

DUFF & PHELPS

**Stima del valore economico della quota di
minoranza (18,82%) di Reply Deutschland
AG al 31 marzo 2013**

VERSIONE FINALE

Predisposta per Reply Deutschland AG
da Duff & Phelps B.V.

22 maggio 2013

Indice

INTRODUZIONE	3
INCARICO.....	3
ATTIVITÀ DELL'INCARICO.....	3
DOMINATION AGREEMENT.....	4
DESCRIZIONE DEL MODELLO DI BUSINESS E STRUTTURA SOCIETARIA	4
DESCRIZIONE GENERALE.....	4
CENNI STORICI.....	6
STRUTTURA SOCIETARIA.....	7
STRUTTURA AMMINISTRATIVA.....	8
STRUTTURA DEL GRUPPO.....	9
AZIONISTI.....	9
INNOVAZIONI TECNOLOGICHE.....	10
PERSONALE.....	11
DATI STORICI.....	11
METODOLOGIE DI VALUTAZIONE	14
INTRODUZIONE.....	14
METODO FINANZIARIO.....	14
METODO DEI MULTIPLI DI MERCATO.....	15
METODO IDW S1.....	16
TASSO DI SCONTO	20
TASSO DI SCONTO UTILIZZATO NELLE VALUTAZIONI INTERNAZIONALI: WACC.....	20
TASSO DI SCONTO UTILIZZATO NEL METODO IDW S1.....	23
METODO FINANZIARIO	26
PROIEZIONI ECONOMICO-FINANZIARIE.....	26
METODO DEI MULTIPLI DI MERCATO	30
ANALISI DEL VALORE DI MERCATO DELLE AZIONI.....	30
VALUTAZIONE CON I MULTIPLI DI MERCATO.....	32
CALCOLO DEI MULTIPLI DI MERCATO E DEL RANGE DI VALORI.....	33
PAGAMENTO IN CONTANTI IN BASE AL PAR. 305 AKTG.....	34
DIVIDENDO GARANTITO IN BASE AL PAR. 304 AKTG.....	34
METODO IDW S1	34
VALORE DEI REDDITI ATTUALIZZATI.....	34
IMPOSTE.....	36
REDDITI SOSTENIBILI.....	36
VALORE ECONOMICO.....	37
CONSIDERAZIONI FINALI	37
ALLEGATI	39

Introduzione

Incarico

Sulla base della lettera d'incarico datata 27 luglio 2012, Reply Deutschland A.G. ("Reply Deutschland" o la "Società") ci ha incaricato di fornire una stima del valore economico del patrimonio netto in relazione al calcolo del rapporto di concambio tra Reply Deutschland e Reply S.p.A. (le "Parti") con riferimento ad una potenziale fusione tra le Parti, dove Reply S.p.A. detiene già l'81,18% del patrimonio netto della Società. Più precisamente siamo stati incaricati di fornire il valore economico ("Fair Value" o "FV") del 100% delle azioni ordinarie di Reply Deutschland, nell'ipotesi che non vi sia alcun premio di controllo o sconto per mancanza di negoziabilità.

Abbiamo svolto il nostro incarico in conformità ai principi previsti dall'Istituto tedesco dei Revisori Contabili (Institut der Wirtschaftsprüfer – IDW) ed in particolare dal comitato degli esperti dell'IDW S1 "Standards per la valutazione delle aziende" (versione del 2 aprile 2008) con riferimento alla riforma dell'imposizione fiscale societaria del 2008. In conformità con tali principi, abbiamo redatto la nostra relazione in qualità di esperti indipendenti ("neutraler Gutachter"). Conseguentemente, il valore economico del patrimonio netto da noi calcolato costituisce un dato oggettivamente determinato.

Attività dell'incarico

Il nostro lavoro è stato svolto da agosto 2012 a maggio 2013, principalmente presso i nostri uffici in Amsterdam.

Nel seguito viene riportata una lista dei principali documenti utilizzati ai fini dello svolgimento dell'incarico:

- Bilanci consolidati della Società per il periodo dal 2007 al 2012;
- trimestrale della Società al 31 marzo 2013;
- perizia di KPMG datata 13 aprile 2010;
- Joint Report relativo al Domination Agreement fra Reply Deutschland e Reply S.p.A.;
- business Plan 2013 – 2016 di Reply Deutschland; e
- database Bloomberg e Capital IQ, nonché ogni altro database rilevante.

In aggiunta a tali informazioni sono state utilizzate tutte le informazioni ulteriori che il cliente ci ha fornito volontariamente.

Durante il nostro lavoro non sono sorti né problemi né difficoltà previste dal capitolo 293a paragrafo 1 comma 2 AktG.

In generale la nostra stima del valore economico si fonda su documenti forniti per tale specifico incarico. Abbiamo esaminato tali documenti criticamente, ma non abbiamo realizzato una revisione contabile degli stessi. Le proiezioni finanziarie sono state esaminate per verificare la loro ragionevolezza e sono state discusse con gli amministratori di Reply

Deutschland e con i responsabili amministrativi. In aggiunta abbiamo tenuto in considerazione l'attuale contesto normativo e regolamentare, la struttura dei fornitori e dei clienti, nonché la situazione economica, finanziaria e patrimoniale degli ultimi anni.

Gli amministratori di Reply Deutschland hanno dichiarato, mediante lettera, che le informazioni fornite necessarie e rilevanti per la corretta realizzazione della presente stima erano complete e corrette.

Domination Agreement

In data 9 giugno 2010 la Società ha siglato un Domination Agreement con Reply S.p.A. in forza del quale il management della Società sarebbe stato soggetto al controllo della Reply S.p.A.. Inoltre Reply S.p.A. assumeva il diritto di ispezionare, in ogni momento, libri e documenti contabili della Società. Tale accordo ha una scadenza indefinita.

In cambio di tale controllo Reply S.p.A. è obbligata a compensare le eventuali perdite annue della Società per tutta la durata dell'accordo, a meno che tali perdite vengano compensate attraverso l'utilizzo di riserve.

Reply S.p.A. garantisce il pagamento di un dividendo fisso garantito ai soci di minoranza della Società. Tale dividendo deve essere pari a 0,45 euro per azione (0,53 euro prima delle tasse e del contributo di solidarietà a carico della Società). Qualora la Società non fosse in grado di pagare l'intero ammontare del dividendo, Reply S.p.A. pagherà la differenza fra 0,45 euro e l'importo pagato dalla Società.

In caso di risoluzione dell'accordo gli azionisti di minoranza hanno il diritto di vendere a Reply S.p.A. le loro azioni della Società ad un prezzo pari a 8,19 euro ("Exit Consideration"). Tale diritto rimane efficace per due mesi a partire dalla risoluzione del Domination Agreement.

Descrizione del modello di business e struttura societaria

Descrizione generale

Reply Deutschland è una delle principali società di servizi IT che offre servizi di consulenza, system integration e outsourcing. La Società utilizza piattaforme IT adattabili e preconfigurate per le sue soluzioni innovative, flessibili, affidabili e di alta qualità ed arricchisce tali piattaforme con moduli specifici per il singolo cliente. Tutto ciò permette ai clienti della Società di emergere sul mercato creando un vantaggio competitivo sostenibile nel lungo periodo. I clienti di Reply Deutschland beneficiano inoltre di una consolidata esperienza di settore e di una collaborazione fondata su principi di partnership duratura.

Reply Deutschland fa parte del marchio Reply, forte e riconosciuto in ambito consulenziale e dei servizi IT in Europa. Reply Deutschland conduce tutte le attività tedesche sotto il marchio Reply.

Le società sotto l'ombrello del marchio Reply forniscono i seguenti servizi:

- **Xuccess Reply** – offre servizi di consulenza in ambito di controllo bancario e normativa regolamentare realizzando soluzioni per problemi complessi di carattere tecnico e professionale nel campo della gestione e del reporting bancario. Dal 2011 la Società è cresciuta velocemente entrando a far parte del Gruppo Reply Deutschland (già Syskoplan) all'inizio del 2007.
- **4brands Reply CP** – tale marchio è noto nell'ambito dei beni di largo consumo e nelle attività di data center. 4brands Reply offre alle società nel settore dei beni di largo consumo servizi di consulenza per il design dei processi di business in accordo con i principi ECR e l'implementazione di pacchetti software in grado di assistere i clienti nel raggiungimento dei loro obiettivi di business. 4brands Reply offre soluzioni customizzate in base alle esigenze dei clienti, integrando componenti di fornitori di soluzioni IT quali SAP, Accenture, CAS e Microsoft.
- **Cluster Reply** – responsabile delle attività Microsoft all'interno del Gruppo Reply integra strumenti on line e servizi in piattaforme aziendali che includono prodotti quali Microsoft Business Intelligence, Sharepoint, CRM, collaboration, portals, cloud computing (Windows Azure), sviluppo applicazioni, soluzioni di telefonia mobile e servizio dati.
- **Macros Reply** – specializzata in informazioni navigabili e document management, in soluzioni per l'archivio e la mailbox in particolare nel settore banche e assicurazioni. Macros Reply ottimizza i processi di business attraverso soluzioni innovative che permettono ai clienti di ottenere un miglioramento dei processi operativi all'interno dell'intera azienda.
- **Power Reply** – specializzata nel mercato dell'energia e delle utilities. Power Reply ha l'obiettivo di ottimizzare gli investimenti IT attraverso soluzioni innovative e servizi orientati all'efficienza dei processi. Power Reply vede i clienti come partner nella gestione della catena del valore, nei processi di consulenza, system integration e nella gestione delle applicazioni.
- **Syskoplan Reply** – rimane il marchio principale per tutte le attività SAP del gruppo. La business unit Syskoplan Reply sviluppa ed implementa soluzioni IT innovative basate su piattaforme SAP adattabili e fornite di componenti specifiche tagliate su misura dei singoli clienti.
- **Twice Reply** – offre servizi di consulenza lungo tutta la catena del valore nel settore dei media, dallo sviluppo di strategie digitali e dalla generazione di idee creative fino all'implementazione tecnica. Twice Reply rappresenta un ponte di collegamento fra l'analisi funzionale e il dipartimento IT, offrendo un supporto ottimale ai progetti di cambiamento ed innovazione delle società nel settore dei media.
- **XPress Reply** – specializzata nel supporto ai processi customer-oriented in ambito B2C. XPress Reply supporta le società nell'implementazione di soluzioni IT integrate per business multicanali.

Assieme a Reply S.p.A., controllante di Reply Deutschland, la Società ha un portafoglio clienti ampio e rilevante. Servizi quali cloud computing, Web 2.0 o social networks completano la gamma di offerta dei servizi in Germania.

I clienti di Reply Deutschland sono società medio-grandi leader di mercato in particolare nelle regioni di lingua tedesca.

Nel 2012 Reply Deutschland, sulla base dei dati consolidati di Gruppo al 31 dicembre 2012 (dati IFRS), ha realizzato un fatturato pari a circa 59,2 milioni di euro.

Cenni storici

Di seguito vengono riassunti i momenti principali nella storia di Reply Deutschland:

- 1983: in maggio il Dott. Manfred Wassel fonda Syskoplan GmbH a Gütersloh in Germania. La nuova società inizia la sua attività ad ottobre con tre dipendenti e si specializza in sistemi IT e attività di comunicazione. Sin dall'inizio l'obiettivo della società era rappresentato dall'implementazione di progetti IT in Germania. Nell'anno della sua fondazione Syskoplan sviluppa la sua attività grazie a Nixdorf Computer AG (oggi Siemens Business Services GmbH & Co. OHG – SBS)
- 1987: con l'obiettivo di porre le basi per un'attività di lungo periodo Syskoplan assume una nuova forma giuridica. Il Dott. Manfred Wassel e Nixdorf Computer AG diventano gli azionisti di riferimento, mentre gli altri azionisti sono rappresentati dal Dott. Jochen Meier, membro del Consiglio di Amministrazione della società, e dai primi dipendenti della società.
- 1995: viene siglata una partnership strategica con SAP AG ("SAP"). Viene sviluppato un nuovo software con la collaborazione di un consorzio di utenti che include anche IBM Deutschland AG. Tale progetto pone le basi per una duratura collaborazione.
- 1999: in ottobre Syskoplan sviluppa una collaborazione ancora più stretta con SAP. I dipendenti di Syskoplan vengono coinvolti in SAP Partnerport con l'obiettivo di sviluppare ulteriormente le soluzioni SAP.
- 2000: Da Syskoplan GmbH sorge Syskoplan AG. DG Private Equity Group investe nella società. Per la prima volta nel novembre del 2000 le azioni di Syskoplan AG vengono quotate sul Nuovo Mercato della Borsa di Francoforte.
- 2001: Syskoplan AG diventa l'azionista di maggioranza nella joint venture cm4 ("cm4") acquistando azioni fino al 51% del capitale. cm4 vince una commessa per tre anni con International Bertelsmann Book Clubs del valore di 15 milioni di euro. Syskoplan AG diviene una delle prime società riconosciute come "mySAP.com Alliance Partner Service". Nell'ambito dell'accordo strategico Syskoplan AG e Melitta Bentz GmbH & Co. KG fondano is4 IT- Services for Consumer Products & IT-Providers GmbH & Co. KG. La nuova start-up si concentra sui servizi di consulenza IT per il settore dei beni di largo consumo continuando a fornire servizi di computer center (*Rechenzentrum*) per tutti i settori di mercato.
- 2002: la joint venture fra Syskoplan e Melitta Bentz inizia ad operare il 1 gennaio 2002. Syskoplan acquisisce il rimanente 49% del capitale di cm4 diventando unico azionista della società.

- 2005: durante l'espansione del mercato IT, i principali sviluppatori di software sviluppano nuove piattaforme gestionali. Syskoplan partecipa allo sviluppo di SAP NetWeaver e di SAP Business Process Platform. Attraverso l'acquisto di una quota di minoranza in Interactiv GmbH & Co. KG Syskoplan ottiene accesso ai canali di comunicazione cellulare con gli utenti finali.
- 2006: Reply S.p.A. acquista la maggioranza di Syskoplan e ha inizio la strategia di internazionalizzazione. Syskoplan acquisisce MacroInnovation GmbH, società fornitrice di soluzioni IT finalizzate all'incremento della produttività nei processi di documentazione ed archiviazione nel settore banche e assicurazioni. Tali soluzioni integrano document e knowledge management con la gestione dei processi di controllo.
- 2007: Syskoplan acquisisce Xuccess Consulting GmbH. L'integrazione con Xuccess Consulting GmbH da una parte rafforza le competenze di Syskoplan Group nel settore finanziario, dall'altra allarga l'offerta di Syskoplan, che, grazie allo status di Microsoft Gold Partner posseduto da Xuccess Consulting GmbH, offre soluzioni Microsoft oltre a quelle SAP.
- 2010: in occasione del Kress Award ad Amburgo, Sky Sport App, sviluppata da Syskoplan per Sky Deutschland, vince il premio per la migliore applicazione del 2010 nella categoria Web/Mobile. Il lancio dell'applicazione su iTunes store tedesco vede il coinvolgimento di tre società: Syskoplan, bitmama e Open Reply, le quali applicano le loro specifiche competenze ed esperienze in progetti simili nel SaaS (Software as a Service), nella comunicazione digitale e nella fornitura di contenuti di telefonia mobile.
- 2011: Syskoplan cambia nome e diventa Reply Deutschland contribuendo alla costruzione di un brand Reply forte in Europa.

Struttura societaria

Reply Deutschland è una società per azioni di diritto tedesco con sede in via Bartholomäus 23, 33334 Gütersloh, Germania, iscritta nel Registro delle Imprese di Gütersloh al n. HRB 3943.

L'anno fiscale di Reply Deutschland va dal 1 gennaio al 31 dicembre dello stesso anno.

L'oggetto sociale di Reply Deutschland è il seguente:

- Servizi di consulenza in particolare di sistemi e di comunicazione, consulenza informatica organizzativa, sviluppo, vendita e gestione di software propri e di terze parti, attività di programmazione, training e consulenza.
- Reply Deutschland può svolgere tutte le attività inerenti l'oggetto sociale o che sviluppano ulteriormente l'oggetto sociale.
- Reply Deutschland può creare società controllate in Germania e all'estero, acquistare partecipazioni in Germania e all'estero la cui attività sia inerente con l'oggetto sociale di cui sopra.

Capitale sociale

Il capitale sociale sottoscritto di Reply Deutschland al 31 dicembre 2012 ammonta a 4.750.561 euro, suddiviso in 4.750.561 azioni del valore nominale di 1 euro. Tutte le azioni garantiscono gli stessi diritti e non esistono azioni privilegiate.

Capitale autorizzato ('Genehmigtes Kapital')

Durante l'assemblea generale degli azionisti tenutasi il 28 maggio 2010 è stata estesa sino al 27 maggio 2015 l'autorizzazione, concessa e non ancora eseguita, all'Executive Board di aumentare il capitale sociale della società. L'Executive Board, in base all'autorizzazione del Supervisory Board, ha il diritto di aumentare il capitale sociale fino a 2.367.029 euro. Tale aumento non è stato eseguito nel corso del 2012 pertanto, al 31 dicembre 2012, il capitale autorizzato pari a 2.367.029 euro è rimasto inalterato rispetto all'anno precedente.

Capitale proprio ('Eigene Kapital')

L'assemblea generale degli azionisti tenutasi il 28 maggio 2010 ha autorizzato l'Executive Board all'acquisto di azioni proprie fino al 10% del capitale azionario attualmente esistente pari a 4.742.539 euro in base al paragrafo 71 sezione 1 No. 8 AktG. Tale autorizzazione rimane valida sino al 27 novembre 2015. In ogni caso le azioni proprie acquistate in virtù di tale autorizzazione insieme con le azioni proprie possedute o attribuite alla Società in base al paragrafo 71a AktG non possono superare il 10% del capitale azionario della Società (par. 71 AktG). Tale autorizzazione non può essere utilizzata dalla Società con l'obiettivo di compravendita di azioni proprie.

Struttura amministrativa

Management Board

Il management board ('Vorstand') di Reply Deutschland è costituito dai seguenti membri:

- Josef Mago (Presidente); e
- Dott. Flavia Rebuffat

Supervisory Board

Il supervisory board ('Aufsichtsrat') di Reply Deutschland è costituito da sei membri eletti dagli azionisti. Attualmente i membri del Supervisory Board sono i seguenti:

- Dott. Mario Rizzante, Presidente, Torino, Italia, Presidente di Reply S.p.A.;
- Dr. Niels Eskelson, Vice Presidente, Paderborn, consulente aziendale;
- Dr. Stefan Duhnkrack, Amburgo, Avvocato, Heuking Kühn Lüer Wojtek;
- Dott. Daniele Angelucci, Torino, Italia, CFO di Reply S.p.A.;
- Dr. Markus Miele, Gütersloh, Amministratore Delegato di Miele & Cie. KG; e

- Dott.ssa Tatiana Rizzante, Torino, Italia, CEO di Reply S.p.A.

Struttura del Gruppo

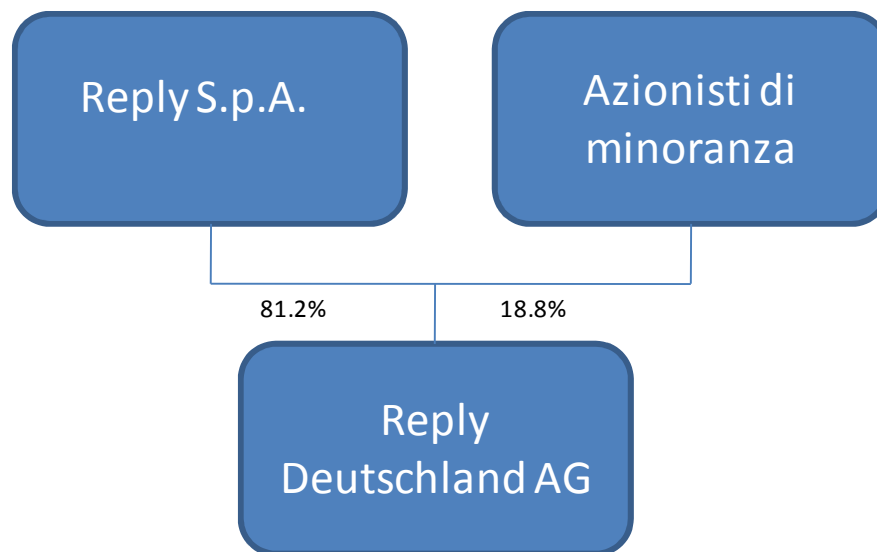
Reply Deutschland possiede direttamente o indirettamente partecipazioni di maggioranza nelle seguenti società e partnerships:

No.	Ramo	Sede	% azioni
1	Xpress Reply GmbH & Co. KG	Gütersloh	100
2	Xpress Reply Verwaltungs-GmbH	Gütersloh	100
3	4brands Reply GmbH & Co. KG	Minden	51
4	4brands Reply Verwaltungs-GmbH	Minden	51
5	macros Reply GmbH	Munich	100
6	Cluster Reply GmbH & Co. KG	Munich	100
7	Cluster Reply Verwaltungs-GmbH	Munich	100
8	Xuccess Reply GmbH	Munich	100
9	Twice Reply GmbH	Düsseldorf	100
10	Syskoplan Reply GmbH	Küsnacht CH	100
11	Power Reply GmbH & Co. KG	Munich	100
12	Power Reply Verwaltungs-GmbH	Munich	100

Azionisti

Il 20 gennaio 2006 Reply S.p.A. ha acquisito un ulteriore 7,31% del capitale di Reply Deutschland da Siemens AG. Attualmente Reply S.p.A. detiene l'81,18% delle azioni ordinarie di Reply Deutschland.

Nel 2010 Reply Deutschland ha siglato un Domination Agreement con il proprio azionista di maggioranza Reply S.p.A., in forza del quale il management della Società è stato soggetto al controllo della Reply S.p.A. In cambio di tale controllo Reply S.p.A. è obbligata a compensare le eventuali perdite annue della Società per tutta la durata dell'accordo ed inoltre Reply S.p.A. garantisce il pagamento di un dividendo fisso garantito ai soci di minoranza della Società. In data 14 aprile 2010 il Consiglio di Amministrazione di Reply S.p.A., il Management Board e il Supervisory Board di Reply Deutschland hanno sottoscritto un Domination Agreement tra Reply Deutschland, ("dominated company") e Reply S.p.A. ("dominating company"), in virtù del quale Reply S.p.A. può esercitare un controllo operativo sulla Società attraverso il Management Board che risponde al Consiglio d'Amministrazione di Reply S.p.A..



Innovazioni tecnologiche

L'attività di Reply Deutschland si fonda sullo sviluppo di tecnologie innovative con particolare attenzione al CRM, Business Intelligence, soluzioni di telefonia mobile, Cloud Computing e Social Media.

CRM

L'attività di Customer Relationship Management ha assunto un'importanza sostanziale accanto al valore dei prodotti. L'analisi dei rapporti con il cliente ha prodotto nuove vie per il miglioramento della gestione dei clienti stessi. Reply Deutschland realizza soluzioni integrate sulla base delle esigenze delle imprese permettendo una gestione della clientela efficiente e redditizia, fornendo anche strumenti di controllo e indirizzo. Una grande quantità di progetti di successo dimostra l'esperienza e la capacità nella realizzazione di strutture complesse di servizio e l'effettiva ottimizzazione del servizio tecnico al cliente.

Business Intelligence

Business Intelligence ("BI") è la parola d'ordine per l'utilizzo intelligente dei dati aziendali al fine di fornire importanti elementi di comprensione al management per l'ottimizzazione della gestione. BI copre l'intero processo, dalla raccolta dei dati al loro utilizzo quale base per le decisioni strategiche e per i sistemi di pianificazione e controllo dell'azienda. Reply Deutschland assiste i propri clienti realizzando ed implementando soluzioni innovative di BI. Reply Deutschland mira inoltre all'ottimizzazione delle performance e dei sistemi di reporting su grandi volumi di dati avendo sempre come riferimento la capacità di comprensione dell'utente finale. Reply Deutschland ha dimostrato la sua esperienza attraverso la progettazione di numerosi sistemi di pianificazione e controllo orientati al risultato. Tale abilità deriva dalla sua conoscenza delle logiche IT, dei processi sottostanti e dall'utilizzo di moderni strumenti di BI dei principali fornitori.

Soluzioni di telefonia mobile

Le soluzioni di telefonia mobile creano nuovi canali di comunicazione con i clienti, nei confronti dei quali è possibile essere maggiormente competitivi, rafforzando il proprio posizionamento di mercato. Reply Deutschland ha una forte esperienza nello sviluppo di applicazioni per iPad, iPhone e Android, i quali possono rappresentare il punto di partenza per offrire servizi mobili all'intera azienda.

Cloud computing

Cloud computing è un altro elemento cruciale per lo sviluppo di sistemi IT che permettono un utilizzo flessibile e in linea con le necessità dell'utente. Tali servizi sono resi fruibili in tempo reale via internet e fatturati in base al consumo. Reply Deutschland offre servizi di cloud computing end-to-end, dalla consulenza strategica e selezione dei modelli più adeguati, alla costruzione ed integrazione di piattaforme e applicazioni customizzate da utilizzare a seconda delle necessità. La stessa controllante italiana ha sviluppato il proprio modello di cloud aziendale per permettere ai suoi clienti di implementare rapidamente questa nuova tecnologia. Su tale modello di cloud sono disponibili su richiesta una vasta gamma di applicazioni, dalla logistica ai social networks. Partnership con numerosi fornitori come Amazon, Google e Microsoft permettono a Reply Deutschland di trovare la migliore soluzione, cioè il miglior modello di cloud e la miglior tecnologia da utilizzare.

Social Media

Negli ultimi anni i Social Media hanno acquisito sempre maggior popolarità e gli utenti sono continuamente aumentati. I Social networks aziendali aprono nuove opportunità di collaborazione per le aziende attingendo a fonti di dati non strutturati e centralizzati. Reply Deutschland offre soluzioni di social media che semplificano i processi aziendali, promuovono la collaborazione, l'innovazione e migliorano i rapporti con i clienti attuali e futuri.

Personale

Nel 2012 la Società ha occupato mediamente 394 dipendenti, di cui 34 nel settore della consulenza, 284 nel settore del system integration, 27 nel settore dei servizi di gestione e 49 nei servizi amministrativi centrali.

Dati storici

La tabella seguente riporta lo sviluppo dei dati patrimoniali di Reply Deutschland per il periodo 2009 – 2012, redatti e revisionati secondo i principi contabili IFRS.

Stato Patrimoniale Consolidato

Attività	2009	2010	2011	2012
<i>migliaia di euro</i>				
Attività non correnti				
Avviamento	10.961	10.171	10.159	10.159
Altre attività immateriali	319	85	50	196
Terreni, fabbricati e impianti	4.956	3.851	3.599	1.978
Altre attività finanziarie	2.441	2.694	7.828	7.308
Attività fiscali differite	312	115	635	946
Totale attività non correnti	18.989	16.916	22.271	20.587
Attività correnti				
Crediti commerciali e altri crediti	9.069	11.932	11.845	14.712
Altre attività finanziarie	562	356	344	300
Attività fiscali	1.359	981	685	253
Altre attività non finanziarie	649	633	786	612
Cassa e disponibilità liquide	19.896	21.950	16.151	15.309
Totale attività correnti	31.535	35.852	29.811	31.186
Attività detenute per la vendita				2.471
Totale attività	50.524	52.768	52.082	54.244
Totale passività e patrimonio netto				
Patrimonio netto				
Capitale sociale	4.731	4.746	4.751	4.751
Riserve	19.106	19.218	19.251	19.251
Utili non distribuiti	5.418	6.505	7.422	6.031
Riserve per derivati	(31)	(38)	-	-
Azioni proprie	(8)	(2)	-	-
Patrimonio netto posseduto dagli azionisti di Reply Deutschland AG	29.216	30.429	31.424	30.033
Patrimonio netto di pertinenza di terzi	118	25	27	30
Patrimonio Netto	29.334	30.454	31.451	30.063
Passività non correnti				
Partecipazioni	2.889	2.665	2.860	2.800
Finanziamenti bancari	1.093	978	863	-
TFR	2.396	2.487	3.226	4.300
Fondi rischi e oneri	1.172	988	701	532
Altre passività finanziarie	642	239	251	420
Totale passività non correnti	8.192	7.357	7.901	8.052
Passività correnti				
Fondi rischi e oneri	754	984	672	702
Passività fiscali	572	295	498	559
Finanziamenti bancari	115	115	115	-
Debiti commerciali	1.260	2.490	2.435	4.112
Altre passività finanziarie	7.264	4.405	5.017	5.509
Altre passività	3.033	6.668	3.992	4.315
Totale passività correnti	12.998	14.957	12.729	15.197
Totale passività	21.190	22.314	20.630	23.249
Passività detenute per la vendita				932
Totale passività e patrimonio netto	50.524	52.768	52.082	54.244

Il totale attivo consolidato di Reply Deutschland è cresciuto nell'ultimo anno del 4,2% fino a 54,4 milioni di euro. Le attività correnti rappresentano il 57,5% delle totale Attivo. Le altre attività non finanziarie si sono ridotte di 0,6 milioni di euro.

Alla fine del 2012 le attività non correnti ammontavano a 20,6 milioni di euro, rispetto a 22,3 milioni di euro a fine 2011. La riduzione è dovuta, in particolare, alla riclassificazione di alcune attività nella voce "attività detenute per la vendita" che rappresentavano il 4,6% del totale Attivo.

L'avviamento è rimasto inalterato e pari a 10,2 milioni di euro. L'impairment test effettuato non ha evidenziato l'esigenza di svalutare. Nel 2012, l'ammortamento in percentuale del totale Attivo, è pari al 18,7%.

Le altre attività finanziarie a medio lungo termine sono rappresentate principalmente da partecipazioni finanziarie, titoli azionari, un prestito a favore di Reply S.p.A. e un credito verso l'assicurazione per risarcimento danni. Tali attività sono state valutate al fair value.

Le passività a lungo termine sono passate da 7,9 milioni di euro del 2011 a 8,1 milioni di euro nel 2012 a causa principalmente dell'aumento del TFR. In base al nuovo IAS 19, il quale prevede la contabilizzazione dei debiti legati ai benefici maturati dai dipendenti, la Società ha effettuato il calcolo di tali passività. L'accantonamento si è ridotto di 0,2 milioni di euro principalmente a causa del pensionamento di alcuni dipendenti. I debiti bancari a lungo termine si sono ridotti di 0,9 milioni di euro.

Le passività correnti sono aumentate del 19,4% da 12,7 milioni di euro a 15,2 milioni di euro. Tale incremento è dovuto principalmente all'aumento dei debiti verso fornitori che sono passati da 2,4 milioni di euro a 4,1 milioni di euro, per effetto principalmente dell'aumento del numero di freelance.

La tabella seguente riporta i principali dati economici di Reply Deutschland, redatti e revisionati secondo i principi contabili IFRS.

Conto economico consolidato

migliaia di euro

	2009	2010	2011	2012
Ricavi	55.050	60.174	58.521	59.225
Costo del venduto	(40.409)	(42.620)	(41.969)	(46.093)
Margine lordo	14.641	17.554	16.552	13.132
Margine lordo %	26,6%	29,2%	28,3%	22,2%
Costi operativi	(11.434)	(12.258)	(10.453)	(9.433)
EBITDA	3.207	5.296	6.099	3.699
Ammortamenti:				
materiali	(1.272)	(1.431)	(871)	(873)
immateriali	(352)	(236)	(79)	(56)
EBIT	1.583	3.629	5.149	2.770
Oneri/proventi finanziari	(6)	11	(682)	(260)
Utile ante imposte	1.577	3.640	4.467	2.510
Imposte	1.099	1.391	1.028	1.100
Utile netto di periodo	478	2.249	3.439	1.410

Reply Deutschland ha chiuso il 2012 con un fatturato consolidato pari 59,2 milioni di euro registrando un lieve aumento (+ 1,2%) rispetto al fatturato 2011 pari a 58,5 milioni di euro.

Nel 2012 il costo del venduto è cresciuto del 9,8% a 46,1 milioni di euro, mentre il numero medio dei dipendenti a tempo pieno si è ridotto del 2%. Nel 2012 il margine lordo è stato pari a 13,1 milioni di euro, in calo del 20,7% rispetto all'anno precedente. L'incidenza sui ricavi del margine lordo è stata pari al 22,2% rispetto al 28,3% dell'anno precedente.

Nel 2012 gli ammortamenti sono stati pari a 929.000 euro, registrando una lieve riduzione rispetto all'anno precedente.

Nel 2012 l'EBIT si è ridotto a 2,8 milioni di euro pari al 46,2% dei ricavi.

Nel 2012 l'aliquota fiscale è stata pari al 44%. Tale aliquota deriva dall'effetto congiunto di più fattori. Il fattore principale è rappresentato dalle imposte differite. La seconda ragione di tale insolita aliquota si deve alla contabilizzazione nell'EBT delle "spese di rivalutazione del pagamento degli obblighi di compensazione e dall'allocazione degli utili ai soci di minoranza". Senza tali elementi l'aliquota sarebbe stata pari al 30,6%.

Nel 2012 l'utile netto è stato pari a 1,4 milioni di euro pari al 59,0% in meno rispetto al 2011.

Metodologie di valutazione

Introduzione

I seguenti metodi sono stati presi in considerazione nella stima del valore economico del patrimonio netto di Reply Deutschland: metodo finanziario, metodo dei multipli di mercato e IDW S1. I primi due approcci fanno riferimento ai metodi internazionali di valutazione delle aziende, mentre il terzo rappresenta il metodo di valutazione ufficiale in Germania. Questo capitolo illustra le procedure e le pratiche di questi approcci valutativi nella stima del valore economico del patrimonio netto della Società al 31 marzo 2013 ("Data di Valutazione"). Si segnala che l'analisi di valutazione è stata incentrata sulla determinazione del 100% del valore economico di patrimonio netto di Reply Deutschland, nell'ipotesi che non vi sia alcun premio di controllo, né sconto per mancanza di liquidità; in quanto tale, il valore economico del 18,8% del capitale è stato determinato come percentuale sul totale del patrimonio netto. Inoltre, è stato anche calcolato il valore economico per azione.

Metodo finanziario

Il valore aziendale ("BEV") di Reply Deutschland è stato stimato su base consolidata, utilizzando il metodo finanziario. In primo luogo, è stato stimato il BEV, che è generalmente il valore economico del capitale totale investito in azienda, ovvero il capitale investito, escludendo la liquidità in eccesso. Il capitale investito è la somma dei flussi di cassa generati dalle attività e passività di Reply Deutschland, come ad esempio il capitale circolante operativo, immobili, impianti e macchinari (PP&E) e le altre attività operative e non operative. È stata quindi sommata la liquidità in eccesso e sottratto il patrimonio di pertinenza di terzi dal BEV per arrivare al valore economico del patrimonio netto di Reply Deutschland, come presentato in Allegato 1.1. Le discussioni col management e le analisi di determinate assunzioni delle proiezioni finanziarie predisposte dal management costituiscono la base di questa valutazione.

L'applicazione del metodo finanziario richiede proiezioni dei ricavi, dei costi, così come del capitale circolante netto e degli investimenti per un discreto periodo di tempo al fine di determinare il cosiddetto flusso di cassa disponibile generato da Reply Deutschland. Inoltre, altre ipotesi sono state formulate per la determinazione del valore terminale (il valore attribuibile al periodo oltre le proiezioni esplicite).

Sulla base di colloqui con il management, al risultato operativo netto dopo le imposte sono state apportate le seguenti modifiche per stimare i flussi di cassa disponibili per Reply Deutschland nel periodo di proiezione:

- sono state dedotte le variazioni di capitale circolante netto;
- sono stati stimati gli investimenti e gli ammortamenti per Reply Deutschland.

Il valore attuale del valore terminale rappresenta il valore che un investitore pagherebbe oggi per i diritti sui flussi di cassa generati per tutti gli anni successivi all'ultimo anno del periodo di proiezioni esplicite.

Si è discusso con il management per definire oltre il periodo di proiezioni esplicite una crescita dei ricavi e dei margini tale da permettere il raggiungimento di margini operativi normalizzati. Nello specifico, il valore terminale è stato calcolato (i) facendo crescere il flusso di cassa dell'ultimo anno di proiezioni esplicite al tasso annuo di crescita atteso di lungo periodo e (ii) capitalizzandolo. Il flusso di cassa risultante è stato capitalizzato ad un tasso di sconto scelto (si veda Sezione 4.0 per la descrizione del calcolo del tasso di sconto) al netto del tasso di crescita perpetua. Il valore risultante è stato attualizzato utilizzando il fattore di sconto dell'ultimo anno del periodo di proiezioni esplicite. Questo approccio per la determinazione del valore terminale assume che i flussi di cassa abbiano raggiunto un livello normalizzato al termine del periodo di proiezioni esplicite, e prevede che essi crescano al tasso annuo di crescita di lungo periodo.

I flussi di cassa scontati del periodo esplicito sono poi stati sommati al valore terminale al fine di calcolare il BEV di Reply Deutschland.

Ove rilevanti, le attività nette non operative sono state aggiunte al BEV operativo di Reply Deutschland per arrivare ad una indicazione del valore aziendale totale ("TEV"). È stato successivamente detratto l'indebitamento netto e il patrimonio netto di terzi dal TEV per arrivare ad una stima del valore economico del patrimonio netto. L'indebitamento finanziario netto di Reply Deutschland è composto solamente da liquidità in eccesso, il che implica un debito netto negativo. Questi calcoli possono essere riassunti nel seguente modo:

- $BEV = \text{Valore attuale ("PV")} \text{ dei flussi di cassa espliciti più il PV del valore terminale};$
- $TEV = BEV \text{ più/meno attività non operative (nette); e}$
- $\text{Valore economico del patrimonio netto} = TEV \text{ al netto del debito netto e del patrimonio netto di terzi.}$

Metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato può essere utilizzato nelle valutazioni utilizzando i dati ottenuti dai mercati mobiliari. Questo metodo indica il valore economico sulla base dei multipli relativi ad aziende simili a Reply Deutschland.

Per Reply Deutschland è stato identificato un campione di aziende aventi caratteristiche operative similari. I multipli EBITDA ed EBIT delle aziende campione (ove appropriati) sono

stati calcolati sulla base dei dati finanziari previsionali degli ultimi dodici mesi ("LTM") e del 2013 alla Data di Valutazione.

Il calcolo dei multipli selezionati per Reply Deutschland è riportato nell'Allegato 2.1. Successivamente, è stata calcolata la media dei risultati usando i differenti range di multipli per arrivare ad un range di BEV per Reply Deutschland, in ottica di minoranza e di mercato. Successivamente sono state sottratte le attività nette non operative, l'indebitamento netto, e il patrimonio netto di terzi dal BEV per arrivare al valore economico del patrimonio netto di Reply Deutschland, con l'uso del metodo dei multipli.

L'applicazione del Metodo dei multipli non è stato utilizzato per identificare un valore ma per testare la ragionevolezza delle conclusioni derivanti dall'utilizzo degli altri metodi.

Metodo IDW S1

Secondo la giurisprudenza prevalente e la comune prassi di valutazione, con la quale la valutazione nel seguito descritta è coerente, l'ammontare di un ragionevole dividendo garantito ai sensi del § 304 AktG corrisponde all'importo di un ragionevole compenso che deve essere determinato sulla base del valore economico del patrimonio netto oggettivamente determinato. Esso rappresenta il valore attuale (verificabile tra i soggetti) degli utili futuri di una società dal punto di vista del socio nell'ipotesi che la società continuerà in futuro, sulla base della strategia aziendale esistente.

Con sentenza del 27 aprile 1999, la Corte Costituzionale Tedesca ha deciso che nel calcolo del dividendo garantito ai sensi del § 304 AktG il prezzo di borsa deve anche essere tenuto in considerazione (1 BvR 1613/94)

Redditi attualizzati

Nella teoria economica, nella pratica valutativa e nella giurisprudenza prevalente, è generalmente accettato che il metodo reddituale sia una misura appropriata per determinare il valore di un'azienda.

Secondo le indicazioni dell'IDW S1, sez. 2.1. e applicando il metodo reddituale, il valore di una società può essere determinato impiegando sia il metodo dei redditi attualizzati sia quello dei flussi di cassa attualizzati, utilizzando i principi previsti dall'IDW S1 (per esempio per quanto riguarda gli aspetti fiscali e le determinanti del tasso di sconto). In questa valutazione, il valore della società è stato calcolato sulla base dei redditi attualizzati. Tuttavia, fino a quando le assunzioni utilizzate sono le stesse, i due metodi porteranno allo stesso valore. Per questa ragione la presentazione del metodo basato sui flussi di cassa attualizzati, così come previsto dai principi tedeschi, è stato omissis. Si segnala che la descrizione del metodo finanziario precedentemente riportata si riferisce a principi internazionali di valutazione, pertanto non tiene conto di quanto previsto dalla normativa tedesca.

Secondo l'approccio reddituale, i benefici spettanti agli azionisti vengono stimati per ogni periodo futuro. Questi benefici finanziari sono convertiti in valori attuali ricorrendo a tassi di

sconto che rappresentano il rendimento di un investimento alternativo adeguatamente comparabile con quello nella società (cf. IDW S1, sez. 2.1).

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

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

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

In considerazione del fatto che il valore deve essere calcolato dalla prospettiva dei proprietari, si deve tenere conto dell'imposizione fiscale personale applicata agli azionisti relativa ad ogni dividendo ad essi distribuito dalla società o alle plusvalenze derivanti dalla vendita delle azioni. Pertanto, nella valutazione delle società tedesche si deve tener conto del fatto che gli interessi e i dividendi dal 2009 sono tassati con un'aliquota pari al 25% più la tassa di solidarietà. Lo stesso vale per le plusvalenze. In considerazione delle differenze temporali tra il momento in cui si accumula valore per gli azionisti per effetto del mantenimento degli utili ed il momento in cui tale valore viene distribuito agli stessi, è importante sottolineare come si creino differenze con riguardo al carico fiscale. L'effettivo onere fiscale dei dividendi e degli interessi, infatti, coincide con l'onere fiscale nominale. Al contrario, l'effettivo carico fiscale delle plusvalenze dipende dal momento in cui esse vengono realizzate: tale imposizione fiscale, infatti, scende tanto più l'azionista mantiene le azioni nel proprio portafoglio. Assumendo che le azioni vengano mantenute per un lungo periodo, il carico fiscale effettivo sarà molto meno intenso rispetto a quello nominale e, nello specifico, esso viene generalmente assunto pari alla metà di quello previsto nominalmente.

Coerentemente con l'opinione prevalente nella giurisprudenza e tra accademici, la società è stata valutata su una base "stand-alone", il che significa che tutti gli effetti sinergici positivi e negativi che possono essere raggiunti ad accordo avvenuto non sono stati presi in

considerazione. Lo stesso vale per quanto riguarda eventuali investimenti e dismissioni, nonché altre misure che sarebbero state realizzate solo ad accordo avvenuto.

Componenti speciali

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

Valore di liquidazione e Valore netto delle attività

Se è più vantaggioso vendere le attività e/o un complesso di beni piuttosto che continuare il business, la somma dei proventi netti ottenibili attraverso la vendita, ossia il valore di liquidazione, deve essere considerato come un ragionevole indicatore di valore.

Ai fini della valutazione, ci si è astenuti dalla determinazione del valore di liquidazione. In primo luogo, si presume che la società continuerà le sue operazioni a tempo indeterminato. In secondo luogo e soprattutto, dati i costi associati alla liquidazione (ad esempio, programmi di mobilità, compensazioni), ci si aspetta che i redditi attualizzati siano superiori a qualsiasi valore di liquidazione.

Utilizzando il metodo del costo per determinare il valore delle attività nette, il valore di un'impresa si basa sui costi che devono essere sostenuti per riprodurre tale società. Questo approccio ha lo svantaggio di non considerare le immobilizzazioni immateriali, e la misura del solo costo di solito non fornisce una indicazione ragionevole del valore economico della società sotto la premessa della continuità aziendale. Quindi, non è stato calcolato il valore netto delle attività.

Prezzo di mercato delle azioni

Poiché le azioni di Reply Deutschland sono ammesse alla negoziazione in varie Borse, il valore economico del patrimonio netto di Reply Deutschland può anche essere determinato utilizzando la sua capitalizzazione di mercato, vale a dire il prezzo di mercato delle azioni moltiplicato per il numero di azioni in circolazione. Tuttavia, è molto discusso l'uso della capitalizzazione di mercato come indicatore di valore di una società. Il prezzo di borsa è soggetto a molti fattori quali la dimensione o la sottigliezza del mercato, l'andamento casuale del mercato così come le speculazioni e/o altre influenze esterne ed è quindi soggetto a fluttuazioni e sviluppi di mercato imprevedibili.

L'uso della capitalizzazione di mercato non può sostituire un'analisi valutativa basata sui principi di cui sopra, soprattutto se l'analisi valutativa si basa su un set informativo più ampio e profondo rispetto al mercato dei capitali e include ragionamenti di mercato nel suo valore

conclusivo. L'analisi di valutazione presentata in questo report utilizza analisi storiche e prospettive finanziarie ad un livello di dettaglio che non è disponibile al pubblico.

La Corte costituzionale federale ('Bundesverfassungsgericht') si è pronunciata con la sentenza del 27 aprile 1999 (file n. 1 BvR 1613/94), affermando che il prezzo di mercato di un titolo rappresenta il valore minimo quando si determina il valore dell'azienda in determinate circostanze (per esempio, conguaglio in contanti e dividendi garantiti ai sensi delle sezioni 304, 305.320 b, o 327 a-f e segg. dell'Atto tedesco sulle società di capitali [AktG]). Nel parere della Corte costituzionale federale, il dettato di prendere in considerazione il prezzo di mercato non significa che esso è esclusivamente applicabile nel determinare un compenso adeguato. Non ci possono essere obiezioni previste dalla legge per un compenso superiore al prezzo di mercato per azione. Ciò nonostante, ci potrebbero essere ragioni considerevoli per compensi inferiori rispetto al prezzo di mercato.

Si rimanda alla sezione 6 per dettagli riguardanti sviluppo e significatività del prezzo di mercato delle azioni di Reply Deutschland

Analisi degli utili e calcolo degli utili futuri

Partendo dal presupposto che le proiezioni finanziarie possono essere imprecise in un mondo di incertezza, le ipotesi alla base di queste stime devono essere esaminate facendo i conti con la realtà. Per questo motivo, i risultati finanziari riferiti al passato sono solo un primo orientamento per la stima delle proiezioni finanziarie.

Analisi degli utili storici

L'analisi e la valutazione delle prospettive future di una società è basata sugli eventi precedenti. Pertanto, un'analisi finanziaria storica, in particolare un'analisi degli utili, è stata realizzata in una prima fase al fine di assicurare una corretta comprensione del premesse su cui si baseranno le proiezioni finanziarie.

Le eventuali rettifiche fatte sui risultati passati, come parte della nostra analisi sugli utili, non influenzano il valore degli utili scontati, poiché la valutazione è basata sui benefici finanziari futuri e quindi, in questo senso, gli aggiustamenti dei risultati passati servono solo come verifica per la coerenza e l'allineamento.

Analisi delle proiezioni finanziarie

Le proiezioni finanziarie consolidate di Reply Deutschland, come presentato nell'Allegato 3.1, sono composte dallo stato patrimoniale e dal conto economico previsionale. La fase delle proiezioni esplicite riguarda gli anni 2013-2016. La fase dei redditi sostenibili è a partire dal 2017.

Le proiezioni economico-finanziarie sono parte del processo di pianificazione interna e reporting di Reply Deutschland. Le proiezioni finanziarie sono regolarmente predisposte secondo un processo decentrato che parte dalle singole divisioni, bottom-up, e poi consolidate da Reply Deutschland.

Le proiezioni economico-finanziarie sulle quali la valutazione si basa sono state predisposte a marzo 2013. I dati storici nonché prospettici sono da considerarsi validi da marzo 2013.

Il board e il supervisory board di Reply Deutschland hanno approvato una versione aggregata delle proiezioni economico-finanziarie nel dicembre 2012. Le proiezioni economico-finanziarie sono state rettificata dalla Società nel primo trimestre del 2013 alla luce delle ultime evoluzioni. Le proiezioni economico-finanziarie rettificata aggregate sono state approvate nel marzo 2013 dal board e dal supervisory board di Reply Deutschland. Il valore economico del patrimonio netto calcolato nel presente documento si basa su tali proiezioni finanziarie e tiene conto di tutti gli eventi che hanno un impatto sul valore economico del patrimonio netto fino al momento del completamento del lavoro di valutazione.

Tasso di sconto

Tasso di sconto utilizzato nelle valutazioni internazionali: WACC

Quando si applica il metodo finanziario, i flussi di cassa attesi generati dall'impresa sono scontati al loro valore attuale utilizzando un tasso di rendimento che rifletta il rischio relativo dell'investimento, così come il valore finanziario del tempo. Questo rendimento è un tasso complessivo basato sui tassi di rendimento del capitale proprio e del debito finanziario. Questo rendimento, noto come costo medio ponderato del capitale ("WACC"), è calcolato ponderando i rendimenti richiesti del debito e del capitale proprio sulla base di una struttura obiettivo del capitale prevista del settore. Per il calcolo del WACC sono state apportate alcune modifiche, come descritto nel seguito, per determinare il tasso di sconto finale che è stato poi utilizzato per la stima del valore attuale dei flussi di cassa futuri.

Nel seguito sono riportati i metodi utilizzati per il calcolo del WACC per Reply Deutschland.

La formula generale per il calcolo del WACC è:

$$WACC = K_d * (D/D+E) + K_e * (E/D+E)$$

Dove:

WACC = costo medio ponderato del capitale investito;

K_d = costo del capitale di debito dopo le imposte;

D/D+E = valore di mercato del capitale di debito in percentuale rispetto al capitale investito totale (somma di debito e patrimonio netto);

K_e = costo del capitale di rischio; e

E/D+E = valore di mercato del capitale di rischio in percentuale rispetto al capitale investito totale.

Tasso di rendimento del debito

Il tasso di rendimento del capitale di debito rappresenta il tasso che un investitore prudente richiederebbe per investire su un debito fruttifero. Dal momento che gli interessi sul capitale di debito sono deducibili ai fini fiscali, è stato utilizzato il tasso di interesse al netto delle imposte, calcolato con la formula:

$$K_d = K \times (1-t)$$

Dove:

$$K_d = \text{costo del capitale di debito after-tax;}$$

$$K = \text{costo del capitale di debito pre-tax;}$$

$$t = \text{aliquota fiscale.}$$

Applicando la formula, il costo del debito after-tax è:

$$K_d = 4.3\% \times (1-t)$$

Il tasso lordo di rendimento del capitale di debito del 4,3 per cento è stato determinato come media mobile su 441 giorni (21 mesi) dei Titoli di Stato tedeschi a 15 anni maggiorato del differenziale tra il rendimento di un obbligazione corporate classe BBB e il tasso di rendimento spot sui Titoli di Stato alla Data di Valutazione. È stato assunto che questo tasso sia in linea con quello di mercato, in quanto considera le caratteristiche delle società comparabili. È stata poi applicata l'aliquota fiscale effettiva, fornita dal Management, che tiene conto della deducibilità fiscale degli interessi. Si segnala che è stata utilizzata la media mobile di 21 mesi per tenere conto della volatilità relativamente elevata del tasso privo di rischio nello stesso periodo.

Tasso di rendimento del capitale di rischio

È stato utilizzato il Capital Asset Pricing Model ("CAPM") per determinare il costo del capitale di rischio. Questo metodo viene descritto nella sezione successiva.

Capital Asset Pricing Model

Il tasso di rendimento del capitale proprio è valutato sulla base del Capital Asset Pricing Model ("CAPM"). Il CAPM è stato empiricamente testato ed è ampiamente accettato al fine di stimare il rendimento richiesto del capitale proprio.¹ Nell'applicare il CAPM, il tasso di rendimento del capitale proprio è stimato come tasso privo di rischio attuale dei Titoli di Stato tedeschi, oltre a un premio per il rischio di mercato rispetto al tasso privo di rischio, moltiplicato per il "beta" dell'azione. Il Beta è una misura di rischio che riflette la sensibilità del prezzo dell'azione rispetto ai movimenti del mercato azionario nel suo complesso.

Il costo del capitale di rischio secondo il CAPM è calcolato come segue:

¹ Investments, W.F. Sharpe, Prentice Hall: Englewood Cliffs, New Jersey (1985).

$$K_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) + \alpha$$

Dove:

- K_e = costo del capitale di rischio;
- r_f = tasso privo di rischio;
- β = beta o rischio sistematico per il suddetto investimento azionario;
- $(r_m - r_f)$ = premio per il rischio di mercato; tasso di rendimento atteso del portafoglio di mercato al netto del tasso privo di rischio;
- α = alfa o premio per il rischio specifico.

Tasso privo di rischio

Per il calcolo di un WACC internazionale, il rendimento di mercato di un Titolo di Stato Tedesco a 15 anni è tipicamente usato come proxy del tasso privo di rischio. I rendimenti dei titoli tedeschi sono considerati "privi di rischio", in quanto se sono detenuti sino a scadenza, il loro rischio di default viene considerato trascurabile. Recentemente, è stata osservata un'elevata volatilità del tasso privo di rischio. Pertanto, al posto del tasso spot si è utilizzata una media a 441 giorni. Alla Data di Valutazione, la media era del 2,4 per cento.

Beta

Il Beta è una misura statistica della volatilità del prezzo di un determinato titolo rispetto al movimento di un indice. Generalmente, il beta è considerato indicativo della percezione del mercato del rischio relativo del titolo specifico. L'applicazione pratica del CAPM per le imprese private richiede l'identificazione delle società quotate in borsa che hanno profili di rischio simili per ricavare parametri significativi del beta della società. Inoltre, questo può essere richiesto se la specifica azione in esame non rappresenta e/o agisce come un'azione in condizioni normali. A causa sia della scarsa liquidità del titolo sia per il suo carattere particolare che prevede un dividendo minimo garantito, si è scelto di determinare il beta di questa azione usando un gruppo di imprese comparabili quotate.

I Beta riportati nei database pubblici sono "levered", ossia incorporano il rischio aggiuntivo a causa del finanziamento del debito o della struttura del capitale delle società comparabili. Per calcolare il beta applicabile a Reply Deutschland, i beta levered delle società comparabili sono stati dapprima "unleverati" e successivamente "rileverati" assumendo il livello di debito del settore.

Premio per il rischio di mercato

La quantificazione del premio per il rischio generale di mercato è stato oggetto di molte ricerche da parte degli analisti di finanziari. Dal momento che le aspettative di un investitore

medio non sono direttamente osservabili, il premio per il rischio di mercato deve essere dedotto utilizzando uno dei diversi metodi. Un approccio è quello di utilizzare i premi che gli investitori hanno storicamente realizzato rispetto ai rendimenti dei titoli del Tesoro a lungo termine - inoltre, abbiamo incrociato questo premio determinando il cosiddetto premio per il rischio di mercato implicito risultante dai livelli dei prezzi correnti del mercato dei capitali. Il premio ottenuto utilizzando l'approccio storico è sensibile al periodo di tempo durante il quale si calcola la media. A seconda del periodo di tempo prescelto, l'approccio storico desume un premio medio in un intervallo del 4 - 7 per cento. Un altro approccio è quello di osservare i rendimenti proiettati prodotti dagli analisti che seguono il mercato azionario. Ancora una volta, questo approccio porterà a stime diverse a seconda della fonte utilizzata. Un sondaggio su diverse fonti indica un premio che va dal 3 all'8 per cento. Considerando sia fonti storiche che prospettive, si suggerisce un Premio per il rischio di mercato di circa il 5 per cento in questa analisi.

Stima della struttura di capitale target

La stima della struttura target di capitale è basata sull'osservazione dei rapporti tipici fra debito fruttifero, azioni privilegiate e azioni ordinarie delle società quotate simili per attività a Reply Deutschland. Si segnala che la struttura di capitale di riferimento per calcolare il WACC dovrebbe essere basata sulla struttura obiettivo di lungo periodo (target) del capitale, in linea con la durata media dei flussi di cassa futuri.

Conclusioni sul WACC

Il tasso di sconto finale applicato nella valutazione utilizzando il metodo finanziario è del 10,5%. Si rimanda all'allegato 4.1 per il calcolo dettagliato.

Tasso di sconto utilizzato nel metodo IDW S1

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

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

Tasso di interesse base (tasso privo di rischio)

L'interesse privo di rischio riflette un tasso di rendimento di un investimento privo di rischio di credito con la medesima durata dell'investimento nella società. Tale tasso di interesse può

essere ottenuto dalla struttura dei tassi degli interessi legati ad obbligazioni governative che mostra i rendimenti di tali strumenti finanziari per tutte le scadenze. In particolare il tasso di interesse di una particolare obbligazione governativa è funzione della durata residua rispetto alla scadenza.

Dal 2009, gli interessi sono tassati con un'aliquota fiscale del 25% più il contributo sulla solidarietà prevista ("Abgeltungssteuer"). Ciò si traduce in un'aliquota fiscale personale del 26.4%.

Il tasso privo di rischio è stato determinato sulla base del metodo di Svensson, che è un metodo standard secondo l'IDW S1. Questo metodo calcola una sorta di tasso privo di rischio medio in base alla curva a termine dei tassi e allo sviluppo dei flussi di cassa alla Data di Valutazione. Un tasso privo di rischio del 2,42% lordo di imposte è stato determinato con il metodo di Svensson. Dopo aver utilizzato l'aliquota personale del 26,4%, il tasso privo di rischio post-tax risulta del 1,78%.

Premio per il rischio

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

Il Capital Asset Pricing Model (CAPM) è un modello di mercato, in cui i costi del capitale e i premi per il rischio sono valutati senza tener conto degli effetti di eventuali imposte personali. Secondo il CAPM il premio per il rischio è costituito dal premio per il rischio di mercato e dal fattore beta specifico per l'azienda. Il premio per il rischio di mercato è dato dalla differenza tra il tasso privo di rischio e il rendimento di un indice azionario. Dal momento che i rendimenti azionari e i premi per il rischio sono generalmente influenzati dalle imposte sul reddito, una visione più realistica dei rendimenti azionari osservati può essere fornita dal Tax-CAPM, che espande il CAPM incorporando gli effetti delle imposte sul reddito personale. Ciò riflette, in particolare, i diversi tassi previsti dalle Autorità fiscali tedesche per quanto riguarda gli interessi, i dividendi e le plusvalenze, le cui differenze rimangono conseguenti alla Riforma fiscale del 2008 a causa delle differenti tassazioni. Sotto il Tax-CAPM, il tasso di sconto è composto dal tasso privo di rischio ridotto dell'imposta sul reddito insieme al premio per il rischio calcolato sulla base del Tax-CAPM al netto delle imposte sul reddito. Analogamente al CAPM, il premio per il rischio al netto delle imposte sul reddito è il prodotto del fattore beta specifico aziendale e del premio per il rischio al netto delle imposte sul reddito.

Studi di mercato hanno dimostrato che in passato gli investimenti in titoli azionari hanno avuto più alti tassi di rendimento rispetto agli investimenti in titoli di debito a basso rischio e che il premio per il rischio di un portafoglio di mercato dipendeva dal periodo di osservazione e dal regime fiscale applicabile.

La Riforma fiscale tedesca del 2008 potrebbe avere un effetto sul premio per il rischio a causa del fatto che in futuro l'imposta personale addizionale sarà riscossa (a causa della tassa uniforme "Abgeltungssteuer") sui futuri guadagni rivenienti dalla vendita degli investimenti alternativi effettuati sul mercato dei capitali dal punto di vista di persone fisiche di nazionalità tedesca che sono soggetti a tassazione. Gli sforzi di un azionista di mantenere il proprio tasso di rendimento al netto delle imposte personali (tasso netto di rendimento) costante, può essere visto nell'aumento della domanda di imprese che forniscono tassi di interesse lordi più alti. Ci si può aspettare rendimenti più elevati da parte delle società come conseguenza della riforma fiscale che riduce le aliquote di imposta sulle società. Tuttavia, da una parte, ci saranno effetti su una parte della società dovuti alle basi più allargate di calcolo e, dall'altro, da parte degli investitori istituzionali e internazionali, che non prenderanno in considerazione gli effetti della imposta sul reddito tedesca nel calcolo dei loro prezzi. Poiché questi operatori del mercato hanno una notevole influenza sulla formazione dei prezzi sul mercato dei capitali, si può supporre che gli azionisti che sono soggetti alla futura "Veräußerungsgewinnbesteuerung", non saranno del tutto in grado di ottenere un più alto tasso lordo di rendimento sul mercato necessario a compensare il maggiore carico fiscale futuro effettivo sul reddito, con la conseguenza che per questo gruppo di investitori, un premio per il rischio di mercato più basso è da aspettarselo.

In considerazione del fatto che si deve tener conto della tassazione personale, il tasso di sconto si ottiene, quindi, sottraendo dal tasso di interesse privo di rischio e dal premio per il rischio la tassazione personale connessa agli azionisti. Nello specifico, per calcolare il premio per il rischio di mercato si può utilizzare la seguente formula²:

$$r_N^{rSt} = r_M^{rSt} - d_M * ESt$$

Dove:

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

r_M^{rSt} = rischio di mercato ante imposizione fiscale;

d_M = dividend yield del mercato;

ESt = aliquota fiscale personale.

Il più recente dividend yield dell'indice tedesco DAX è di circa 3,5%³. La ritenuta fiscale tedesca è attualmente del 25% più il contributo di solidarietà (5,5% dell'aliquota fiscale) per i dividendi. Questo porta ad un tax rate complessivo del 26,4%.

² WP Handbuch, Band 2, 2008, Par. 201, Nota 342

³ http://www.focus.de/finanzen/boerse/tid-28368/dividendenrendite-2013-mit-deutschen-unternehmenbares-geld-verdienen_aid_872063.html

Il premio per il rischio di mercato prima delle imposte è 5,92% e il $d_W^* ESt$ è 0,92%. Pertanto, abbiamo definito un premio per il rischio di mercato al netto delle imposte per Reply Deutschland pari al 5%.

Conclusioni sul tasso di sconto

Il tasso di sconto finale applicato nella valutazione utilizzando il metodo IDW S1 è del 7.03%. Si rimanda all'allegato 4.2 per il calcolo dettagliato.

Metodo finanziario

Proiezioni economico-finanziarie

Per lo sviluppo delle proiezioni economico-finanziarie sono stati stimati in dettaglio i ricavi per le singole società operative. Successivamente è stato stimato l'EBT in base alla proiezione dei ricavi. Quindi per ogni divisione sono stati riportati i ricavi e gli EBT. Successivamente sono stati calcolati a livello di Reply Deutschland i costi della holding, le management fee e i bonus ai partner delle divisioni operative e ai membri del board di Reply Deutschland.

Le proiezioni dei ricavi e degli EBT sono state fornite dal management. La tabella seguente riporta i ricavi per ciascuna linea di ricavo.

Ricavi

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	Terminale
Xuccess Reply		7.385	6.534	9.438	9.337	9.477	9.638	9.802	9.959
Incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	12,3%	11,2%	15,9%	15,4%	15,1%	14,9%	14,5%	14,6%
Crescita %	n/a	n/a	-11,5%	44,4%	-1,1%	1,5%	1,7%	1,7%	1,6%
4brands Reply CP		3.652	4.181	4.625	4.980	5.284	5.585	5.892	5.986
Incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	6,1%	7,1%	7,8%	8,2%	8,4%	8,6%	8,7%	8,8%
Crescita %	n/a	n/a	14,5%	10,6%	7,7%	6,1%	5,7%	5,5%	1,6%
Cluster Reply		7.243	8.331	7.089	7.357	7.504	7.662	7.823	7.948
Incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	12,0%	14,2%	12,0%	12,1%	12,0%	11,8%	11,6%	11,6%
Crescita %	n/a	n/a	15,0%	-14,9%	3,8%	2,0%	2,1%	2,1%	1,6%
Macros Reply		6.052	4.645	4.517	4.690	4.864	5.034	5.210	5.293
Incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	10,1%	7,9%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%
Crescita %	n/a	n/a	-23,3%	-2,8%	3,8%	3,7%	3,5%	3,5%	1,6%
Power Reply		-	-	2.018	2.390	2.500	2.622	2.756	2.800
Incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	0,0%	0,0%	3,4%	3,9%	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%
Crescita %	n/a	n/a	-	-	18,4%	4,6%	4,9%	5,1%	1,6%
Syskoplan Reply BI		6.993	7.219	6.248	5.645	6.181	6.713	7.223	7.339
Incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	11,6%	12,3%	10,5%	9,3%	9,9%	10,4%	10,7%	10,7%
Crescita %	n/a	n/a	3,2%	-13,5%	-9,6%	9,5%	8,6%	7,6%	1,6%
Syskoplan Reply CRM		9.909	11.565	13.941	14.689	15.600	16.598	17.577	17.859
Incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	16,5%	19,8%	23,5%	24,2%	24,9%	25,6%	26,1%	26,1%
Crescita %	n/a	n/a	16,7%	20,5%	5,4%	6,2%	6,4%	5,9%	1,6%
Twice Reply		-	-	-	-	-	-	-	-
Incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Crescita %	n/a	n/a	-	-	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Xpress Reply		10.578	9.850	4.767	5.240	5.476	5.777	6.124	6.222
Incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	17,6%	16,8%	8,0%	8,6%	8,7%	8,9%	9,1%	9,1%
Crescita %	n/a	n/a	-6,9%	-51,6%	9,9%	4,5%	5,5%	6,0%	1,6%
Syskoplan Reply Schweiz		1.094	886	-	-	-	-	-	-
Incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	1,8%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Crescita %	n/a	n/a	-19,0%	-100,0%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
4brands Reply ITO		8.603	6.213	4.252	4.267	4.139	4.015	3.894	3.957
Incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	14,3%	10,6%	7,2%	7,0%	6,6%	6,2%	5,8%	5,8%
Crescita %	n/a	n/a	-27,8%	-31,6%	0,4%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	1,6%
Syskoplan Reply FM		899	788	981	998	500	100	-	-
Incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	1,5%	1,3%	1,7%	1,6%	0,8%	0,2%	0,0%	0,0%
Crescita %	n/a	n/a	-12,4%	24,4%	1,8%	-49,9%	-80,0%	-100,0%	n/a
Intercompany		(2.235)	(1.690)	(1.514)	(1.838)	(1.846)	(1.912)	(1.989)	(2.039)
Incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	-3,7%	-2,9%	-2,6%	-3,0%	-3%	-3%	-3%	-3,0%
Crescita %	n/a	n/a	-24,4%	-10,4%	21,4%	0,4%	3,6%	4,0%	2,5%
Ricavi della Capogruppo		-	-	2.773	2.889	2.947	3.006	3.066	3.066
Incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%	4,8%	4,7%	4,6%	4,6%	4,5%
Crescita %	n/a	n/a	-	4,2%	4,2%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%
Altri ricavi della Capogruppo		-	-	92	-	-	-	-	-
Incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Crescita %	n/a	n/a	-	-	-100,0%	n/a	n/a	n/a	n/a
Ricavi totali	55.050	60.174	58.521	59.225	60.644	62.625	64.837	67.378	68.389
Crescita %		9,3%	-2,7%	1,2%	2,4%	3,3%	3,5%	3,9%	1,5%

Eccetto il calo nel 2011 i ricavi totali crescono durante tutto il periodo considerato a partire dal 2009.

La variazione, anno su anno, dei ricavi varia da - 2,7% nel 2011 a + 9,3% nel 2010 fino ad una crescita tendenziale nell'ultimo anno pari all'1,5%.

La crescita dell'ultimo anno è stata stimata pari all'1,5% in linea con le aspettative di crescita del settore nell'attuale epoca di ridotta inflazione.

EBT

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	Terminale
Xuccess Reply		1.594	977	2.140	1.847	1.706	1.638	1.568	1.494
% Margine		21,6%	15,0%	22,3%	19,8%	18,0%	17,0%	16,0%	15,0%
Crescita %		n/a	-38,7%	119,0%	-13,7%	-7,6%	-4,0%	-4,3%	-4,8%
4brands Reply CP		535	937	957	973	898	894	884	898
% Margine		14,6%	22,4%	21,3%	19,5%	17,0%	16,0%	15,0%	15,0%
Crescita %		n/a	75,2%	2,1%	1,6%	-7,7%	-0,5%	-1,1%	1,6%
Cluster Reply		(66)	788	356	740	976	1.073	1.173	1.192
% Margine		-0,9%	9,5%	7,5%	10,1%	13,0%	14,0%	15,0%	15,0%
Crescita %		n/a	-1286,3%	-54,9%	108,0%	31,8%	10,0%	9,4%	1,6%
Macros Reply		2.194	857	738	615	730	755	781	794
% Margine		36,3%	18,4%	12,8%	13,1%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Crescita %		n/a	-60,9%	-13,9%	-16,7%	18,6%	3,5%	3,5%	1,6%
Power Reply		-	-	(482)	(122)	-	131	276	420
% Margine		n/a	n/a	-20,8%	-5,1%	0,0%	5,0%	10,0%	15,0%
Crescita %		n/a	n/a	n/a	-74,7%	-100,0%	n/a	110,2%	52,4%
Syskoplan Reply BI		1.457	1.174	483	706	804	940	1.083	1.101
% Margine		20,8%	16,3%	11,7%	12,5%	13,0%	14,0%	15,0%	15,0%
Crescita %		n/a	-19,4%	-58,9%	46,3%	13,8%	17,0%	15,3%	1,6%
Syskoplan Reply CRM		2.212	2.909	3.254	2.999	2.808	2.822	2.812	2.679
% Margine		22,3%	25,2%	22,6%	20,4%	18,0%	17,0%	16,0%	15,0%
Crescita %		n/a	31,5%	11,8%	-7,8%	-6,4%	0,5%	-0,3%	-4,8%
Twice Reply		-	-	(797)	17	-	-	-	-
% Margine		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Crescita %		n/a	n/a	n/a	-102,1%	-100,0%	n/a	n/a	n/a
Xpress Reply		1.488	1.862	147	520	712	809	919	933
% Margine		14,1%	18,9%	6,0%	9,9%	13,0%	14,0%	15,0%	15,0%
Crescita %		n/a	25,1%	-92,1%	254,4%	36,9%	13,6%	13,6%	1,6%
Syskoplan Reply Schweiz		157	140	-	-	-	-	-	-
% Margine		14,3%	15,8%	0,0%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Crescita %		n/a	-10,9%	-100,0%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
4brands Reply ITO		251	377	377	389	331	281	234	237
% Margine		2,9%	6,1%	7,8%	9,1%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%
Crescita %		n/a	50,2%	-0,1%	3,3%	-14,9%	-15,1%	-16,9%	1,6%
Syskoplan Reply FM		(17)	243	299	192	100	15	-	-
% Margine		-1,9%	30,8%	28,7%	19,2%	20,0%	15,0%	n/a	n/a
Crescita %		n/a	-1550,7%	23,0%	-35,7%	-47,9%	-85,0%	-100,0%	n/a
Intercompany		-	-	-	-	-	-	-	-
% Margine		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Crescita %		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Proventi da commissioni di gestione		-	-	4.035	4.590	4.682	4.775	4.871	4.870
% Margine		0,0%	0,0%	6,8%	7,6%	7,5%	7,4%	7,2%	7,1%
Crescita %		n/a	n/a	n/a	13,8%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%
Totale oneri/proventi finanziari	(6)	11	(76)	(260)	124	124	124	124	124
Incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Utile ante imposte	1.577	3.640	5.073	2.510	3.707	3.884	4.053	4.321	4.286
Incidenza su Ricavi Totali %	2,9%	6,0%	8,7%	4,2%	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,3%

L'incidenza dell'EBT sui ricavi è stata stimata in crescita dall'2,9% nel 2009 al 6,3% nell'anno terminale.

Nel 2012 Syskoplan Reply FM ha registrato l'EBT maggiore pari al 30,5% dei ricavi, seguito da Syskoplan Reply CRM pari al 23,3% dei ricavi e da Xuccess Reply pari al 22,7%.

Si stima che Xuccess Reply, 4brands reply CP, Cluster Reply, Macros Reply, Power Reply, Syskoplan Reply BI, Syskoplan Reply CRM e Xpress Reply avranno un EBT pari al 15% dei ricavi nell'anno terminale.

Si stima che Cluster Reply, Syskoplan Reply BI e Xpress Reply avranno la crescita di EBT più consistente. Si stima che l'EBT di Xuccess Reply calerà fino all'anno terminale.

Investimenti

E' stato stimato un livello di investimenti pari all'1,5% dei ricavi lungo tutto il periodo considerato.

Ammortamenti

Il piano di ammortamento delle immobilizzazioni correnti ammonta a 639.000 euro per gli ultimi tre trimestri del 2013. Si stima un valore delle immobilizzazioni correnti dopo gli ammortamenti pari a 531.000 euro nel 2014, a 355.000 euro nel 2015 e a 142.000 euro nel 2016. Si stima che i nuovi investimenti vengano ammortizzati in 4 anni. Gli ammortamenti nell'anno terminale si prevede che si attestino all'1,5% dei ricavi.

Imposte

E' stata utilizzata un'aliquota fiscale fornita dal management che varia dal 30,0% al 30,4%.

Capitale Circolante Netto ("CCN")

Nel periodo 2010 – 2012 il capitale circolante netto, inclusa la cassa operativa, si è attestato in un range dall'11,3% al 19,4% dei ricavi. In base alla nostra comprensione il livello di cassa operativa è pari a circa 3,5 milioni di euro alla data di valutazione. In ogni caso tale ammontare è generalmente superiore alla fine dell'anno; pertanto abbiamo assunto un livello di cassa operativa pari al 10,7% dei ricavi. E' stato assunto un livello di CCN (incluso la cassa operativa) pari all'11,2% del ricavi.

Attività nette non operative

Le attività nette non operative alla Data di Valutazione erano pari a 10,3 milioni di euro e il TFR era pari a 4,3 milioni di euro. Mentre le altre attività nette non operative erano pari a zero essendo le altre attività non operative uguali alle altre passività non operative.

Costo medio ponderato del capitale ("WACC")

Abbiamo calcolato il WACC sulla base di un campione di società comparabili con attività simili a quelle della Società. Si veda l'Allegato 4.1 per la descrizione delle società comparabili.

Risultato del metodo finanziario

Dall'applicazione del metodo finanziario risulta che il valore economico del patrimonio netto sia pari a 43,5 milioni di euro con un valore indicativo pari a 9,15 euro per azione. Il risultato del metodo finanziario porta ad un valore del multiplo implicito dell'EBITDA pari a 8,2x, 6,9x e 6,6x rispettivamente per gli anni 2012, 2013 e 2014.

Metodo dei Multipli di mercato

Analisi del valore di mercato delle azioni

In base alla sentenza della Corte Federale Costituzionale [*Bundesverfassungsgericht*, “BVerfG”] del 27 aprile 1999⁴ il prezzo di borsa delle azioni della società da valutare deve essere confrontato con il valore per azione determinato in base al metodo dei redditi attualizzati. Sulla base della sentenza della BVerfG il prezzo di borsa corrente non può essere ignorato nella determinazione dell’ammontare da pagare per le azioni. Di conseguenza, il prezzo di borsa corrente rappresenta in generale una guida nella determinazione di un ragionevole livello minimo per il pagamento delle azioni. Ciononostante è stato chiarito nella sentenza della Suprema Corte Federale [*Bundesgerichtshof*, “BGH”] datata 12 marzo 2001 che è possibile, in circostanze eccezionali, andare sotto tale livello se il prezzo di borsa non riflette il valore di mercato dell’azione⁵. Tale sentenza afferma in maniera chiara che il prezzo di borsa non deve rappresentare il livello minimo dell’ammontare da pagare per le azioni se tale prezzo di borsa non riflette il valore di mercato. In base alla sentenza della BGH, quest’ultima fattispecie può verificarsi nel caso in cui l’azione non sia stata trattata sul mercato per un lungo periodo di tempo, oppure nel caso in cui un azionista non sia stato in grado di vendere la propria azione al prezzo di borsa a causa del basso numero di transazioni in borsa o, infine, nel caso in cui il prezzo di borsa sia stato manipolato. Nel caso di specie non vi sono i presupposti affinché ricorrano tali particolari circostanze.

In base alla sentenza della BGH datata 12 marzo 2001 di norma il prezzo di borsa deve essere utilizzato come base di calcolo per la determinazione del prezzo di riferimento fintantoché non sussistano controindicazioni e il prezzo di riferimento sia calcolato utilizzando il prezzo medio su tre mesi. Tale media trimestrale è finalizzata all’eliminazione di possibili manipolazioni e distorsioni di breve periodo. Esistono diverse opinioni in merito al fatto che il prezzo debba essere pesato sulla base dei volumi giornalieri oppure si debba utilizzare una semplice media non pesata. In base all’opinione della Corte d’Appello [*Oberlandesgericht* “OLG”] di Düsseldorf (8 novembre 2004 – I 19 W 9/03, AG 2005, p. 538, 541) deve essere utilizzata la media semplice. La OLG di Francoforte, per converso, (9 gennaio 2003 – 20 W 434/93, AG 2003, p. 581, 582) si rifà al Regolamento *Wertpapierübernahmegesetz – Angebotsverordnung*, “*WpÜG – Angebotsverordnung*” il quale afferma che nella determinazione dell’ammontare da pagare debba essere utilizzata la media del prezzo di borsa pesata con i volumi in base al par. 1 e 3 del *WpÜG – Angebotsverordnung*.

In base all’orientamento prevalente su tale argomento (Wilm, NZG 2000, p. 239; Bungert, BB 2001, p. 1165; Meilicke/Heidel, DB 2001, p. 974; Beckmann, WPg 2004, p. 624; Krieger, BB 2002, p. 56; Grossfeld, *Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht*, quarta ed., 2002, p. 196; Hüffer, AktG, sesta ed., 2004, par. 305, nota 24e; Krieger, *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrecht*, vol. 4 *Aktiengesellschaft*, seconda edizione, 1999, par. 70 nota 106; Koppensteiner, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. 6, terza ed., 2004, par. 305, nota 104; Gude, *Strukturänderungen und Unternehmensbewertung zum Börsenkurs*, 2004, p.387; Emmerich/Habersack, *Aktien- und GmbH-Konzernrecht*, quarta ed. 2005, par.

⁴ N. I BvR 1805/94

⁵ N. II ZB 15/00

305, nota 47c; Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, *Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs*, 2005, p.38), il periodo di riferimento termina con la data di divulgazione delle offerte di acquisto o degli interventi sull'assetto del gruppo (District Court [*Landesgericht*, "LG"] Francoforte, 6 febbraio 2002 – 3/3 O 150/94; AG 2002, p. 358, 360). Tale opinione si trova anche nel par. 5.1 del Regolamento d'Offerta della WpÜG, il quale afferma che, in caso di offerta di acquisto, il pagamento offerto per il titolo della società oggetto di acquisizione debba corrispondere almeno al prezzo medio di borsa degli ultimi tre mesi prima della divulgazione della decisione di emettere l'offerta di acquisto stessa.

Malgrado i dubbi di natura giuridica, attualmente diverse Corti di Giustizia hanno seguito la pronuncia emessa dalla BGH a partire dal 2001 (OLG Düsseldorf, 31 gennaio 2003 – 19 W 9/00, AG 2003, p.329, 331; OLG Amburgo, 7 agosto 2002 – 12 W 12/01, AG 2003, p. 583, 584). Il principio della data effettiva e della "libertà nella decisione di cedere" deve avere la precedenza su ogni dubbio riguardante la possibilità che il prezzo di borsa possa essere influenzato da speculazioni effettuate da coloro che riceveranno il pagamento una volta reso noto che verranno effettuate delle azioni sull'assetto societario e pertanto che il prezzo potrà non rispecchiare l'andamento normale delle contrattazioni di borsa.

Continuano comunque a sussistere dubbi se le precedenti sentenze sulla stretta osservanza del periodo di riferimento sulla base della data effettiva della modifica dell'assetto societario, tengano in adeguata considerazione il comportamento degli operatori di mercato dopo la sentenza della BVerfG nel 1999.

In un sempre maggior numero di casi giudiziari si è osservato uno spostamento verso la questione della data effettiva. La Corte di Berlino (Kammergericht) ha esaminato la questione in maniera estensiva e nella sua sentenza del 16 ottobre 2006 (2 W 148/01 ZIO 2007, p. 75) conclude nel ritenere che il prezzo da utilizzare sia quello che si riferisce al periodo che precede la divulgazione delle modifiche dell'assetto societario. Non vi sono obiezioni costituzionali nell'utilizzo di un prezzo medio risalente ad un periodo antecedente la divulgazione delle modifiche all'assetto societario (si veda la sentenza della Corte Costituzionale tedesca (BVerfG) del 29 novembre 2006 (1BvR 704/03 ZIP 2007, p. 175, la quale afferma che "ci sono buone ragioni nel sostenere in giurisprudenza la tesi secondo la quale debba essere utilizzato un prezzo medio riferito ad un periodo antecedente la divulgazione delle modifiche all'assetto societario"). Anche la Corte d'Appello (OLG) di Stoccarda nel suo ordine di rinvio datato 16 febbraio 2007⁶ alla Suprema Corte Federale e nelle sue pronunce a partire dal 14 febbraio 2008⁷ è giunta alla conclusione che il periodo di riferimento per la determinazione del prezzo utile alla definizione dell'importo minimo da pagare in base al par. 327b sez. 1 AktG, non debba essere costituito dai tre mesi prima dell'assemblea degli azionisti, bensì piuttosto debba essere considerato il periodo di tre mesi antecedenti la divulgazione delle modifiche dell'assetto societario.

Da un punto di vista strettamente economico e assumendo una stretta interpretazione dei requisiti posti su tale periodo di riferimento dalla Corte Costituzionale tedesca, essendo un periodo di tempo non distorto e comparabile, e, se si condivide la tesi sostenuta dalla Corte d'Appello di Stoccarda, allora il periodo di riferimento per la determinazione del prezzo

⁶ AktZ. 20 W 6/06, NGZ 2007, p. 302

⁷ AktZ. 20 W 9/06, 20 W 11/06

dovrebbe essere il periodo di tre mesi che precede la data in cui le misure vengono rese pubbliche, dal momento che l'esperienza insegna che quando vengono divulgate le modifiche dell'assetto societario si ha un impatto considerevole sul prezzo del titolo azionario. L'esperienza insegna che, il corso del titolo azionario dopo la divulgazione di tali iniziative, non riflette più una situazione lineare delle contrattazioni scevra di effetti distorsivi e quindi non riflette più i fondamentali attesi utili alla determinazione del valore dell'azienda. Per tale ragione riteniamo che, per determinare il prezzo di riferimento, seguendo la giurisprudenza prevalente e i casi giudiziari più recenti, si debba utilizzare il periodo di tre mesi che precede la data in cui viene divulgata la notizia della fusione transnazionale.

La nostra posizione si basa sulla pronuncia della legislazione, la quale nel par. 5 WpÜG-AngebotsVO8 definisce, ai fini della determinazione del prezzo minimo per l'acquisizione e per le offerte di acquisto obbligatorie, che si debba utilizzare il periodo di tre mesi antecedenti la divulgazione delle modifiche dell'assetto societario.

L'Autorità federale tedesca di controllo finanziario (di seguito "BaFin") fornisce i prezzi minimi in base ai regolamenti del par. 5 sez. 3 del WpÜG-Angebotsverordnung, sulla base delle transazioni registrate secondo il par. 9 WpHG. Il prezzo di riferimento per il titolo Reply Deutschland è pari a 10,95 euro, quale prezzo medio ponderato (in base ai volumi) del periodo di tre mesi che precedono l'annuncio della fusione transnazionale, ossia il 14 dicembre 2012.

Se tale prezzo, determinato sulla base del par. 31 sez. 7 WpÜG, in accordo con il par. 5 sez. 3 WpÜG-AngebotsVO, eccede il valore economico del patrimonio netto per azione di Reply Deutschland, quest'ultimo, in base alla giurisprudenza prevalente, deve essere assunto quale valore minimo per il calcolo dell'ammontare dovuto in base al par. 305 AktG.

Valutazione con i multipli di mercato

La prassi valutativa ha individuato il cosiddetto metodo dei multipli di mercato in aggiunta ai metodi che si basano sui flussi o sui redditi scontati. Tale metodo di valutazione orientato al mercato segue il principio della valutazione basata sui redditi così come il metodo dei flussi di reddito scontati, ma in questo caso il valore economico della società viene determinato in maniera semplificata applicando un multiplo ad una grandezza del conto economico. Il metodo dei multipli si basa sull'utilizzo di multipli di grandezze economiche calcolati attraverso i dati di società comparabili quotate in borsa, tali multipli vengono successivamente applicati alla corrispondente grandezza economica della società da valutare per determinare il valore dell'azienda.

Al fine di verificare la congruità del valore economico del patrimonio netto di Reply Deutschland calcolato attraverso i principi economici, abbiamo considerato i prezzi di mercato e i multipli di società comparabili (peer group companies).

Di norma il campione di società comparabili utilizzato per il calcolo dei multipli di mercato corrisponde a quello utilizzato per il calcolo del Beta.

Calcolo dei multipli di mercato e del range di valori

Per il calcolo dei multipli abbiamo utilizzato i dati delle società comparabili individuate e le stime degli analisti finanziari per l'EBITDA e l'EBIT di tali società relative ai multipli LTM e 2013, dati ricavabili dal fornitore di servizi finanziari Capital IQ. Il valore di mercato del capitale investito operativo delle società comparabili è stato calcolato utilizzando la capitalizzazione di mercato a cui sono stati aggiunti i debiti finanziari e il patrimonio netto di terzi e sottratta la cassa disponibile e le attività nette non operative.

La tabella seguente rappresenta i multipli delle società comparabili.

Metodo dei multipli di mercato				
Società comparabili	MVIC/EBITDA -	MVIC/EBITDA -	MVIC/EBIT -	MVIC/EBIT -
	LTM	2013 Stima	LTM	2013 Stima
Comparabili grandi dimensioni				
Atos S.A.	5,2x	4,7x	8,2x	7,4x
Cap Gemini S.A.	5,4x	5,1x	7,0x	6,6x
Accenture plc	10,3x	9,1x	11,2x	10,5x
Computer Science Corporation	5,2x	4,8x	13,1x	10,2x
Comparabili piccole dimensioni				
Engineering Ingegneria informatica SpA	5,5x	4,7x	6,9x	6,0x
Tieto Oyj	5,4x	5,1x	8,5x	8,1x
Prodware	2,5x	2,1x	3,2x	3,0x
Reply S.p.A.	5,4x	4,9x	5,8x	5,5x
Reply Deutschland AG	11,6x	9,7x	15,4x	11,9x
Groupe Steria SCA	3,7x	2,9x	5,2x	4,1x
RealTech AG	12,1x	7,2x	NMF	13,8x
GFI Informatique S.A.	5,3x	4,7x	6,6x	5,9x
Sopra Group	10,2x	9,2x	11,4x	10,6x
itelligence AG	11,9x	8,9x	19,0x	13,9x
Multipli selezionati				
Range	da 2,5x a 12,1x	da 2,1x a 9,7x	da 3,2x a 19,0x	da 3,0x a 13,9x
Mediana	5,4x	5,0x	8,2x	7,8x
Media	7,1x	5,9x	9,3x	8,4x
Multiplo selezionato				
Media	7,1x	5,9x	9,3x	8,4x
Risultati finanziari Reply AG				
Risultati finanziari Reply AG	3.699	4.403	2.770	3.583
Moltiplicato per: Multiplo selezionato	7,1x	5,9x	9,3x	8,4x
Valore di mercato operativo del capitale investito	26.313	26.137	25.895	30.093
+ Liquidità in eccesso	9.000	9.000	9.000	9.000
+ Attività non operative nette (escl. TFR e attività finanziarie)	-	-	-	-
- Patrimonio netto di terzi	(1.979)	(1.979)	(1.979)	(1.979)
+ Attività finanziarie	10.333	10.333	10.333	10.333
- TFR	(4.299)	(4.299)	(4.299)	(4.299)
Patrimonio netto totale	39.368	39.192	38.949	43.148
Numero totale di azioni in circolazione				
Numero totale di azioni in circolazione	4.751	4.751	4.751	4.751
Valore per azione	8,29	8,25	8,2	9,08
Valore per azione medio	8,45			

Attraverso i multipli dell'EBITDA e dell'EBIT è stato determinato prima il valore di mercato del capitale investito operativo di Reply Deutschland e quindi il valore economico del patrimonio netto tenendo in considerazione il valore della cassa in eccesso, delle partecipazioni e delle attività finanziarie, del TFR e delle altre attività finanziarie nette.

Con riferimento ai multipli di mercato è stata utilizzata la media dei multipli MVIC/EBITDA LTM pari a 7,1x, MVIC/EBITDA 2013E pari a 5,9x, la media dei multipli MVIC/EBIT LTM pari a 9,3x e MVIC/EBIT 2013E pari a 8,4x. Nell'applicazione della metodologia comparativa dei multipli di mercato è stato determinato un valore economico del patrimonio netto che si colloca in un range di valori tra 38,9 e 43,1 milioni di euro, che equivale ad un range di valori pari a 8,20 euro e 9,08 euro per azione.

Pagamento in contanti in base al par. 305 AktG

Secondo quanto previsto dal par. 305 AktG un domination agreement o un accordo di trasferimento dei risultati deve contenere l'obbligo da parte della società controllante di acquistare le azioni ad un prezzo prefissato nell'accordo stesso a fronte di un pagamento in contanti, come detto in precedenza tale pagamento ammonta a 8,19 euro per azione. In base alla giurisprudenza della BVerfG il prezzo di borsa costituisce un (altro) limite inferiore per il pagamento dell'azione. Il valore di 10,95 euro per azione rappresenta il valore medio ponderato (in base ai volumi) del titolo negli ultimi tre mesi precedenti l'annuncio della fusione transnazionale effettuato in data 14 dicembre 2012 fornito da Bafin.

Dividendo garantito in base al par. 304 AktG

Sulla base del par. 304 AktG un domination agreement o un accordo di trasferimento dei risultati deve prevedere il pagamento di un dividendo garantito in proporzione alle azioni possedute. Tale dividendo in base al par. 304 par. 2 sentenza 1 AktG deve essere garantito almeno nella misura di un dividendo annuale ragionevolmente distribuibile sulla base degli utili passati e alle prospettive future tenendo in considerazione un livello ragionevole di ammortamenti e svalutazioni, ma escludendo l'accantonamento di nuove riserve di utili.

Il ragionevole dividendo garantito in base al par. 304 AktG ammonta a 0,53 euro per azione (prima delle tasse e del contributo di solidarietà a carico della Società). Tale ammontare è stato calcolato utilizzando l'importo di 0,08 euro per azione che grava sui profitti aziendali in Germania in base alla legislazione fiscale tedesca. L'aliquota fiscale tedesca al momento della conclusione dell'accordo, incluso il contributo di solidarietà, è pari a 15,825%; in considerazione di un'aliquota fiscale sul reddito delle società inalterata pari al 15% e di un contributo di solidarietà del 5,5% l'ammontare totale da pagare è pari a 0,45 euro per azione.

Metodo IDW S1

Valore dei redditi attualizzati

Sulla base dei redditi del gruppo Reply Deutschland ed utilizzando un tasso di sconto del capitale proprio, il valore attuale dei redditi di Reply Deutschland al 31 marzo 2013 è riassunto nella seguente tabella:

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2014E	2015E	2016E	Terminale
Ricavi totali	55.050	60.174	58.521	59.225	60.644	45.638	62.625	64.837	67.378	68.389
Crescita %		9,3%	-2,7%	1,2%	2,4%		3,3%	3,5%	3,9%	1,5%
Utile ante imposte (ante proventi finanziari)	1.577	3.629	5.073	2.510	3.583	2.555	3.759	3.929	4.197	4.162
Incidenza su Ricavi Totali %	2,9%	6,0%	8,7%	4,2%	5,9%	5,6%	6,0%	6,1%	6,2%	6,1%
Imposte	(1.099)	(1.391)	(1.028)	(764)	(1.075)	(766)	(1.135)	(1.191)	(1.276)	(1.265)
Aliquota fiscale	-69,7%	-38,3%	-20,3%	30,4%	30,0%	30,0%	30,2%	30,3%	30,4%	30,4%
Utile dopo le imposte di gruppo	478	2.238	4.045	1.746	2.508	1.788	2.624	2.739	2.921	2.897
Incidenza su Ricavi Totali %	0,9%	3,7%	6,9%	2,9%	4,1%	3,9%	4,2%	4,2%	4,3%	4,2%
Utile di terzi					(211)	(158)	(198)	(190)	(187)	(189)
Incidenza su Ricavi Totali %					-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Utile dopo le imposte	478	2.238	4.045	1.746	2.297	1.630	2.426	2.549	2.734	2.708
Incidenza su Ricavi Totali %	0,9%	3,7%	6,9%	2,9%	3,8%	3,6%	3,9%	3,9%	4,1%	4,0%
Utile non distribuito					76	(1.234)	299	328	370	297
Dividendi distribuiti					2.221	2.864	2.127	2.221	2.364	2.411
Tasso di ritenzione operativo					3,3%	-75,7%	12,3%	12,9%	13,5%	11,0%
Tasso di distribuzione dei dividendi previsto					96,7%	175,7%	87,7%	87,1%	86,5%	89,0%
Dividendi distribuiti ipotizzati					2.221	2.864	2.127	2.221	2.364	1.354
Dividendi se il tasso fosse del 50%						815	1.213	1.274	1.367	
Dividendi straordinari ipotizzati (sulla base dell'eccesso di cassa)						2.049	914	947	997	-
Aliquota fiscale su dividendi					25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Imposta di solidarietà					5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Aliquota fiscale su dividendi comprensiva dell'Imposta di solidarietà					26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%
Imposte sui dividendi					(586)	(755)	(561)	(586)	(624)	(357)
Incidenza su Ricavi Totali %					-1,0%	-1,7%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,5%
Dividendi distribuiti dopo le imposte personali					1.635	2.109	1.566	1.635	1.741	997
Utile non distribuito ipotizzato					-	-	-	-	-	1056,90
Aliquota fiscale plusvalenze					12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Imposta di solidarietà					5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Aliquota fiscale plusvalenze comprensiva dell'Imposta di solidarietà					13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
Imposte su plusvalenze					-	-	-	-	-	(139)
Incidenza su Ricavi Totali %					0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,2%
Utile non distribuito ipotizzato dopo le imposte personali					-	-	-	-	-	918
Redditi disponibili dopo le imposte personali					1.635	2.109	1.566	1.635	1.741	1.914
Incidenza su Ricavi Totali %					2,7%	4,6%	2,5%	2,5%	2,6%	2,8%
Periodo parziale						0.750	1.750	2.750	3.750	
Fattore di attualizzazione @ 7,0%						0,950	0,888	0,830	0,775	
Valore attuale dei redditi disponibili						2.004	1.391	1.357	1.349	
Somma dei valori attuali dei redditi disponibili						6.101	18,5%			
Valore attuale del valore terminale (1)						26.832	81,5%			
Valore attuale dei redditi						32.932	100,0%			
Attività nette non operative (escl. TFR e attività finanziarie)						-				
Attività finanziarie						10.333				
TFR						(4.299)				
Liquidità in eccesso						9.000				
Imposte sulla liquidità in eccesso						(2.173)				
Valore economico del patrimonio netto						45.793				
Numero di azioni in circolazione						4.751				
Valore economico del patrimonio netto per azione						9,64				

Con riferimento ai dati previsionali è stato assunto, in prima istanza, un tasso di distribuzione dei dividendi pari al 50%. Tale tasso si basa sulle osservazioni di società comparabili. Ciononostante, in considerazione del fatto che Reply Deutschland ha prodotto un livello relativamente alto di redditi nel periodo di previsione, il tasso effettivo di distribuzione dei

dividendi può essere superiore al 50%. Per tale ragione, durante il periodo di proiezione dei dati, abbiamo considerato un tasso di distribuzione dei dividendi potenziale più vicino al 100% con un effetto positivo sul valore.

Nel periodo terminale le riserve di utili – visto che non sono necessarie per finanziare la crescita futura – e quindi l'incremento di valore può essere attribuito fittiziamente direttamente agli azionisti che, in ultima istanza, ne beneficeranno, per semplicità sono state direttamente attribuite agli azionisti come incremento del valore delle loro azioni.

Si è ipotizzato di tassare i dividendi in base all'aliquota nominale corrente del 25% oltre al contributo di solidarietà. Il carico fiscale sull'incremento di valore derivante dalla distribuzione delle riserve di utili è stato ipotizzato pari al 12,5% (metà dell'aliquota nominale) oltre al contributo di solidarietà pari al 5,5%, ritenuto congruo in considerazione del fatto che tali titoli sono destinati ad essere detenuti per un lungo periodo di tempo.

L'assunzione secondo la quale gli utili non saranno distribuiti nel periodo terminale (dal 2017) nella misura del tasso di crescita al termine del periodo di previsione esplicita dei flussi, perché destinati alla crescita, riflette il fatto che la crescita dello stato patrimoniale debba essere finanziata dalla crescita di lungo periodo del conto economico. La quota parte degli utili non distribuiti necessari alla crescita non deve pertanto essere attribuita all'incremento di valore direttamente destinato agli azionisti.

Il reddito netto risultante dall'attribuzione degli utili non distribuiti e dalla distribuzione degli utili (al netto delle imposte) è stato capitalizzato utilizzando il tasso di sconto.

Imposte

Le imposte sul reddito della società sono le imposte sul commercio, le imposte sul reddito delle società e il contributo di solidarietà. In deroga ai principi IFRS sono state effettuate delle proiezioni relative al pagamento delle imposte, ossia senza considerare le imposte differite. Di conseguenza il beneficio fiscale del riporto a nuovo delle perdite e delle ulteriori svalutazioni riconosciute fiscalmente si è manifestato direttamente sugli utili dell'anno.

Nella determinazione della base imponibile e delle imposte sono stati considerati tutti gli scostamenti sostanziali fra i principi IFRS e la legislazione fiscale nella stima dell'aliquota fiscale.

Redditi sostenibili

I redditi sostenibili sono stati calcolati considerando lo sviluppo della società previsto nelle proiezioni e le previsioni di mercato.

I redditi sostenibili sono stati determinati sulla base dell'ultimo anno di previsione esplicita nel 2012 e del margine atteso di Reply Deutschland.

Abbiamo confermato la congruità del margine atteso attraverso un'analisi di benchmark. Il margine atteso nel 2016 si colloca all'interno di un range di valori osservato nel benchmark e pertanto rappresenta una stima ragionevole di margine medio atteso.

Con l'eccezione del reddito netto contabile e del reddito fiscale, il conto economico è stato proiettato utilizzando il tasso di crescita usato da Reply Deutschland.

Analogamente alla fase di proiezioni esplicite, il reddito netto contabile per il periodo terminale è stato calcolato sulla base delle proiezioni dello stato patrimoniale e dei flussi di cassa attesi.

Valore economico

Il valore economico del patrimonio netto di Reply Deutschland è stato così determinato.

Valore economico del patrimonio netto al 31 marzo 2013

migliaia di euro

Valore attuale dei redditi	32.932
Liquidità in eccesso	9.000
Imposte sulla liquidità in eccesso	(2.173)
Attività finanziarie	10.333
TFR	(4.299)
Attività nette non operative (escl. TFR e attività finanziarie)	-
Valore economico del patrimonio netto	45.793
Numero di azioni in circolazione	4.751
Valore economico del patrimonio netto per azione	9,64

Al 31 marzo 2013 il valore economico del patrimonio netto di Reply Deutschland risulta pari a 45,8 milioni di euro.

Il capitale sociale nominale di Reply Deutschland è suddiviso in 4.751.000 azioni al 31 marzo 2013. Il valore implicito per azione di Reply Deutschland è pari a 9,64 euro.

In considerazione del fatto che l'assemblea degli azionisti di Reply Deutschland, che approverà la transazione proposta, si terrà in data 18 luglio 2013, abbiamo calcolato il valore economico del patrimonio netto della Società a tale data; tale valore è stato stimato pari a 46,7 milioni di euro, pari ad un valore indicativo di 9,84 euro per azione, utilizzando un tasso di sconto del 7,03% per capitalizzare il valore al 18 luglio 2013.

Considerazioni finali

I risultati della nostra analisi sul valore economico del patrimonio netto di Reply Deutschland al 31 marzo 2013 possono essere di seguito riassunti:

- Il valore economico del patrimonio netto di Reply Deutschland calcolato in base al metodo finanziario utilizzato a livello internazionale risulta pari a 43,5 milioni di euro. Il valore per azione è pari a 9,15 euro.
- In base al metodo dei multipli di mercato il valore economico del patrimonio netto di Reply Deutschland si colloca all'interno di un range di valori pari a 38,9 e 43,1 milioni di euro equivalente ad un range di valori pari a 8,20 e 9,08 euro per azione.

- In base al metodo IDW S1, il valore economico del patrimonio netto di Reply Deutschland al 31 marzo 2013 è pari a circa 45,8 milioni di euro equivalente a 9,64 euro per azione. Il valore implicito per azione al 18 luglio 2013 sarà pertanto pari a 9,84.
- Nel caso in cui venisse risolto il Domination Agreement, gli azionisti di minoranza avrebbero il diritto di vendere le loro azioni della Società a Reply S.p.A. in cambio del pagamento di un prezzo pari a 8,19 euro per azione (“Exit Consideration”). I termini di tale diritto sono validi per 2 mesi dalla data di risoluzione dell’accordo stesso.
- Infine, il cosiddetto prezzo di riferimento per il titolo Reply Deutschland è pari a 10,95 euro, essendo tale prezzo il valore medio ponderato (sulla base dei volumi) del titolo negli ultimi 3 mesi precedenti l’annuncio della fusione transnazionale avvenuto in data 14 dicembre 2012.

Allegati

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2014E	2015E	2016E	Terminale
Ricavi Totali	55.050	60.174	58.521	59.225	60.644	45.638	62.625	64.837	67.378	68.389
Crescita %		9,3%	-2,7%	1,2%	2,4%		3,3%	3,5%	3,9%	1,5%
Costo del venduto	(40.409)	(42.620)	(41.969)	(46.093)	(46.593)	(35.064)	(48.115)	(49.814)	(51.767)	(52.543)
Incidenza su Ricavi Totali %	-73,4%	-70,8%	-71,7%	-77,8%	-76,8%	-76,8%	-76,8%	-76,8%	-76,8%	-76,8%
Margine Lordo	14.641	17.554	16.552	13.132	14.051	10.574	14.510	15.023	15.611	15.846
Incidenza su Ricavi Totali %	26,6%	29,2%	28,3%	22,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%
Costi operativi totali	(11.434)	(12.258)	(10.453)	(9.433)	(9.648)	(7.261)	(9.903)	(10.204)	(10.513)	(10.720)
Incidenza su Ricavi Totali %	-20,8%	-20,4%	-17,9%	-15,9%	-15,9%	-15,9%	-15,8%	-15,7%	-15,6%	-15,7%
EBITDA	3.207	5.296	6.099	3.699	4.403	3.313	4.607	4.819	5.098	5.126
Incidenza su Ricavi Totali %	5,8%	8,8%	10,4%	6,2%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,6%	7,5%
Ammortamenti materiali	(1.272)	(1.431)	(871)	(873)	(736)	(716)	(790)	(833)	(846)	(912)
Incidenza su Ricavi Totali %	-2,3%	-2,4%	-1,5%	-1,5%	-1,2%	-1,6%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%
Ammortamenti immateriali	(352)	(236)	(79)	(56)	(84)	(63)	(84)	(84)	(84)	(81)
Incidenza su Ricavi Totali %	-0,6%	-0,4%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Ammortamenti materiali e immateriali	(1.624)	(1.667)	(950)	(929)	(820)	(779)	(874)	(917)	(930)	(993)
Incidenza su Ricavi Totali %	-3,0%	-2,8%	-1,6%	-1,6%	-1,4%	-1,7%	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,5%
Interessi sulla cassa operativa						20	26	27	28	29
Euribor a 3 mesi						0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%
EBIT	1.583	3.629	5.149	2.770	3.583	2.555	3.759	3.929	4.197	4.162
Incidenza su Ricavi Totali %	2,9%	6,0%	8,8%	4,7%	5,9%	5,6%	6,0%	6,1%	6,2%	6,1%
Proventi/(Oneri) finanziari netti	-6	11	-76	-260	124	93	124	124	124	124
Incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Risultato Ante Imposte	1.577	3.640	5.073	2.510	3.707	2.648	3.884	4.053	4.321	4.286
Incidenza su Ricavi Totali %	2,9%	6,0%	8,7%	4,2%	6,1%	5,8%	6,2%	6,3%	6,4%	6,3%
Proventi/(oneri) finanziari	6	-11	76	260	-124	-93	-124	-124	-124	(124)
Incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	0,0%	0,1%	0,4%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
EBIT	1.583	3.629	5.149	2.770	3.583	2.555	3.759	3.929	4.197	4.162
Incidenza su Ricavi Totali %	2,9%	6,0%	8,8%	4,7%	5,9%	5,6%	6,0%	6,1%	6,2%	6,1%
Imposte	(507)	(1.161)	(1.648)	(843)	(1.075)	(766)	(1.135)	(1.191)	(1.276)	(1.265)
Aliquota fiscale	32,0%	32,0%	32,0%	30,4%	30,0%	30,0%	30,2%	30,3%	30,4%	30,4%
NOPAT	1.076	2.468	3.501	1.927	2.508	1.788	2.624	2.739	2.921	2.897
Incidenza su Ricavi Totali %	2,0%	4,1%	6,0%	3,3%	4,1%	3,9%	4,2%	4,2%	4,3%	4,2%
Aggiustamenti flussi di cassa										
Ammortamenti	1.624	1.667	950	929	820	779	874	917	930	993
Incidenza su Ricavi Totali %	3,0%	2,8%	1,6%	1,6%	1,4%	1,7%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%
Investimenti	(912)	(453)	(492)	(1.085)	(910)	(682)	(939)	(973)	(1.011)	(1.026)
Incidenza su Ricavi Totali %	-1,7%	-0,8%	-0,8%	-1,8%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%
Capitale Circolante Netto (2)		11.654	7.853	6.689	6.675	7.813	6.909	7.181	7.469	7.636
Incidenza su Ricavi Totali %		19,4%	13,4%	11,3%	11,0%	12,8%	11,0%	11,1%	11,1%	11,2%
Investimenti Capitale Circolante Netto			3.801	1.164	14	1.138	(234)	(272)	(289)	(167)
Totale Aggiustamenti flussi di cassa			4.259	1.008	(76)	1.234	(299)	(328)	(370)	(199)
Incidenza su Ricavi Totali %			7,3%	1,7%	-0,1%	2,7%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,3%
Flusso di cassa disponibile			7.760	2.935	2.432	3.023	2.325	2.411	2.551	2.697
Incidenza su Ricavi Totali %			13,3%	5,0%	4,0%	6,6%	3,7%	3,7%	3,8%	3,9%
Periodo Parziale					0.750	1.000	1.000	1.000		
Fattore Mid-Year (3)					0,375	1,250	2,250	3,250		
Fattore di attualizzazione @ 10,5%					0,96	0,883	0,799	0,723		
Valore attuale del flusso di cassa disponibile					2.912	2.053	1.926	1.844		
Somma dei valori attualizzati flussi di cassa					8.734	24,0%				
Valore attuale del valore terminale (4)					21.663	59,5%				
Valore aziendale					30.397	83,4%				
Attività nette non operative (escl. TFR e attività finanziarie)					-	0,0%				
Attività finanziarie					10.333	28,4%				
TFR					(4.299)	-11,8%				
Valore aziendale rettificato					36.431	100,0%				
Liquidità in eccesso					9.000					
Imposte sulla liquidità in eccesso					-					
Patrimonio netto di terzi					(1.979)					
Valore economico del patrimonio netto					43.452					
Numero di azioni					4.751					
Valore economico del patrimonio netto per azione					9,15					
Valore di mercato per azione al 31 marzo 2013					12,49					
Capitalizzazione al 31 marzo 2013					59.311					

	2012	2013	2014
Flusso di cassa residuo	2.697		
Tasso di sconto (k)	10,5%		
Tasso di crescita di lungo periodo (g)	1,5%		
Tasso di capitalizzazione (k-g)	9,0%		
Valore residuo	29.967		
Fattore di attualizzazione	0,723		
Valore attuale del valore residuo	21.663		
		Anno terminale	
Valore terminale/Ricavi		0,4x	
Valore terminale/EBITDA		5,8x	
Valore terminale/EBIT		7,2x	

Notes

- (1) Valori positivi rappresentano flussi di cassa in entrata. Valori negativi rappresentano flussi di cassa in uscita.
(2) Il capitale circolante netto al primo trimestre 2013 rappresenta il capitale circolante netto alla Data di Valutazione.
(3) Il periodo di attualizzazione utilizza la cosiddetta "mid-year" convention ossia ipotizza che il flusso venga generato linearmente in ogni periodo e quindi si assume il momento intermedio
(4) Calcolato utilizzando il Modello di Gordon. Si veda il box in fondo per il calcolo. Si assume che il flusso di cassa residuo cresca in perpetuità ad un tasso di crescita costante.
Il valore terminale è calcolato come rapporto tra il flusso di cassa residuo e il tasso di capitalizzazione (k-g)
Il valore residuale risultante è infine attualizzato alla Data di Valutazione.

Reply Deutschland AG

Allegato 2.1

Valutazione del valore economico del patrimonio netto
al 31 marzo 2013
Metodo dei multipli di mercato
migliaia di euro (dove non previsto diversamente)

Bozza
Redatta ai soli fini di discussione

Metodo dei multipli di mercato

Società comparabili	MVIC/EBITDA -	MVIC/EBITDA -	MVIC/EBIT -	MVIC/EBIT -
	LTM	2013 Stima	LTM	2013 Stima
Comparabili grandi dimensioni				
Atos S.A.	5,2x	4,7x	8,2x	7,4x
Cap Gemini S.A.	5,4x	5,1x	7,0x	6,6x
Accenture plc	10,3x	9,1x	11,2x	10,5x
Computer Science Corporation	5,2x	4,8x	13,1x	10,2x
Comparabili piccole dimensioni				
Engineering Ingegneria informatica SpA	5,5x	4,7x	6,9x	6,0x
Tieto Oyj	5,4x	5,1x	8,5x	8,1x
Prodware	2,5x	2,1x	3,2x	3,0x
Reply S.p.A.	5,4x	4,9x	5,8x	5,5x
Reply Deutschland AG	11,6x	9,7x	15,4x	11,9x
Groupe Steria SCA	3,7x	2,9x	5,2x	4,1x
RealTech AG	12,1x	7,2x	NMF	13,8x
GFI Informatique S.A.	5,3x	4,7x	6,6x	5,9x
Sopra Group	10,2x	9,2x	11,4x	10,6x
itelligence AG	11,9x	8,9x	19,0x	13,9x
Multipli selezionati				
Range	da 2,5x a 12,1x	da 2,1x a 9,7x	da 3,2x a 19,0x	da 3,0x a 13,9x
Mediana	5,4x	5,0x	8,2x	7,8x
Media	7,1x	5,9x	9,3x	8,4x
Multiplo selezionato				
Media	7,1x	5,9x	9,3x	8,4x
Risultati finanziari Reply AG				
Risultati finanziari Reply AG	3.699	4.403	2.770	3.583
Moltiplicato per: Multiplo selezionato	7,1x	5,9x	9,3x	8,4x
Valore di mercato operativo del capitale investito (MVIC operativo)	26.313	26.137	25.895	30.093
+ Liquidità in eccesso	9.000	9.000	9.000	9.000
+ Attività nette non operative (escl. TFR e attività finanziarie)	-	-	-	-
- Patrimonio netto di terzi	(1.979)	(1.979)	(1.979)	(1.979)
+ Attività finanziarie	10.333	10.333	10.333	10.333
- TFR	(4.299)	(4.299)	(4.299)	(4.299)
Valore economico del patrimonio netto	39.368	39.192	38.949	43.148
Numero totale di azioni in circolazione	4.751	4.751	4.751	4.751
Valore economico del patrimonio netto per azione	8,29	8,25	8,2	9,08
Valore economico del patrimonio netto per azione medio	8,45			

Reply Deutschland AG

Allegato 3.1

Valutazione del valore economico del patrimonio netto
al 31 marzo 2013
Metodo IDW S1
migliaia di euro (dove non previsto diversamente)

Bozza
Redatta ai soli fini di discussione

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2014E	2015E	2016E	Terminale
Ricavi totali	55.050	60.174	58.521	59.225	60.644	45.638	62.625	64.837	67.378	68.389
Crescita %		9,3%	-2,7%	1,2%	2,4%		3,3%	3,5%	3,9%	1,5%
Utile ante imposte (ante proventi finanziari)	1.577	3.629	5.073	2.510	3.583	2.555	3.759	3.929	4.197	4.162
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	2,9%	6,0%	8,7%	4,2%	5,9%	5,6%	6,0%	6,1%	6,2%	6,1%
Imposte	(1.099)	(1.391)	(1.028)	(764)	(1.075)	(766)	(1.135)	(1.191)	(1.276)	(1.265)
<i>Aliquota fiscale</i>	-69,7%	-38,3%	-20,3%	30,4%	30,0%	30,0%	30,2%	30,3%	30,4%	30,4%
Utile dopo le imposte di gruppo	478	2.238	4.045	1.746	2.508	1.788	2.624	2.739	2.921	2.897
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	0,9%	3,7%	6,9%	2,9%	4,1%	3,9%	4,2%	4,2%	4,3%	4,2%
Utile di terzi					(211)	(158)	(198)	(190)	(187)	(189)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>					-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Utile dopo le imposte	478	2.238	4.045	1.746	2.297	1.630	2.426	2.549	2.734	2.708
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	0,9%	3,7%	6,9%	2,9%	3,8%	3,6%	3,9%	3,9%	4,1%	4,0%
Utile non distribuito					76	(1.234)	299	328	370	297
Dividendi distribuiti					2.221	2.864	2.127	2.221	2.364	2.411
						2.051				
<i>Tasso di ritenzione operativo</i>					3,3%	-75,7%	12,3%	12,9%	13,5%	11,0%
<i>Tasso di distribuzione dei dividendi previsto</i>					96,7%	175,7%	87,7%	87,1%	86,5%	89,0%
					96,7%	175,7%	87,7%	87,1%	86,5%	
Dividendi distribuiti ipotizzati					2.221	2.864	2.127	2.221	2.364	1.354
Dividendi se il tasso fosse del 50%						815	1.213	1.274	1.367	
Dividendi straordinari ipotizzati (sulla base dell'eccesso di cassa)						2.049	914	947	997	-
<i>Aliquota fiscale su dividendi</i>					25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
<i>Imposta di solidarietà</i>					5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
<i>Aliquota fiscale su dividendi comprensiva dell'Imposta di solidarietà</i>					26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%
Imposte sui dividendi					(586)	(755)	(561)	(586)	(624)	(357)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>					-1,0%	-1,7%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,5%
Dividendi distribuiti dopo le imposte personali					1.635	2.109	1.566	1.635	1.741	997
Utile non distribuito ipotizzato					-	-	-	-	-	1056,90
<i>Aliquota fiscale plusvalenze</i>					12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
<i>Imposta di solidarietà</i>					5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
<i>Aliquota fiscale plusvalenze comprensiva dell'Imposta di solidarietà</i>					13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
Imposte su plusvalenze					-	-	-	-	-	(139)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>					0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,2%
Utile non distribuito ipotizzato dopo le imposte personali					-	-	-	-	-	918
Redditi disponibili dopo le imposte personali					1.635	2.109	1.566	1.635	1.741	1.914
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>					2,7%	4,6%	2,5%	2,5%	2,6%	2,8%
Periodo parziale						0.750	1.750	2.750	3.750	
Fattore di attualizzazione @ 7,0%						0.950	0.888	0.830	0.775	
Valore attuale dei redditi disponibili						2.004	1.391	1.357	1.349	
Somma dei valori attuali dei redditi disponibili						6.101	18,5%			
Valore attuale del valore terminale (1)						26.832	81,5%			
Valore attuale dei redditi						32.932	100,0%			
Attività nette non operative (escl. TFR e attività finanziarie)						-				
Attività finanziarie						10.333				
TFR						(4.299)				
Liquidità in eccesso						9.000				
Imposte sulla liquidità in eccesso						(2.173)				
Valore economico del patrimonio netto						45.793				
Numero di azioni in circolazione						4.751				
Valore economico del patrimonio netto per azione						9,64				
Valore di mercato per azione al 31 marzo 2013						12,49				
Capitalizzazione al 31 marzo 2013						59.311				

Flusso di cassa residuo	1.914
Tasso di sconto (k)	7,0%
Tasso di crescita di lungo periodo (g)	1,5%
Tasso di capitalizzazione (k-g)	5,5%
Valore residuo	34.617
Fattore di attualizzazione	0,775
Valore attuale del valore residuo	26.832

Note

- (1) Calcolato utilizzando il Modello di Gordon. Si veda il box in fondo per il calcolo. Si assume che il flusso di cassa residuo cresca in perpetuità ad un tasso di crescita costante. Il valore terminale è calcolato come rapporto tra il flusso di cassa residuo e il tasso di capitalizzazione (k-g). Il valore residuale risultante è infine attualizzato alla Data di Valutazione.

Reply Deutschland AG

Valutazione del valore economico del patrimonio netto
al 31 marzo 2013

Analisi WACC

migliaia di euro (dove non previsto diversamente)

Allegato 4.1

Bozza
Redatta ai soli fini di discussione

I. ASSUNZIONI

		3/31/2013	Fonte / Commenti
Data di valutazione		3/31/2013	
Data prezzo di borsa		3/29/2013	
Tasso privo di rischio	(Rf)	2,4%	Titoli di Stato tedeschi a 15 anni (media 441 giorni)
Premio per il rischio di mercato	(MRP)	5,0%	
Volatilità relativa	(RV)	1,00	Ricerca D&P
Premio per il rischio paese (utilizzato nel calcolo del costo del capitale)	(CRP a)	0,0%	Ricerca D&P
Premio per il rischio paese (utilizzato nel calcolo del costo del debito)	(CRP b)	0,0%	Ricerca D&P
Premio per imprese di dimensioni minori	(SSP)	3,5%	
Alfa	α	0,0%	
D/(D + E) Target		15,0%	
Spread		1,9%	Titoli di Stato tedeschi a 15 anni (media 441 giorni) - Bond società tipo BBB a 15 anni (media 441 giorni)
Tasso di debito ante imposte	(i)	4,3%	Tasso privo di rischio + Spread
Aliquota fiscale		29,5%	KPMG Corporate Tax Rate Survey 2012

II. ANALISI STRUTTURA DEL CAPITALE

Società	Paese	Valuta	Debito Totale Netto (D) (1)	Prezzo azioni ordinarie	Numero azioni x in circolazione	Valore di mercato del Patrimonio Netto (E)	Capitale		Aliquota Fiscale (f)	Beta Unlevered (2)		
							Totale (D+E)	Beta Storico 5 anni (mensile)				
Atos S.A.	France	EUR	(201,2)	53,69	85,7	4601,5	4400,3	1,49	-4,4%	-4,6%	33,3%	1,54
Cap Gemini S.A.	France	EUR	(748,0)	35,50	157,7	5599,1	4581,1	1,45	-13,4%	-15,4%	33,3%	1,59
Engineering Ingegneria Informatica SpA	Italy	EUR	37,9	30,06	12,2	366,7	404,6	0,74	10,3%	9,4%	31,4%	0,69
Tieto Oy	Finland	EUR	34,3	16,50	72	1187,2	1221,5	1,1	2,9%	2,8%	24,5%	1,08
Prodware	France	EUR	30,4	6,40	4,3	27,3	57,7	0,75	111,3%	52,7%	33,3%	0,43
Reply S.p.A.	Italy	EUR	5,9	29,80	9	268,3	274,2	0,82	2,2%	2,2%	31,4%	0,81
Reply Deutschland AG	Germany	EUR	(14,9)	12,49	4,8	59,3	44,4	0,58	-25,1%	-33,5%	29,5%	0,71
Accenture plc	Ireland	USD	(5,148,9)	75,97	650,1	49386,4	44237,5	0,81	-10,4%	-11,6%	12,5%	0,89
Computer Science Corporation	United States	USD	446,0	49,23	153,5	7556	8002	1,19	5,9%	5,6%	40,0%	1,15
Groupe Steria SCA	France	EUR	154,4	10,54	30,4	320,8	475,3	1,78	48,1%	32,5%	33,3%	1,35
ReaITech AG	Germany	EUR	(5,8)	5,48	5,4	29,5	23,7	1,31	-19,5%	-24,2%	29,5%	1,52
GFI Informatique S.A.	France	EUR	70,0	3,40	53,8	182,9	252,9	1,43	38,3%	27,7%	33,3%	1,14
Sopra Group	France	EUR	204,0	57,75	11,9	685,7	889,7	1,15	29,8%	22,9%	33,3%	0,96
itelligence AG	Germany	EUR	29,9	11,20	30	336	365,9	0,75	8,9%	8,2%	29,5%	0,71
Media Settore								1,10		5,3%		1,04
Mediana Settore								1,13		4,2%		1,02

III. ANALISI BETA RELEVATED

Beta unlevered (media)		1,04
D/E target	(3)	17,6%
Aliquota fiscale		29,5%
Beta Relevered (B) (4)		1,17

IV. CALCOLO WACC

	Tasso	Peso	WACC
Rendimento richiesto sul capitale di rischio	$[Rf + B * MRP + RV + SSP + CRP + \alpha]$	11,78% x	85,0% =
Rendimento richiesto sul capitale di debito	$[i + CRP b] * (1 - f)$	3,05% x	15,0% =
WACC finale			10,47%
WACC finale (arrotondato) (5)			10,50%

Note

(1) Il debito netto totale include include il patrimonio netto di terzi e le azioni privilegiate; il debito netto indica liquidità e investimenti a breve termine.

(2) Beta Unlevered = Beta / [1 + D/E (1-t)]

(3) Il D/E target è stato derivato dal D / (D + E); D/E target = (D/C) / (1-D/C)

(4) Beta Relevered = Beta Unlevered * [1 + D/E (1-t)]

(5) Il WACC finale è arrotondato a 50 p.p.

Reply Deutschland AG

Allegato 4.2

Valutazione del valore economico del patrimonio netto
al 31 marzo 2013

Tasso di sconto IDW S1

migliaia di euro (dove non previsto diversamente)

Bozza
Redatta ai soli fini di discussione

I. ASSUNZIONI

		Fonte / Commenti
Data di valutazione	3/31/2013	
Data prezzo di borsa	3/29/2013	
Tasso privo di rischio	(Rf)	1,8% Tasso privo di rischio al netto delle imposte personali normalizzato col metodo Svensson
Premio per il rischio di mercato	(MRP)	5,0%
D/(D + E) di Reply AG		0,0%
Aliquota fiscale		30,4%

II. ANALISI STRUTTURA DEL CAPITALE

Società	Paese	Valuta	Debito Totale Netto (D) (1)	Prezzo azioni		Numero azioni in circolazione	Valore di mercato del Patrimonio Netto (E)	Capitale		Beta Storico	Aliquota Fiscale (t)	Beta Unlevered (2)
				+ Prezzi ordinari	x			= Totale (D+E)	=			
Atos S.A.	France	EUR	(201,2)	53,69	85,7	4601,5	4400,3	1,49	-4,4%	-4,6%	33,3%	1,54
Cap Gemini S.A.	France	EUR	(748,0)	35,50	157,7	5599,1	4581,1	1,45	-13,4%	-15,4%	33,3%	1,59
Engineering Ingegneria informatica SpA	Italy	EUR	37,9	30,08	12,2	366,7	404,6	0,74	10,3%	9,4%	31,4%	0,70
Tieto Oyj	Finland	EUR	30,4	16,50	72	1187,2	1221,5	1,1	2,9%	2,8%	24,5%	1,08
Prodware	France	EUR	30,4	6,40	4,3	27,3	57,7	0,75	111,3%	52,7%	33,3%	0,57
Accenture plc	Ireland	USD	(5.148,9)	75,97	650,1	49386,4	44237,5	0,81	-10,4%	-11,6%	12,5%	0,89
Computer Science Corporation	United States	USD	446,0	48,23	153,5	7556	8002	1,19	5,9%	5,6%	40,0%	1,15
Groupe Steria SCA	France	EUR	154,4	10,54	30,4	320,8	475,3	1,78	48,1%	32,5%	33,3%	1,38
RealTech AG	Germany	EUR	(5,8)	5,48	5,4	29,5	23,7	1,31	-19,5%	-24,2%	29,5%	1,52
GFI Informatique S.A.	France	EUR	70,0	3,40	53,8	182,9	252,9	1,43	38,3%	27,7%	33,3%	1,17
Indra Sistemas S.A.	Spain	EUR	636,7	9,30	162,8	1514	2150,7	0,44	42,1%	29,6%	30,0%	0,38
Sopra Group	France	EUR	204,0	57,75	11,9	685,7	889,7	1,15	29,8%	22,9%	33,3%	0,98
Intelligence AG	Germany	EUR	29,9	11,20	30	336	365,9	0,75	8,9%	8,2%	29,5%	0,71
Media Settore								1,11		10,4%		1,05
Mediana Settore								1,15		8,2%		1,08

III. ANALISI BETA RELEVATED

Beta unlevered (media)		1,05
D/E di reply AG	(3)	0,0%
Aliquota fiscale		30,4%
Beta Relevered (B) (4)		1,05

IV. CALCOLO WACC

	Rendimento richiesto sul capitale di rischio
Rendimento richiesto sul capitale di rischio	7,03%

Note

(1) Il debito netto totale include il patrimonio netto di terzi e le azioni privilegiate; il debito netto indica liquidità e investimenti a breve termine.

(2) Beta Unlevered = Beta / [1+ D/E (1-1)]

(3) Il D/E target è stato derivato dal D / (D + E); D/E target = (D/C) / (1-D/C)

(4) Beta Relevered = Beta Unlevered * [1 + D/E (1-1)]

(5) Il WACC finale è arrotondato a 50 p.b.