%
Wholesale	10.546.120	6.805.293	3.740.827	35,5%
Carriers	3.062.459	2.786.838	275.621	9,0%
Resellers e ISPs	4.084.234	3.144.860	939.374	23,0%
Premium	943.193	782.850	160.343	17,0%
Reverse	818.733	0	818.733	100,0%
IRU - manutenzioni	1.032.536	0	1.032.536	100,0%
Infrastrutture	604.964	90.745	514.220	85,0%

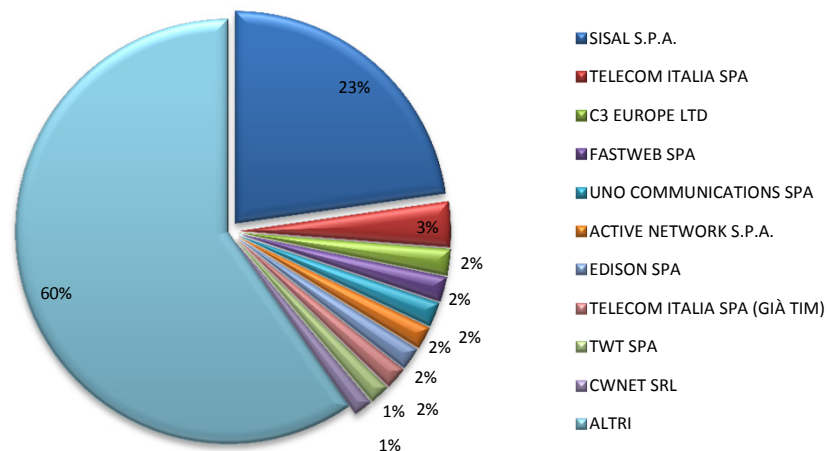
Q111 (€)	Fatturato	Costi diretti	GM	%
BU TLC	24.925.678	15.161.929	9.763.749	39,2%
Retail	15.588.950	9.013.783	6.575.166	42,2%
Servizi Fonia CPS	1.955.403	1.143.911	811.492	41,5%
Bundle IP e rete dati	6.610.982	3.375.431	3.235.551	48,9%
Prepaid Services	7.022.564	4.494.441	2.528.123	36,0%
Wholesale	9.336.728	6.148.146	3.188.583	34,2%
Carriers	2.791.973	2.559.655	232.317	8,3%
Resellers e ISPs	3.666.717	2.841.705	825.011	22,5%
Premium	737.372	641.514	95.858	13,0%
Reverse	580.603	0	580.603	100,0%
IRU - manutenzioni	1.033.709	0	1.033.709	100,0%
Infrastrutture	526.355	105.271	421.084	80,0%

Q211 (€)	Fatturato	Costi diretti	GM	%
BU TLC	25.375.261	14.958.038	10.417.224	41,1%
Retail	15.037.973	8.006.723	7.031.250	46,8%
Servizi Fonia CPS	2.263.890	1.281.362	982.528	43,4%
Bundle IP e rete dati	5.972.618	2.440.439	3.532.179	59,1%
Prepaid Services	6.801.465	4.284.923	2.516.542	37,0%
Wholesale	10.337.289	6.951.315	3.385.974	32,8%
Carriers	3.185.816	2.921.393	264.423	8,3%
Resellers e ISPs	3.806.452	2.950.000	856.452	22,5%
Premium	1.134.639	998.482	136.157	12,0%
Reverse	593.573	0	593.573	100,0%
IRU - manutenzioni	1.035.103	0	1.035.103	100,0%
Infrastrutture	581.705	81.439	500.266	86,0%

Il fatturato per cliente

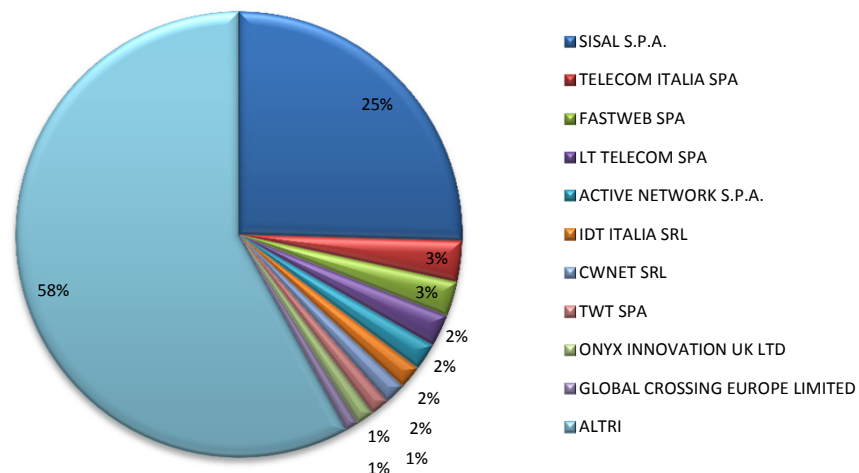
Clients 2010 (€)	Retail Totale	Wholesale Totale	Totale
SISAL S.P.A.	29.960.784	0	29.960.784
TELECOM ITALIA SPA	88.433	4.493.859	4.582.292
C3 EUROPE LTD	267.872	2.392.929	2.660.802
FASTWEB SPA	7.596	2.514.805	2.522.401
UNO COMMUNICATIONS SPA	0	2.502.586	2.502.586
ACTIVE NETWORK S.P.A.	33.075	2.280.932	2.314.008
EDISON SPA	2.309.820	0	2.309.820
TELECOM ITALIA SPA (GIÀ TIM)	0	2.267.136	2.267.136
TWT SPA	0	2.047.205	2.047.205
CWNET SRL	1.857	1.956.343	1.958.200
ALTRI	41.721.575	36.900.984	78.622.559
TOTALE	74.391.012	57.356.779	131.747.791

Composizione Fatturato 2010



Clients 2011 (€)	Retail Totale	Wholesale Totale	Totale
SISAL S.P.A.	12.794.617	0	12.794.617
TELECOM ITALIA SPA	29.871	1.467.842	1.497.713
FASTWEB SPA	20.676	1.247.945	1.268.621
LT TELECOM SPA	0	1.172.736	1.172.736
ACTIVE NETWORK S.P.A.	14.198	962.272	976.470
IDT ITALIA SRL	0	843.737	843.737
CWNET SRL	603	772.071	772.674
TWT SPA	0	690.301	690.301
ONYX INNOVATION UK	53.816	573.157	626.973
GLOBAL CROSSING EUROPE	0	491.702	491.702
ALTRI	17.713.141	11.452.254	29.165.395
TOTALE	30.626.923	19.674.017	50.300.939

Composizione Fatturato 2011



Fatturato business vs residenziali

Tipo clienti (€)	Q110	Q210	Q310	Q410	Q111	Q211
Retail	20.125.380	19.238.760	17.832.405	17.194.467	15.588.950	15.037.973
Acamtel	444.293	430.085	400.278	385.503	351.587	335.422
Business	398.502	386.382	359.655	348.495	318.912	306.165
Residenziali	45.792	43.703	40.623	37.008	32.675	29.257
Amtel	658.963	629.043	546.729	552.969	519.610	467.552
Business	632.737	604.423	523.573	530.620	500.444	450.492
Residenziali	26.226	24.620	23.156	22.349	19.166	17.060
Clienti Prepagato	8.670.826	8.040.958	7.705.804	7.676.342	7.022.564	6.801.465
Business	8.491.343	7.871.260	7.552.721	7.529.547	6.887.047	6.684.128
Residenziali	179.483	169.698	153.083	146.795	135.517	117.336
Clienti indiretta	6.168.542	6.732.984	5.784.054	5.554.507	4.911.315	4.941.320
Business	5.139.454	5.832.673	4.959.017	4.774.712	4.202.252	4.303.745
Residenziali	1.029.089	900.312	825.037	779.795	709.063	637.575
Clienti Top	3.674.749	2.832.573	2.885.335	2.474.416	2.173.514	1.909.835
Business	3.667.364	2.826.278	2.880.068	2.469.233	2.168.225	1.903.682
Residenziali	7.384	6.295	5.267	5.183	5.289	6.153
Grapes	320.121	317.707	258.828	255.476	232.701	217.856
Business	319.936	317.519	258.653	255.297	232.529	217.708
Residenziali	186	188	174	180	172	148
Bando Toscana	187.886	255.409	251.378	295.254	377.659	364.523
Business	42.831	53.636	62.026	68.176	76.900	82.300
Residenziali	145.055	201.773	189.353	227.078	300.759	282.222
Wholesale	19.932.751	14.939.967	11.937.941	10.546.120	9.336.728	10.337.289
MA_Carriers	8.246.313	5.054.400	3.370.467	3.062.459	2.791.973	3.185.816
Business	8.246.313	5.054.400	3.370.467	3.062.459	2.791.973	3.185.816
NA_Resellers e ISPs	4.884.212	4.885.254	4.240.008	4.084.234	3.666.717	3.806.452
Business	4.883.741	4.884.862	4.240.002	4.084.234	3.666.717	3.806.452
Residenziali	471	392	7	0	0	0
OA_Premium	3.330.928	2.047.210	1.304.111	943.193	737.372	1.134.639
Business	3.329.300	2.045.829	1.302.790	942.984	737.150	1.134.481
Residenziali	1.628	1.381	1.321	209	222	158
PA_Infrastrutture	689.655	634.582	583.262	604.964	526.355	581.705
Business	689.655	634.582	583.262	604.964	526.355	581.705
RA_IRU_manutenzioni	1.038.978	1.036.058	1.054.252	1.032.536	1.033.709	1.035.103
Business	1.038.978	1.036.058	1.054.252	1.032.536	1.033.709	1.035.103
PB_Reverse	1.742.665	1.282.464	1.385.840	818.733	580.603	593.573
PB_Reverse	1.742.665	1.282.464	1.385.840	818.733	580.603	593.573
Totale complessivo	40.058.131	34.178.727	29.770.346	27.740.587	24.925.678	25.375.261

Fatturato per servizi offerti

Tipo clienti (€)	Q110	Q210	Q310	Q410	Q111	Q211
Retail	20.125.380	19.238.760	17.832.405	17.194.467	15.588.950	15.037.973
Acamtel	444.293	430.085	400.278	385.503	351.587	335.422
Servizi IP e reti dati	397.287	377.954	351.463	338.018	308.418	294.335
Servizi Fonia CPS	47.006	52.131	48.815	47.485	43.169	41.088
Amtel	658.963	629.043	546.729	552.969	519.610	467.552
Servizi IP e reti dati	543.274	525.781	460.185	460.359	435.997	382.901
Servizi Fonia CPS	115.689	103.263	86.544	92.610	83.613	84.650
Clienti Prepagato	8.670.826	8.040.958	7.705.804	7.676.342	7.022.564	6.801.465
Pin e Carte	8.308.983	7.793.559	7.436.375	7.394.618	6.749.406	6.499.533
Servizi VoIP	361.843	247.399	269.429	281.723	273.159	301.931
Clienti indiretta	6.168.542	6.732.984	5.784.054	5.554.507	4.911.315	4.941.320
Servizi IP e reti dati	3.818.830	4.543.448	3.993.999	3.710.392	3.433.593	3.180.651
Servizi Fonia CPS	2.349.713	2.189.536	1.790.055	1.844.115	1.477.722	1.760.670
Clienti Top	3.674.749	2.832.573	2.885.335	2.474.416	2.173.514	1.909.835
Servizi IP e reti dati	3.347.860	2.519.700	2.618.941	2.222.659	1.922.209	1.631.276
Servizi Fonia CPS	326.889	312.874	266.394	251.757	251.305	278.559
Grapes	320.121	317.707	258.828	255.476	232.701	217.856
Servizi IP e reti dati	179.148	184.518	153.903	150.545	140.504	131.034
Servizi Fonia CPS	140.973	133.189	104.924	104.931	92.196	86.823
Bando Toscana	187.886	255.409	251.378	295.254	377.659	364.523
Servizi IP e reti dati	181.398	247.883	244.642	288.248	370.261	352.422
Servizi Fonia CPS	6.489	7.527	6.736	7.006	7.398	12.101
Wholesale	19.932.751	14.939.967	11.937.941	10.546.120	9.336.728	10.337.289
MA_Carriers	8.246.313	5.054.400	3.370.467	3.062.459	2.791.973	3.185.816
Carriers	8.246.313	5.054.400	3.370.467	3.062.459	2.791.973	3.185.816
NA_Resellers e ISPs	4.884.212	4.885.254	4.240.008	4.084.234	3.666.717	3.806.452
Resellers e ISPs	4.884.212	4.885.254	4.240.008	4.084.234	3.666.717	3.806.452
OA_Premium	3.330.928	2.047.210	1.304.111	943.193	737.372	1.134.639
Premium	3.330.928	2.047.210	1.304.111	943.193	737.372	1.134.639
PA_Infrastrutture	689.655	634.582	583.262	604.964	526.355	581.705
Infrastrutture	689.655	634.582	583.262	604.964	526.355	581.705
RA_IRU_manutenzioni	1.038.978	1.036.058	1.054.252	1.032.536	1.033.709	1.035.103
IRU - manutenzioni	1.038.978	1.036.058	1.054.252	1.032.536	1.033.709	1.035.103
PB_Reverse	1.742.665	1.282.464	1.385.840	818.733	580.603	593.573
Reverse	1.742.665	1.282.464	1.385.840	818.733	580.603	593.573
Totale complessivo	40.058.131	34.178.727	29.770.346	27.740.587	24.925.678	25.375.261

Fatturato per area geografica

Tipo clienti (€)	Q110	Q210	Q310	Q410	Q111	Q211
Acamtel	444.293	430.085	400.278	385.503	351.587	335.422
Centro	10.914	8.986	8.472	7.852	7.305	6.973
Nord Est	825	804	767	896	575	490
Nord Ovest	431.955	419.530	390.296	375.999	342.959	327.214
Sud	599	764	742	756	748	745
Amtel	658.963	629.043	546.729	552.969	519.610	467.552
Centro	7.490	8.776	4.807	4.883	4.066	3.854
Estero	1.245	804	649	135	-	-
n.d.	1.104	1.750	2.471	1.499	1.029	1.317
Nord Est	34.142	26.269	25.218	22.685	17.985	20.495
Nord Ovest	606.149	582.564	506.055	516.804	489.870	435.374
Sud	8.832	8.880	7.530	6.962	6.660	6.511
Clienti indiretta	6.168.542	6.732.984	5.784.054	5.554.507	4.911.315	4.941.320
Centro	2.538.196	2.277.812	1.981.132	1.727.057	1.736.258	1.734.901
Estero	173.482	188.963	133.828	52.812	43.235	29.412
n.d.	1.342.362	3.696	15.842	264.236	13.671	135.866
Nord Est	973.243	934.712	792.270	734.396	654.297	622.750
Nord Ovest	2.787.715	2.371.326	2.035.942	1.970.587	1.723.217	1.733.339
Sud	1.038.268	956.476	825.039	805.419	767.978	685.053
Clienti Prepagato	8.670.826	8.040.958	7.705.804	7.676.342	7.022.564	6.801.465
Centro	140.277	147.034	120.332	118.795	102.961	105.944
Estero	229	256	183	346	224	138
n.d.	85.394	92.670	88.132	83.584	84.273	76.916
Nord Est	55.053	48.447	46.294	43.905	44.157	46.019
Nord Ovest	8.349.902	7.713.665	7.414.553	7.394.404	6.754.279	6.534.409
Sud	39.970	38.886	36.310	35.308	36.670	38.038
Clienti Top	3.674.749	2.832.573	2.885.335	2.474.416	2.173.514	1.909.835
Centro	558.884	454.987	409.380	355.200	386.985	316.705
Estero	66.149	66.411	65.378	63.522	56.673	56.673
n.d.	759	348	1.070	2.762	3.935	5.209
Nord Est	190.979	182.439	157.471	160.281	149.484	128.820
Nord Ovest	1.997.718	1.800.852	1.835.355	1.543.188	1.220.091	1.282.203
Sud	860.261	327.537	416.681	349.464	356.346	120.225
Grapes	320.121	317.707	258.828	255.476	232.701	217.856
Centro	48.507	46.509	42.525	44.747	42.787	39.366
Nord Est	28.049	27.074	22.546	22.409	20.279	19.613
Nord Ovest	186.013	185.370	139.533	134.281	116.411	107.661
Sud	57.552	58.754	54.223	54.039	53.223	51.216
Bando Toscana	187.886	255.409	251.378	295.254	377.659	364.523
Centro	181.151	247.929	243.213	286.746	368.534	353.468
n.d.	168	135	119	362	442	1.369
Nord Est	2.956	3.986	4.039	4.637	4.742	5.948
Nord Ovest	3.088	2.947	3.336	3.156	3.671	3.635
Sud	523	412	672	353	270	103
Totale complessivo	20.125.380	19.238.760	17.832.405	17.194.467	15.588.950	15.037.973

Il ramo TLC: il valore contabile degli elementi patrimoniali compresi nel perimetro

Attività Non Correnti (€)	167.269.366
Attività Immateriali A Vita Definita	73.124.564
Diritti Di Brevetto E Utilizzo Op.	956.163
Concessioni, Licenze E Marchi	72.168.401
Attività Materiali	94.030.218
Macchinari Elettronici	1.551.940
Centrali Telefoniche	2.682.195
Macchinari Specifici	112.149
Infrastruttura Di Rete	10.812.562
Rete A Terra In F.O.	68.404.893
Rete Aerea In F.O.	10.314.627
Altre	151.853
Altre Attività Non Correnti	114.584
Partecipazioni	114.584
Attività Correnti (€)	4.703.653
Altre	4.703.653
Passività non Correnti (€)	-31.342
Trattamento Di Fine Rapporto	-31.342
Passività Correnti (€)	-82.482.586
Altre	-81.655.817
Debiti Verso Il Personale	-826.769
Patrimonio netto contabile (€)	89.459.091



Le attività e le passività ricomprese nel perimetro

Attività Immateriali A Vita Definita (€)		73.124.564
Diritti Di Brevetto e Utilizzo Opere d'ingegno	956.163	La posta comprende i costi inerenti il programma "Sistelcom" per la geolocalizzazione dei veicoli e per la gestione documentale e il software per la fatturazione.
Concessioni, Licenze E Marchi	72.168.401	La posta comprende i costi per l'acquisto di diritti di passaggio pluriennali (IRU) per la fibra ottica in condotti di altri operatori. Riguardano contratti già saldati alla firma e in fase di ammortamento per € 71,7 milioni. All'interno della voce è presente altresì il costo residuo inerente la licenza per l'uso di frequenze radio sulla Toscana per € 0,5 milioni.
Attività Materiali (€)		94.030.218
Macchinari Elettronici	1.551.940	La posta comprende i macchinari di proprietà della Società: in particolare computer, server, router.
Centrali Telefoniche	2.682.195	All'interno della voce è iscritto l'hardware impiegato per le centrali di telecomunicazioni di Roma, Milano e Arezzo.
Macchinari Specifici	112.149	La posta racchiude il valore residuo dei macchinari utilizzati per gli scavi e la posa dei cavi in fibra ottica per circa € 40.000. La residua parte riguarda gli apparati di trasmissione e i centralini telefonici.
Infrastruttura Di Rete	10.812.562	All'interno della posta sono iscritti i sistemi e le macchine utilizzate per la gestione, l'instradamento, la valorizzazione e il controllo del traffico telefonico, anche in <i>Unbundling del Local Loop</i> . E' altresì compreso il valore dell'infrastruttura di rete wireless localizzata nella regione Toscana al netto del contributo ricevuto di € 4,6 milioni.
Rete A Terra In F.O.	68.404.893	La posta comprende il valore della rete in fibra ottica installata su tubature sotterranee.
Rete Aerea In F.O.	10.314.627	La posta comprende il valore della rete in fibra ottica installata su linee elettriche aeree.
Altre	151.853	La posta comprende gli arredi di proprietà nelle sedi di Roma, Arezzo e Torino (circa € 64.000), delle autovetture e furgoni di proprietà (circa € 31.000), e di materiale di vario genere - trapani, cancelli, tassellatori - (circa € 43.000). Sono altresì ricomprese le centrali telefoniche e i siti tecnologici di Acamtel (circa € 12.000).

Le attività e le passività ricomprese nel perimetro

Altre attività non correnti (€)	114.584	
Partecipazioni	114.584	La posta riguarda il valore contabile delle partecipazioni nella controllata Acamtel e nella collegata Amtel, quest'ultima interamente svalutata per effetto dell'andamento dei risultati economici negativi che hanno determinato un azzeramento del patrimonio netto.



Acamtel S.p.A., Capitale Sociale Euro 4.500.000 – partecipazione societaria pari al 50%.

Citynet, partecipata per la restante quota dal Gruppo Acam (tramite la controllata Acam Impianti e reti S.r.l.), che svolge attività di operatore telefonico per La Spezia e provincia.

Il risultato al 31 dicembre 2010 è negativo per circa 2,95 milioni di Euro. I rapporti intercorsi con Eutelia si riferiscono alla totale gestione da parte di quest'ultima del parco clienti, compresi la trasmissione del traffico, la fatturazione e l'incasso.



Amtel S.p.A., Capitale Sociale Euro 677.000 – partecipazione societaria pari al 39%.

Citynet partecipata anche da AMGA S.p.A. di Legnano. Svolge attività di operatore telefonico per la zona dell'alto milanese comprendente diversi comuni della provincia nord-occidentale di Milano, tra cui Legnano, Saronno, Magenta e Abbiategrasso.

Con la società intercorrono normali rapporti di natura commerciale nel settore della telefonia.

Le attività e le passività ricomprese nel perimetro

Attività Correnti		4.703.653
Altre	4.703.653	<p>La posta contiene:</p> <ul style="list-style-type: none"> il controvalore degli anticipi già versati a Sisal per commissioni sulla vendita di carte telefoniche non ancora utilizzate dai clienti per € 1,3 milioni; un risconto di € 0,5 milioni relativo a un canone di manutenzione IRU ventennale, relativo al periodo 2002 -2022; altri risconti attivi per € 2,9 milioni di cui € 2,2 milioni inerenti il risconto dei canoni annuali passivi di manutenzione IRU.
Passività non Correnti		31.342
Trattamento Di Fine Rapporto	31.342	<p>La posta contiene il TFR dell'ultimo mese che viene liquidato all'INPS con gli F24 del mese successivo.</p>
Passività Correnti		82.482.586
Altre	81.655.817	<p>La posta comprende:</p> <ul style="list-style-type: none"> il risconto su contratti di cessione di diritti pluriannuali (IRU) per l'utilizzo delle infrastrutture Eutelia da parte di altri operatori per circa € 75 milioni; anticipi per carte telefoniche vendute e non ancora utilizzate dai clienti per € 4,2 milioni; altri risconti passivi per € 2,5 milioni.
Debiti Verso Il Personale	826.769	<p>La posta racchiude:</p> <ul style="list-style-type: none"> i debiti per le tredicesime mensilità per € 0,5 milioni; stanziamenti per premi produzione e MBO per € 0,1 milioni; debito per monte ferie accantonato per € 0,5 milioni.

INDICE

La società e le BU p. 4

Il ramo d'azienda TLC p. 13

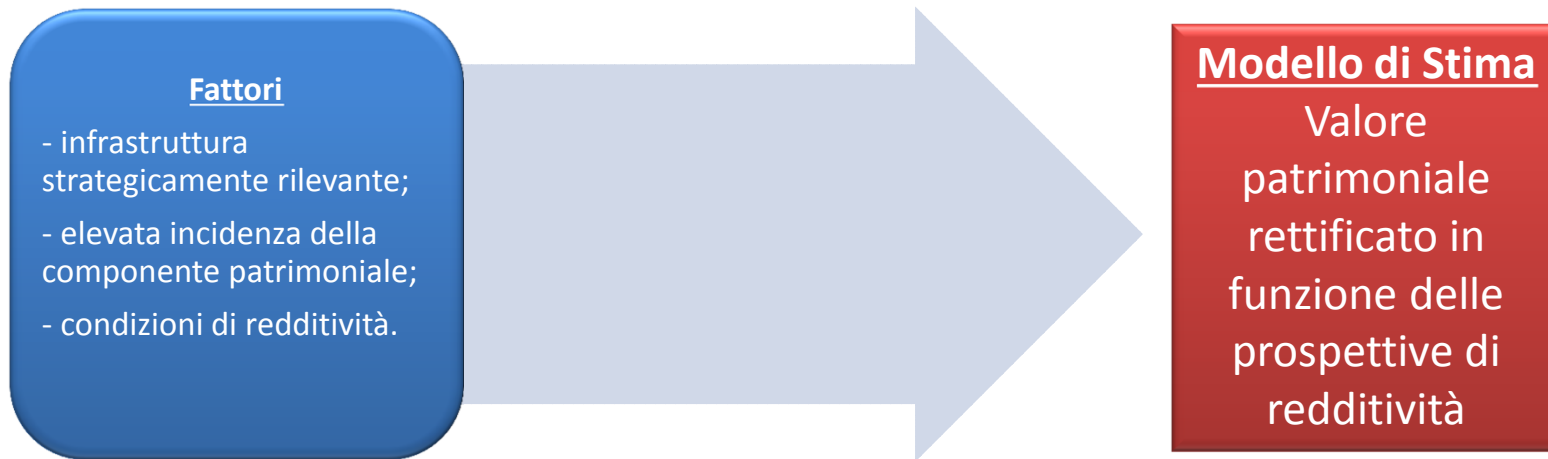
Il ramo d'azienda TLC: la valutazione p. 37

Il ramo d'azienda DIFESA p. 45

Il ramo d'azienda DIFESA: la valutazione p. 57

Conclusioni p. 62

Il ramo TLC: il modello di valutazione



$$W = COIN + \left(\sum_{t=1}^n NOPAT_t - COIN * wacc \right) * v_t + SA$$

Dove,

COIN rappresenta il Capitale Operativo Investito Netto;

NOPAT rappresenta il risultato della gestione caratteristica al netto delle imposte figurative;

Wacc rappresenta il costo medio ponderato del capitale;

n rappresenta il numero di anni di proiezione del sopra/sottoreddito;

SA rappresenta gli ulteriori elementi oggetto di autonoma valutazione;

v_t rappresenta il fattore di attualizzazione.

Il ramo TLC: il valore patrimoniale

- la valutazione si è basata sul valore corrente assegnato, da un perito appositamente incaricato dalla Società, ai diversi assets che compongono la “rete” (€ 58,2 milioni);
- a questi sono stati aggiunti gli ulteriori assets, pure operativi, tuttavia non collegati alle infrastrutture (€ 0,15 milioni);
- nella stima non si è tenuto conto nel valore patrimoniale dei risconti passivi riferiti alle tratte IRU, poiché il relativo effetto è stato considerato in sede di correzione reddituale;
- sono stati considerati come elementi “ulteriori” le attività e le passività correnti riferite ad anticipi attivi e passivi (per un valore netto pari a € -2,91 milioni);
- alle partecipazioni in Amtel e Acamtel ricomprese nel ramo è stato assegnato un valore nullo, in considerazione dei risultati storici delle suddette società e della relativa consistenza patrimoniale.

Valore patrimoniale (€/mln)	
Asset strumentali	58,20
Altri beni	0,15
Capitale operativo investito netto	58,35
Altre attività correnti nette	-2,91
Capitale investito totale	55,44

I valori correnti di cui alla perizia di stima delle infrastrutture

Bene	Descrizione	Valore corrente (in milioni di Euro)	Valore corrente (in milioni di Euro)
Rete in fibra ottica			36,8
➤ Dorsale	La rete infrastrutturale di Lunga Distanza Eutelia, consiste in 3.046 km di tubazioni. Eutelia ha realizzato in proprio 750 km di polifora (9 tubi), i restanti 2.296 km di tubazione sono stati acquisiti da altri operatori di telecomunicazioni in modalità IRU (Infeasible Right of Use); la Società detiene altresì il diritto di posa sui tralicci dell'alta tensione di proprietà di Terna per circa 1.400 km.	29,2	
➤ Man	La rete metrolitale di Eutelia è composta da circa 292 km di cavo in fibra ottica localizzate in 29 realtà metropolitane. A questa quantità vanno aggiunti circa 24 km di tratte acquisite da Eutelia a titolo definitivo da altro operatore e circa 1.558 km acquisita in IRU.	7,6	
Tratte radio			3
➤ Rete WiFi Toscana	La rete WiFi che la società ha realizzato in Toscana per ovviare al problema del digital divide in 4 città si compone di 370 punti radio	2	
➤ Backhaul in ponti radio	La rete Backhaul si compone di 200 ricetrasmittenti	1	
Pop	Eutelia dispone di 37 Pop in Italia e 11 all'estero per i quali può essere stimato un valore corrente di allestimento (opere edili, controsoffitti, impianti antingendio, antintrusione, tv a circuito chiuso, stazioni energie, ecc.) pari a 1,2 milioni di Euro		1,2
Shelters	Eutelia è proprietaria di n. 34 box shelters, il cui costo, compreso di allestimento (opere infrastrutturali edili può essere stimato in 0,5 milioni di Euro		0,5
Rete di accesso			2,6
➤ Stati di linea	Rappresentano gli apparati che fungono da punto di raccolta e immissione verso la rete di Eutelia. Sono stati valutati i n. 161 Stadi di Linea in possesso della Società sulla base del costo di set-up di uno Stadio di Linea per il collegamento dell'ultimo miglio con Telecom Italia, in colocation;	1,6	
➤ Apparati ULL	Riguardano gli apparati utilizzati per la raccolta del traffico ULL (Unbundling Local Loop). Eutelia dispone di n. 284 apparati di proprietà (es. n. 60 apparati AXH600 con funzione Dslam acquistati nel 2003 a un costo pari a 30.000 € cadauno).	1	
Rete di trasporto	Comprende gli apparati per il trasporto in tecnologia SDH DWDM. Eutelia dispone di n. 695 apparati (es. n. 9 apparati Siemens 7025 con funzione ADM16 del costo unitario di 9.500 € acquistati recentemente)		2,6
Rete commutata			3
➤ Reta a commutazione di circuito	Riguarda le centrali di smistamento del traffico che funzionano a commutazione di circuito e sono adibite principalmente adibite al tradizionale servizio voce. Eutelia dispone di n. 6 centrali Ericson AXE BYB501 (Service Node Class 5) e n. 4 centrali Teles (Transit Swich Classe 4). Valutate sulla base dell'investimento necessario per ripristinare un uguale disponibilità	1,5	
➤ Rete IP	Riguarda gli apparati IP/MPLS, ovvero routes e switches, utilizzati per erogare il servizio internet e collocati all'interno dei POP. Eutelia ne dispone di circa un centinaio (es. n. 2 router siti nel Pop di Arezzo, modello CISCO7206, CPU NP E-400 acquistati nel 2000/2002 per complessivi 15.700 €).	0,7	
➤ Rete VOIP	Riguarda gli apparati aggiuntivi necessari per il funzionamento del servizio VOIP, ovvero n. 4 load balancers, n. 6 SIP proxies, n. 4 databases, n. 5 NAT support servers, n. 14 voice gateways e n. 5 piattaforme per servizi a valore aggiunto.	0,3	
➤ RETE Intelligente	Riguarda la piattaforma utilizzata per la gestione di servizi avanzati quali il prepagato e il postpagato (valorizzazione traffico). Comprende due segmenti: Ericson SCP (a cui fa riferimento la valutazione) e I-Net/SIU (proprietaria compresa nel sistema EOS). Valutata in base a costo per la realizzazione di una rete equivalente	0,5	
Sistema EOS	Sistema informativo proprietario anche conosciuto come INTRA. E' in grado di gestire funzionalità molto svariate, che comprendono tra l'altro: ERP (Enterprise Resource Planning); CRM (Customer Relationship Management) e fatturazione; Rete Intelligente proprietaria; Installazione e fornitura dei servizi; Monitoraggio della rete; Monitoraggio degli accessi fisici agli edifici; Analisi dei dati. Già' valutato 84 milioni di euro nel 2008.		7,5
Datacenters	Riguarda il valore dei macchinari localizzati all'interno dei 4 datadenter Eutelia. Computer e Software		1
TOTALE			58,2

I dati economico patrimoniali delle partecipate

	ACAMTEL	AMTEL
% di partecipazione di EUTELIA	50%	39%
Valore iscritto in bilancio al 30.06.2011	€ 114.584	-
Valore partecipazione in base a quota PN 2010	€ 114.584	-€ 15.622
Customer base	Consumer/Soho/Sme nel distretto di Legnano	Consumer/Soho/Sme nel distretto di La Spezia

Stato patrimoniale (€)	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Crediti v/soci						
Immobilizzazioni	268.925	243.728	220.850			
Attivo circolante	4.374.028	4.422.445	1.269.024	1.690.627	681.827	846.361
Ratei e risconti	1.541	22.231	16.008			
Totale attivo	4.644.494	4.688.404	1.505.882	1.690.627	681.827	846.361
Patrimonio netto	3.253.638	3.185.108	229.167	574.536	265.644 -	40.057
<i>di cui risultato d'esercizio</i>	<i>74.824 -</i>	<i>68.530 -</i>	<i>2.955.941</i>	<i>28.712 -</i>	<i>308.669 -</i>	<i>305.701</i>
Fondi rischi e oneri	144.955	257.800	7.700			
Tfr	65.651	75.984	81.701	23.629	30.291	37.505
Debiti	1.135.583	1.129.845	1.152.647	1.092.685	385.892	848.913
Ratei e risconti	44.667	39.667	34.667			
Totale passivo	4.644.494	4.688.404	1.505.882	1.690.627	681.827	

Conto Economico (€)	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Valore della produzione	2.727.645	2.402.940	2.016.368	2.443.289	2.693.077	2.585.251
Costi della produzione	2.750.538	2.439.665	4.609.990	2.412.019	2.991.844	2.809.229
Differenza tra valore e costo della produzione	22.893 -	36.725 -	2.593.622	31.270 -	298.767 -	223.978
Proventi e oneri finanziari	27.591	281 -	8.788	106 -	119 -	142
Rettifiche di valore attività finanziarie						
Proventi e oneri straordinari	4.851 -	3.531	1.483 -	297	-	68.356
Imposte	29.191 -	28.555 -	355.014 -	2.367 -	9.782 -	13.225
Risultato d'esercizio	74.824 -	68.530 -	2.955.941	28.712 -	308.668 -	305.701

La correzione reddituale

Ai fini della stima del **reddito operativo medio prospettico** al netto delle imposte figurative (**NOPAT**) sono state considerate due ipotesi:

- la prima, basata sul risultato atteso per l'esercizio 2011 (così come indicato dal Management della Società) ed espressiva delle condizioni operative in essere al momento della stima;
- la seconda, basata sulla media tra i risultati ottenuti per 2010 e i risultati attesi per 2011, volta a mitigare gli effetti connessi alla gestione conservativa della società conseguente all'accesso alla procedura di amministrazione straordinaria.

I margini riferiti al 2010 e al 2011 sono stati tuttavia **rettificati**:

- al fine di riesprimere il valore degli ammortamenti, in coerenza con il valore corrente degli elementi patrimoniali;
- delle quote di competenza dei risconti passivi riferiti alle tratte concesse in IRU;
- degli effetti delle operazioni non ripetibili e, in particolare, delle svalutazioni delle partecipazioni.

Nelle due ipotesi suddette si ha un reddito operativo medio pari, rispettivamente, a:

- **€ - 9,89 milioni;**
- **€ - 7,64 milioni.**

Il tasso (Wacc)

- tasso di rendimento delle attività prive di rischio, pari al rendimento medio dei titoli di Stato a 10 anni emessi dai paesi europei (Fonte: Eurostat)

rfr = 3,92%

- Beta medio riferito a una serie di imprese comparabili quotate

Beta = 0,76

- Market Risk Premium (Fonte: Damodaran)

Mpr=5,75%

- Costo del capitale di rischio, tenuto conto di un ulteriore premio per le condizioni di rischio specifico pari al 20%

Ke= 9,36%

Kd= 5%

- Tasso medio di indebitamento determinato sulla base dei tassi in essere al momento della valutazione, tenuto conto dell'evoluzione prevista

- Struttura finanziaria target, determinata come media di mercato dei principali competitor della Società

D/E =1,46

- Aliquota Ires (27,50%)

t = 0,275

Wacc = 5,96

La stima del valore economico del ramo TLC



Pertanto, il valore del ramo TLC può essere stimato in un *range* compreso tra **18 e 25 milioni di Euro**.

- (1) Ai fini dell'attualizzazione del sottoreddito si è adottato il tasso risk free, così come indicato dalla migliore dottrina.
- (2) Il numero degli anni di attualizzazione del sottoreddito è stato assunto in coerenza con quanto previsto dalla normativa di riferimento.

INDICE

La società e le BU p. 4

Il ramo d'azienda TLC p. 13

Il ramo d'azienda TLC: la valutazione p. 37

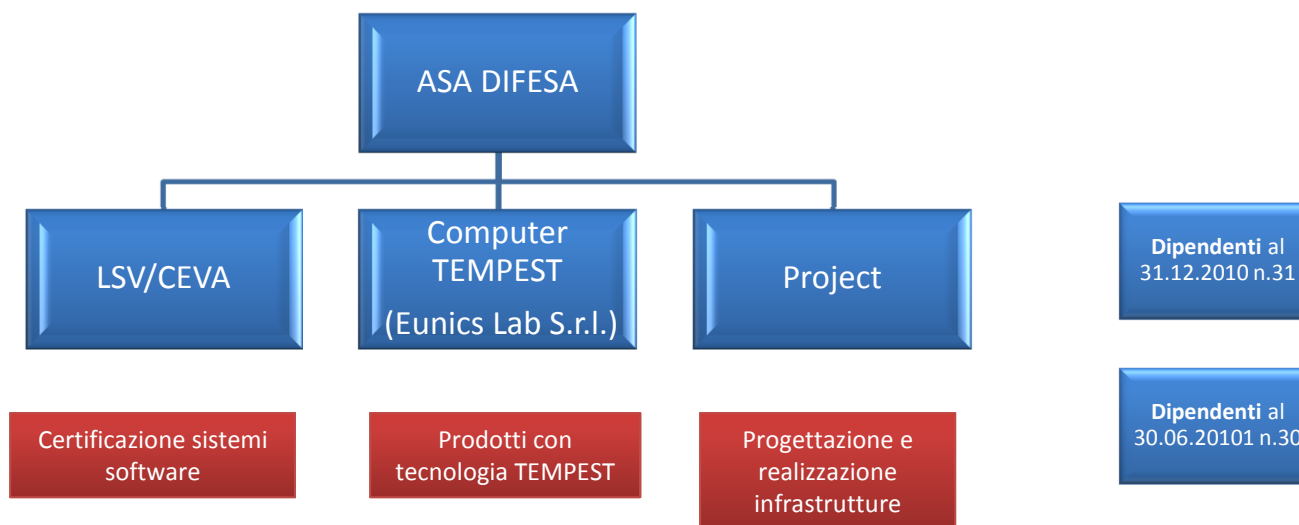
Il ramo d'azienda DIFESA p. 45

Il ramo d'azienda DIFESA: la valutazione p. 57

Conclusioni p. 62

Il ramo DIFESA

La Business Unit Difesa è una struttura ad alto contenuto specialistico, focalizzata nella progettazione, manutenzione e realizzazione di hardware e software per conto di enti governativi. A tal fine essa dispone di tutte le certificazioni rilasciate dall'Autorità Nazionale per la Sicurezza. A livello strutturale risulta articolata nelle seguenti divisioni.



La BU Difesa: l'attività

Servizi offerti

produzione, installazione e manutenzione sistemi TEMPEST;

realizzazione, installazione e manutenzione di camere schermate, con esecuzione sulle stesse delle misure tempest periodiche;

omologazione sistemi d'arma a norma TEMPEST;

certificazione sistemi software, mediante il Laboratorio di valutazione della sicurezza logica LVS, accreditato dal Ministero dello Sviluppo Economico – Comunicazioni – OCSI, e CE.VA., accreditato dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri – Autorità Nazionale per la Sicurezza;

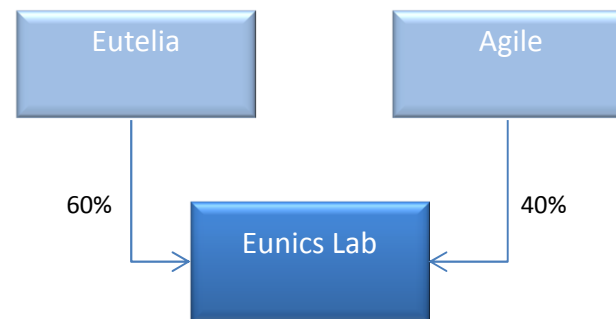
progettazione e realizzazione infrastrutture classificate come TEMPEST ed i relativi impianti tecnologici;

erogazione servizi di supporto sistemistico per la gestione delle infrastrutture della Difesa anche presso siti Classificati/Sensibili;

erogazione servizi di supporto applicativo e di integrazione sulla piattaforma documentale e gestione protocollo realizzata per Aeronautica Militare

Il sistema TEMPEST

L'offerta di servizi in ambito Sicurezza è gestita di concerto con la controllata Eunics Lab Srl. Quest'ultima (già Getronics Lab S.C.p.A) è nata nel 1988 a fronte di un Memorandum d'intesa tra l'allora Amministratore e gli enti governativi al fine di dotare l'Italia di un laboratorio nazionale per la progettazione, certificazione e produzione di apparati informatici nazionali "Tempest". Tale denominazione (acronimo di Transient, Electromagnetic, Pulse Emanation Standard) descrive lo studio dei segnali intelligenti, cioè quei segnali che una volta captati possono rivelare il contenuto dei dati in elaborazione.



Un prodotto definito "Tempest" ha un livello di emissione di disturbi elettromagnetici intelligenti molto bassi tale da non dare nessun contributo informativo sul contenuto dei dati trattati. La Eunics Lab S.r.l. dispone di un laboratorio omologato dagli organi Governativi competenti ed è in grado di progettare, trasformare, certificare, commercializzare nonché mantenere prodotti "Tempest".

In particolare, ad oggi è l'unico laboratorio italiano in grado di produrre computer, stampanti multifunzione, switch, certificati come rispondenti alle normative N.A.T.O. SDIP 27 Level A/B/C. Tutti i prodotti forniti dalla Eunics Lab S.r.l. sono certificati dall'Autorità Nazionale per la Sicurezza.

La partecipazione in Eunics Lab Srl

Eunics Lab

% di partecipazione EUTELIA	60%
Valore iscritto in bilancio al 30.06.2011	€ 102.780
Valore partecipazione in base a quota PN 2010	€ 520.910
Valore partecipazione in base a quota PN al 30/06/2011	€ 618.809

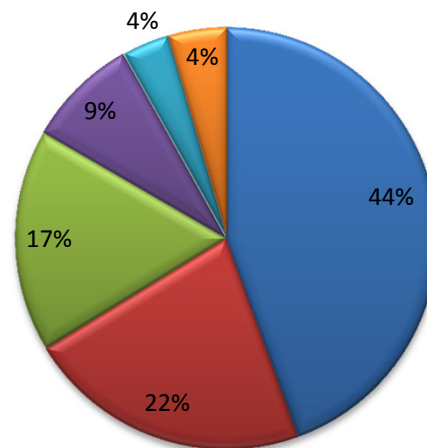
Stato patrimoniale (€)	2008	2009	2010	I sem. 2011
Crediti v/soci				
Immobilizzazioni	3.688.751	667.359	906.537	671.338
Attivo circolante	5.399.289	3.910.626	3.475.963	3.440.979
Ratei e risconti	8.378	1.000	43.500	39.191
Totale attivo	9.096.418	4.578.985	4.426.000	4.151.508
Patrimonio netto	6.175.860	682.824	868.183	1.031.349
di cui risultato d'esercizio	30.590	55.089	185.359	163.166
Fondi rischi e oneri	1.263.985	1.340.074	1.238.626	1.249.639
Tfr	206.689	190.958	179.061	182.318
Debiti	1.449.884	2.365.129	2.140.130	1.688.252
Ratei e risconti				
Totale passivo	9.096.418	4.578.985	4.426.000	4.151.508

Conto Economico (€)	2008	2009	2010	I sem. 2011
Valore della produzione	2.416.024	2.808.908	1.987.557	1.101.293
Costi della produzione	2.436.874	2.691.637	1.795.943	950.038
Differenza tra valore e costo della produzione	(20.850)	117.271	191.614	151.255
Proventi e oneri finanziari	93.867	35.744	15.794	12.055
Rettifiche di valore attività finanziarie				
Proventi e oneri straordinari	3.755	15.391	77.532	(145)
Imposte	(46.182)	(113.318)	(99.582)	
Risultato d'esercizio	30.590	55.088	185.358	163.165

Fatturato per clienti

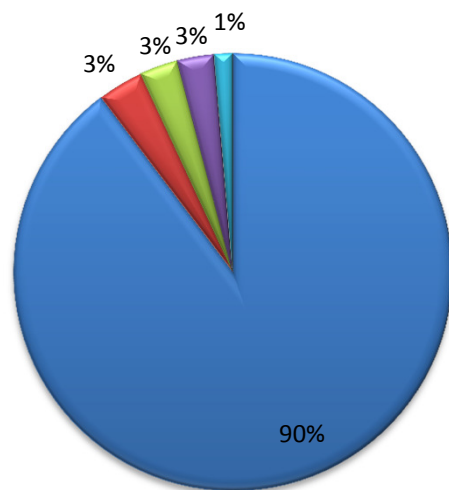
- Ministero della Difesa
- singole Forze Armate
- Enti ed Aziende che operano sul mercato della Difesa.

Ricavi clienti 2010



- MINISTERO DELLA DIFESA SEGREDIFESA - VI° Reparto
- AERONAUTICA MILITARE - COMANDO
- MINISTERO DEI TRASPORTI - COM.GEN.CAP.DI PORTO REP.V UFF.I
- SELEX COMMUNICATIONS S.P.A.
- MBDA ITALIA SPA
- ALTRI

Ricavi clienti I semestre 2011



- SELEX SISTEMI INTEGRATI SPA
- AERONAUTICA MILITARE - COMANDO
- MINISTERO DELLA DIFESA SEGREDIFESA - VI° Reparto
- MBDA ITALIA SPA
- TELS ELETTRONICA S.p.A.

Cliente	Ricavi 2010 (€)
MINISTERO DELLA DIFESA SEGREDIFESA - VI° Reparto	1.084.955
AERONAUTICA MILITARE – COMANDO	533.162
MINISTERO DEI TRASPORTI -COM.GEN.CAP.DI PORTO REP.V UFF.I	417.094
SELEX COMMUNICATIONS S.P.A.	208.661
MBDA ITALIA SPA	87.500
ALTRI	110.596
Totale	2.441.965

Risultati economici

BU difesa - conto economico	Y2008	Y2009	Y2010	I sem. 2011	E2011
Ricavi	5.194.370	5.503.889	2.441.965	2.537.744	5.693.418
Costi Diretti	-2.911.681	-3.099.996	-566.243	-715.448	-2.353.790
Costi Variabili				-71.935	-113.935
Opex			-1.135.332	-829.680	-1.659.361
EBITDA	2.282.689	2.403.893	740.389	920.681	1.566.332
EBITDA %	44%	44%	30%	36%	28%

BU difesa	1Q-2010	2Q-2010	3Q-2010	4Q-2010	1Q-2011	2Q-2011
Ricavi	1.243.229	1.686.052	2.034.246	2.441.965	1.248.788	2.537.744
Costi Diretti	-272.345	-435.813	-501.028	-566.243	-394.506	-715.448
Costi Variabili	0	0	0	0	-32.149	-71.935
Opex	-236.012	-522.024	-783.036	-1.135.332	-414.840	-829.680
EBITDA	734.872	728.215	750.182	740.389	407.293	920.681
EBITDA %	59%	43%	37%	30%	33%	36%

	1Q-2010	2Q-2010	3Q-2010	4Q-2010	1Q-2011	2Q-2011	1Q-2011	2Q-2011
Opex	-236.012	-522.024	-783.036	-1.135.332	-414.840	-829.680	-414.840	-414.840
personale (costo aziendale)	-196.465	-442.930	-664.396	-977.146	-353.515	-707.029	-353.515	-353.515
Note spese e buoni pasto	-3.901	-7.801	-11.702	-15.603	-13.851	-27.702	-13.851	-13.851
Autovetture	-3.388	-6.777	-10.165	-13.553	-7.725	-15.450	-7.725	-7.725
Spese Telefoniche	-3.692	-7.383	-11.075	-14.767	-3.692	-7.383	-3.692	-3.692
Costi Board / Direzionali	-25.233	-50.466	-75.699	-100.932	-25.233	-50.466	-25.233	-25.233
Consulenze	-3.333	-6.666	-9.999	-13.332	-10.825	-21.650	-10.825	-10.825

Situazione commesse alla data del 12 settembre 2011

Committente	Val ordine	Costo previsto	Backlog al 30 giu 11	Backlog al 12 sett 11
MINISTERO DELLA DIFESA SEGREDIFESA - VI° Reparto	551.300	544.590	434.190	434.190
SO.GE.I. SPA	30.000	22.300	30.000	30.000
MINISTERO DELLA DIFESA SEGREDIFESA - VI° Reparto	2.563.343	1.956.200	703.520	703.520
MINISTERO DELLA DIFESA SEGREDIFESA - VI° Reparto	990.741	790.474	990.741	990.741
SELEX SISTEMI INTEGRATI SPA	3.596.821	2.058.503	1.600.863	1.600.863
AERONAUTICA MILITARE - COMANDO	390.200	240.152	178.540	137.981
MINISTERO DELLA DIFESA SEGREDIFESA - VI° Reparto	1.710.398	1.599.565	1.710.398	1.710.398
MBDA ITALIA SPA	140.000	112.000	80.000	80.000
MINISTERO DELLA DIFESA SEGREDIFESA - VI° Reparto	330.750	273.000	330.750	330.750
SELEX SISTEMI INTEGRATI SPA	877.873	751.476	877.873	877.873
TELSY ELETTRONICA S.p.A.	94.462	61.007	94.462	94.462
TELSY ELETTRONICA S.p.A.	61.181	39.816	31.181	31.181
TOTALE	11.337.070	8.449.083	7.062.517	7.021.958

Trattativa Vinta

AERONAUTICA MILITARE - COMANDO

valore ordine	60.000
stima costo ordine	42.000

Budget fatturazione del backlog – aggiornato al 12 settembre 2011

Committente	set-11	Y11-4Q	Y12-1Q	Y12-2Q	Y12-3Q	Y12-4Q	Y13-1Q	Y13-2Q	Y13-3Q	totale
MINISTERO DELLA DIFESA SEGREDIFESA - VI° Reparto				434.190						434.190
SO.GE.I. SPA						30.000				30.000
MINISTERO DELLA DIFESA SEGREDIFESA - VI° Reparto				703.520						703.520
MINISTERO DELLA DIFESA SEGREDIFESA - VI° Reparto	25.000	775.000		190.741						990.741
SELEX SISTEMI INTEGRATI SPA	700.000	700.863	200.000							1.600.863
AERONAUTICA MILITARE - COMANDO		77.981	60.000							137.981
MINISTERO DELLA DIFESA SEGREDIFESA - VI° Reparto		70.000		20.000		1.091.526	528.872			1.710.398
MBDA ITALIA SPA		80.000								80.000
MINISTERO DELLA DIFESA SEGREDIFESA - VI° Reparto						330.750				330.750
SELEX SISTEMI INTEGRATI SPA	61.873	204.000	204.000	204.000	204.000					877.873
TELSY ELETTRONICA S.p.A.	40.000	54.462								94.462
TELSY ELETTRONICA S.p.A.	30.000	1.181								31.181
Totale	856.873	1.963.487	464.000	1.552.451	534.750	1.121.526	528.872			7.021.959

Dettaglio commesse

Ragione sociale	Oggetto ordine	data emissione	Val ordine	Costo previsto	Margine previsto	Backlog	Dettagli
MINISTERO DELLA DIFESA SEGREDIFESA - VI° Reparto	Progetto TAB-ORG - Contratto N. 9279 di Rep. del 18.10.2006	31-dic-06	551.300	544.590	1%	434.190	Analisi e sviluppo sw applicativo in ambiente WEB services per realizzare una applicazione destinata alla gestione delle Tabelle Organiche delle quattro Forze Armate.
SO.GE.I. SPA	SW controllo per AAMS	26-giu-07	30.000	22.300	26%	30.000	SW controllo per AAMS: assistenza nella preparazione della documentazione per la valutazione Common Criteria v.2.3 EAL2
MINISTERO DELLA DIFESA SEGREDIFESA - VI° Reparto	Contratto N. 9453 - Realizzazione Assetti CIS nella sede IT-JFHQ	28-dic-07	2.563.343	1.956.200	24%	703.520	Realizzazione della infrastrutture di rete (Communication Information System) del Joint Force Head Quarter di Roma, con i relativi sistemi a corredo di antintrusione, controllo accessi, fornitura hw oltre ai servizi di addestandamento e avviamento operativo. Rimangono da erogare i lotti relativi alla erogazione dell'avvio operativo(fase 4) ed alla realizzazione della galleria servizi (fase 7).
MINISTERO DELLA DIFESA SEGREDIFESA - VI° Reparto	Ammodernamento STELMILIT Chiavari	23-dic-09	990.741	790.474	20%	990.741	Realizzazione delle aule didattiche, aula magna e aule multimediale della Scuola Telecomunicazioni Inerforze, con fornitura dell hardware e dei relativi impianti a corredo (cablaggio strutturato, videosorveglianza, videoconferenza, sistemi multimediali)
SELEX SISTEMI INTEGRATI SPA	Servizi sistemistici di supporto alla gestone	18-feb-10	3.596.821	2.058.503	43%	1.600.863	Presidio sistemistico su sistemi di Networking e piattaforme Microsoft presso il Comando incaricato di erogare l'assistenza sistemistica agli Enti di Vertice della Difesa.
AERONAUTICA MILITARE - COMANDO	Servizi assistenza applicativa, sistemistica	1-mar-10	390.200	198.152	49%	137.981	Estensione al 2011 dei servizi di manutenzione applicativa, supporto sistemistico ed Help Desk per il Sistema di Protocollo dell' Aeronautica Militare erogati presso la sede centrale del Ministero.
MINISTERO DELLA DIFESA SEGREDIFESA - VI° Reparto	Realizzazione LAN 6° Stormo Aeroporto Ghedi	1-mar-10	1.710.398	1.599.565	6%	1.710.398	Progettazione e Realizzazione delle reti LAN classificate e non presso l'Aeroporto Militare, con i relativi impianti a corredo per il cablaggio strutturato, il sistema antintrusione ed di controllo accessi.
MBDA ITALIA SPA	Assistenza Tecnica - Fase 3	21-giu-10	140.000	112.000	20%	80.000	Erogazione di servizi di supporto per misurazioni Tempest.
MINISTERO DELLA DIFESA SEGREDIFESA - VI° Reparto	Aumento V°Contratto N. 9453 -	21-ott-10	330.750	273.000	17%	330.750	Estensione della galleria servizi (fase 7 del ctr 9453) prevista nell'ordine 11414.
SELEX SISTEMI INTEGRATI SPA	Estensione servizi sistemistici di supporto alla gestone ed evoluzione SM-S2OC	10-dic-10	877.873	751.476	14%	877.873	Estensione orario Presidio sistemistico su sistemi di Networking presso il Comando incaricato di erogare l'assistenza sistemistica agli Enti di Vertice della Difesa. Manutenzione aree riservate ed erogazione di corsi di formazione.
TELSY ELETTRONICA S.p.A.	Valutazione prodotto BFT	24-dic-10	94.462	61.007	35%	94.462	Valutazione del prodotto BFT secondo i Common Criteria v. 3.1r3 a livello EAL2
TELSY ELETTRONICA S.p.A.	Assistenza Common Criteria prodotto BFT	14-gen-11	61.181	39.816	35%	31.181	Assistenza nella preparazione della documentazione per la valutazione del prodotto BFT secondo i Common Criteria v. 3.1r3 a livello EAL2

Le trattative in corso

Descrizione	tipo	Data prevista chiusura	Data prevista ordine	Data prevista inizio	Data prevista fine	importo	valore tratt . aperte	Stato trattativa
Presidio sistemistico su sistemi di Networking e piattaforme Microsoft presso il Comando Difesa che è incaricato di erogare l'assistenza sistemistica agli Enti di Vertice della Difesa.	Nuovo Servizio	31/12/2011	31/12/2011	01/04/2012	30/03/2013	2.000.000	2.000.000	B1. Fase prequalifica
Realizzazione della infrastrutture di rete (Communication Information System) dell'aeroporto, con i relativi sistemi di antintrusione, controllo accessi.	Nuovo Servizio	31/12/2011	31/12/2011	01/01/2012	31/12/2012	1.800.000	1.800.000	B1. Fase prequalifica
Presidio sistemistico su sistemi di Networking e piattaforme Microsoft presso il Comando Difesa che è incaricato di erogare l'assistenza sistemistica agli Enti di Vertice della Difesa.	Estensione	30/09/2011	30/09/2011	05/10/2011	30/03/2012	1.000.000	1.000.000	1. Analisi requisiti
Presidio sistemistico su sistemi di Networking, piattaforme Microsoft e sistema documentale "Damaris".	Nuovo Servizio	30/11/2011	30/11/2011	01/12/2011	30/11/2012	300.000	300.000	1. Analisi requisiti
Analisi e sviluppo sw applicativo in ambiente WEB services per realizzare una applicazione destinata alla codifica univoca degli Enti della Difesa.	Estensione	30/09/2011	30/10/2011	01/11/2011	30/06/2012	100.000	100.000	3. Offerta presentata
Presidio sistemistico su sistemi di Networking, piattaforme Microsoft e sistema documentale "Damaris".	Estensione	30/08/2011	30/08/2011	01/09/2011	30/10/2011	60.000		VINTA
Migrazione dati del sistema documentale Damaris per A.M.	Nuovo Cliente	30/09/2011	30/09/2011	01/10/2011	31/12/2011	52.650	52.650	3. Offerta presentata
Erogazione corso formativo per il personale MBDA	Nuovo Servizio	30/09/2011	30/09/2011	01/10/2011	30/10/2011	5.000	5.000	3. Offerta presentata

Il ramo DIFESA: il valore contabile degli elementi patrimoniali compresi nel perimetro

Partecipazioni Eunics Lab	102.780
Passività non correnti	-2.001
Trattamento Di Fine Rapporto	-2.001
Fondo Liquidazione Personale	-2.001
Debiti Verso Personale	-52.772
Deb. V/ Pers.Comp.Da Liquid.-13^Mensilita'	-27.182
Debiti V/ Il Personale Per Salari E Stipendi	-4.777
Deb. V/ Pers.Comp.Da Liquid.-Ferie Non Godute	-20.668
Debiti X Trattenuta 1/5 Stipendio	-144
Patrimonio netto contabile	48.007



INDICE

La società e le BU p. 4

Il ramo d'azienda TLC p. 13

Il ramo d'azienda TLC: la valutazione p. 37

Il ramo d'azienda DIFESA p. 45

Il ramo d'azienda DIFESA: la valutazione p. 57

Conclusioni p. 62

Il ramo DIFESA: la valutazione

Ai fini della stima del valore economico del ramo DIFESA si è ritenuto opportuno tenere conto delle particolari condizioni di mercato in cui opera la BU e della posizione di *leadership* dalla stessa assunta nel tempo.

Alla luce dei risultati dimostrati, si è quindi adottato un modello reddituale puro basato sull'attualizzazione del risultato medio prospettico per un periodo limitato di anni, che, in virtù della capacità di acquisizione dimostrata e in considerazione del grado di obsolescenza della tecnologia è stata assunto tra 5 e 10 anni.

E' stato altresì considerato (quale SA) il valore della partecipata Eunics Lab Srl sulla base del valore contabile del patrimonio netto alla data del 30/06/2011.

Modello di Stima

Metodo
reddituale puro

$$W = \sum_{t=1}^n NOPAT_t * (1 + wacc)^{-t} + SA$$

Dove,

Nopat, rappresenta il risultato della gestione caratteristica al netto delle imposte figurative;

Wacc rappresenta il costo medio ponderato del capitale;

n rappresenta il numero di anni di proiezione del risultato della gestione caratteristica;

SA rappresenta gli ulteriori elementi oggetto di autonoma valutazione.

Il reddito medio prospettico

Ai fini della stima del reddito medio prospettico:

- si è assunto come periodo di riferimento il triennio 2009-2011;
- i relativi risultati sono stati depurati delle imposte teoriche sull'EBIT;
- si è operata una media ponderata, attribuendo un peso maggiore al risultato dell'esercizio in corso e un peso via via inferiore ai risultati degli esercizi precedenti.

Sulla base di quanto sopra si è stimato un reddito medio prospettico pari a **€ 922.000**.

Il tasso (Wacc)

- tasso di rendimento delle attività prive di rischio, pari al rendimento medio dei titoli di Stato a 10 anni emessi dai paesi europei (Fonte: Eurostat)

$r_f = 3,92\%$

- Beta medio riferito a una serie di imprese comparabili quotate

Beta = 0,76

- Market Risk Premium (Fonte: Damodaran)

Mpr=5,75%

- Costo del capitale di rischio

$K_e = 7,80\%$

$K_d = 5\%$

- Tasso medio di indebitamento determinato sulla base dei tassi in essere al momento della valutazione, tenuto conto dell'evoluzione prevista

- Struttura finanziaria target, determinata come media di mercato dei principali competitor della Società

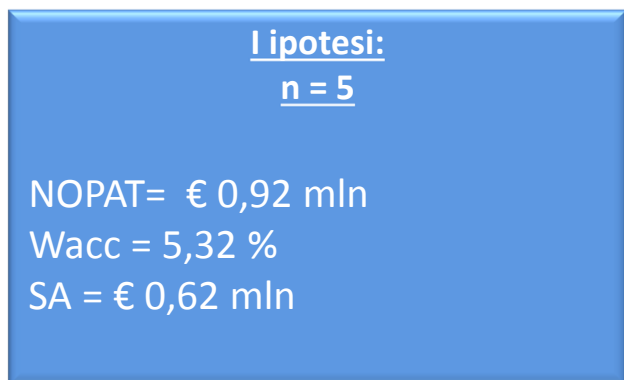
D/E = 1,46

- Aliquota Ires (27,50%)

$t = 0,275$

Wacc = 5,32 %

La stima del valore economico del ramo DIFESA



W = € 4,58 milioni



W = € 7,63 milioni

Pertanto, il valore del ramo TLC può essere stimato in un *range* compreso tra **4,5** e **7,5** milioni di Euro.

INDICE

La società e le BU p. 4

Il ramo d'azienda TLC p. 13

Il ramo d'azienda TLC: la valutazione p. 37

Il ramo d'azienda DIFESA p. 45

Il ramo d'azienda DIFESA: la valutazione p. 57

Conclusioni p. 62

Conclusioni

Per quanto finora esposto:

- al **ramo d'azienda TLC** può essere ragionevolmente attribuito un valore di mercato compreso tra **18 e 25 milioni di Euro**;
- al **ramo d'azienda DIFESA** può essere ragionevolmente attribuito un valore di mercato compreso tra **4,5 e 7,5 milioni di Euro**.

