

DMAIL GROUP S.P.A.
GIDIEMME STAMPA S.R.L.

*Considerazioni sul range teorico
di nuove azioni da emettere in Dmail Group S.p.a.
a fronte del conferimento del 43% di Gidiemme
Stampa S.r.l.*

Dicembre 2004

INDICE

1. NATURA E FINALITA' DELL'INCARICO	1
1.1. Data di riferimento	2
1.2. Documentazione di riferimento	2
2. PROFILO DELLE AREE DI BUSINESS COINVOLTE NELL'OPERAZIONE E DELLE SOCIETÀ CHE NE FANNO PARTE	4
2.1. Area "Core Business"	4
2.1.1. Dmail Group	4
2.1.2. Cat import-export s.p.a.	7
2.1.3. D-Mail Store s.r.l.	8
2.1.4. D-Mail S.r.l.	8
2.2. Area "Editoria" - Gruppo GIDIEMME Stampa	9
3. CONTENZIOSO LEGALE	11
4. MERCATI DI RIFERIMENTO	13
4.1. Mercato vendita a distanza	13
4.2. Mercato editoriale	15
5. DATI ECONOMICI E PATRIMONIALI	17
5.1. Area "Core Business"	17
5.1.1. Dmail Group Consolidato.	17
5.1.2. D-Mail S.r.l.	20
5.1.3. Cat Import Export S.p.A.	22
5.1.4. D-Mail Store S.r.l.	24
5.2. Area "Editoria"	25
5.3. Analisi dei dati economico-patrimoniali prospettici	26
5.3.1. Piano area "Core Business"	26
5.3.2. Piano Area "Editoria"	30
6. PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE	35
6.1. Criteri di valutazione	36
6.1.1. I metodi finanziari	36
6.1.2. Il metodo patrimoniale	39
6.1.3. Il metodo reddituale	42
6.1.4. Il metodo misto patrimoniale/reddituale fondato sulla stima autonoma del Goodwill	44
6.1.5. I metodi di valutazione di mercato	44
6.1.6. Aspetti metodologici nella valutazione dei gruppi	46
6.1.6.1. Il metodo del NAV	46
6.2. Scelta dei criteri e metodi di valutazione	47

7. DETERMINAZIONE DEL VALORE DELLE SOCIETA'	49
7.1. Metodo finanziario	49
7.1.1. Periodo di proiezione esplicita	49
7.1.2. determinazione del valore teorico del capitale economico	50
7.2. Metodi di verifica	59
7.2.1. Area "editoria" - applicazione del metodo patrimoniale complesso	59
7.2.2. Dmail group s.p.a.- applicazione del metodo di borsa	64
7.2.2.1. Determinazione delle grandezze	64
7.2.2.2. Scelta dell'orizzonte temporale	64
7.2.2.3. Scelta del tipo di media	65
7.2.2.4. Determinazione del valore con il metodo di borsa	66
8. DETERMINAZIONE DEL NUMERO DI AZIONI DI NUOVA EMISSIONE	67
9. CONCLUSIONI	67

1. NATURA E FINALITA' DELL'INCARICO

Dmail Group S.p.A., (di seguito definita "Dmail Group") nell'ambito di una riorganizzazione del gruppo Dmail, ha conferito a Kon S.p.A. l'incarico per la definizione di una proposta, con riferimento alla data del 30 giugno 2004, di un range teorico di azioni di nuova emissione di Dmail Group a fronte del conferimento delle quote ancora in possesso dei soci di minoranza della Gidiemme Stampa S.r.l. (di seguito definita "Gidiemme" o "Gidiemme Stampa" e, congiuntamente a Dmail Group, le "Società").

Più precisamente, l'operazione consisterebbe in un aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2440 e 2441, quarto comma, del codice civile, mediante emissione di nuove azioni ordinarie, del valore nominale di Euro 2,00 ciascuna, da liberarsi in natura, mediante il conferimento (il "Conferimento"), da parte da parte dei Signori Gianluigi Viganò, Giancarlo Ferrario e Angelo Baiguini e della società Smalg S.p.A. (di seguito i "Conferenti"), di n. 4 quote (di seguito le "Partecipazioni") della società Gidiemme Stampa S.r.l. rappresentanti il 43% del capitale sociale della predetta società.

La presente relazione è, pertanto, finalizzata a fornire elementi di considerazione utili affinché il Consiglio di Amministrazione di Dmail Group possa proporre alla propria Assemblea il numero di nuove azioni da emettere a fronte del suddetto conferimento nell'eventualità si intendesse procedere all'operazione citata.

Poiché una delle Società coinvolte nella prospettata operazione è quotata in Borsa, la presente relazione potrà inoltre essere utilizzata per fornire utili elementi alla società di revisione che dovrà esprimere il proprio parere di congruità, indicando:

- ◇ Il metodo, o i metodi, seguiti per la determinazione del valore del capitale economico delle due società coinvolte e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi;
- ◇ Le eventuali difficoltà di valutazione.

I Consigli di Amministrazione rimangono, in ogni caso, organi sovrani nello stabilire i termini e le modalità della prospettata operazione e nel redigere la relativa relazione illustrativa, anche se si avvalgono, come nella fattispecie, di pareri indipendenti.

Si precisa in questa sede che la presente attività di valutazione sarà svolta sulle due aree di business del Gruppo Dmail e più precisamente:

- Area "editoria" costituita dalla Gidiemme Stampa S.r.l. e dalle imprese da essa controllate o ad essa collegate. Per questa area è stato appositamente redatto dal management un subconsolidato al 30 giugno 2004 ed un piano di sviluppo pro-forma per il periodo 2004-2009. Questa area è controllata dal gruppo Dmail attraverso la D-media Group S.p.A. che detiene il 57% della Gidiemme Stampa;

- Area “core business” costituita da tutte le società facenti capo alla Dmail Group S.p.A. ed individuate nella relazione semestrale al 30 giugno 2004 come area “Media commerce” oltre alla D-Media Group S.p.A. Anche in questo caso il management ha predisposto un sub consolidato pro-forma sia a consuntivo per il 30 giugno 2004 sia preventivo per il piano di sviluppo 2004-2009.

In ogni caso, quando nella presente relazione si farà riferimento al management si intenderà sempre il management della società capogruppo.

La presente relazione non potrà essere divulgata o mostrata a terzi estranei all’operazione in oggetto senza il nostro preventivo consenso, salvo quanto previsto da eventuali norme di legge o che ciò non venga espressamente richiesto dalle autorità competenti, e non dovrà essere utilizzata per scopi diversi da quello per cui è stata redatta. E’ convenuto che la presente relazione possa essere distribuita ai Soci di Dmail Group.

1.1. DATA DI RIFERIMENTO

La data di riferimento della presente stima è fissata al 30 giugno 2004.

1.2. DOCUMENTAZIONE DI RIFERIMENTO

Ai fini dello svolgimento del nostro incarico, abbiamo utilizzato la seguente documentazione principale:

Per la Dmail Group S.p.A.

- ◇ Bilancio civilistico e consolidato di Dmail Group, assoggettato a revisione contabile dalla Reconta Ernst & Young S.p.A., per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2001, 2002, 2003 e relazione semestrale al 30 giugno 2004;
- ◇ Andamento dei prezzi di borsa e dei volumi negoziati delle azioni Dmail Group per gli ultimi sei mesi antecedenti alla delibera del Consiglio di Amministrazione;
- ◇ Visura ordinaria del Registro delle Imprese;
- ◇ Accordo parasociale tra Smeraldo S.r.l., Lumini S.r.l. e Norfin S.r.l. in data 30 giugno 2004;
- ◇ Documento di Offerta Pubblica di Acquisto Obbligatoria dell’11 agosto 2004;
- ◇ Analisi della società Dmail Group realizzato dalla Banca Caboto in data 24 settembre 2004;
- ◇ Estratto dei patti parasociali comunicati alla Consob in data 24 ottobre 2004;
- ◇ Verbale del Consiglio di Amministrazione tenutosi in data 29 settembre 2004;

- ◇ Piano economico finanziario per il periodo 30/06/2004 – 2009 e relative note illustrative al piano (prospetti economico – finanziari pro-forma per le due aree di business).

Per Cat Import-Export S.p.A.

- ◇ Dati economico patrimoniali per gli anni 2002, 2003 e 30 giugno 2004;
- ◇ Visura ordinaria del Registro delle Imprese;
- ◇ Libro soci al 9 dicembre 2003.

Per D-Mail Store S.r.l.

- ◇ Dati economico patrimoniali per gli anni 2002, 2003 e 30/06/2004;
- ◇ Visura ordinaria del Registro delle Imprese;

Per D-Mail S.r.l.

- ◇ Dati economico patrimoniali per gli anni 2002, 2003 e 30 giugno 2004;
- ◇ Visura ordinaria del Registro delle Imprese;

Per il Gruppo Gidiemme:

- ◇ Bilancio d’esercizio per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2001, 2002 e 2003 di Gidiemme Stampa S.r.l. e dati economico patrimoniali al 30 giugno 2004.
- ◇ Elenco dei dipendenti al 30 giugno 2004 del Gruppo;
- ◇ Bilanci civilistici per l’esercizio chiuso al 31 dicembre 2003 e dati economici patrimoniali delle altre società controllate dal Gruppo;
- ◇ Visure storiche del registro delle imprese delle società del Gruppo;
- ◇ Elenco delle pratiche legali in contenzioso per le società del gruppo Gidiemme;
- ◇ Bozza della perizia di stima delle quote detenute dai soci di minoranza della Gidiemme stampa S.r.l. pari complessivamente al 43% del capitale sociale redatta dal ragioniere commercialista Filippo Niccoli su nomina del Presidente del Tribunale di Firenze.

Altri dati ed informazioni fornitici dal management di Dmail Group; studi di settore predisposti da analisti indipendenti, articoli della stampa specializzata e altre informazioni disponibili al pubblico.

Riteniamo opportuno precisare che non abbiamo proceduto a riscontri e/o verifiche di tipo contabile in quanto al di fuori del nostro mandato, nel presupposto della correttezza, completezza e accuratezza dei dati fornitici. Parimenti, la nostra analisi non ha riguardato l’individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese).

I dati e le informazioni fornitici, pertanto, rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità del management di Dmail Group.

2. PROFILO DELLE AREE DI BUSINESS COINVOLTE NELL'OPERAZIONE E DELLE SOCIETÀ CHE NE FANNO PARTE

Come accennato in precedenza, la presente valutazione si svolgerà attraverso la distinta stima delle due aree di business che compongono l'attività del gruppo Dmail come sopra definite.

Nel prosieguo si descrive il perimetro di attività di ciascuna delle due aree.

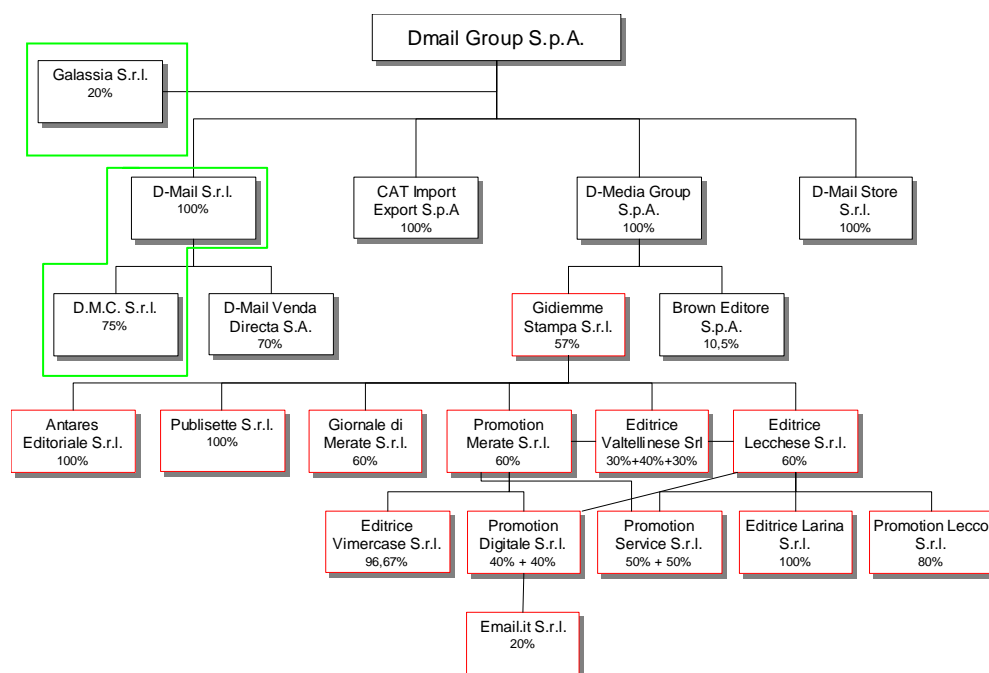
2.1. AREA "CORE BUSINESS"

2.1.1. DMAIL GROUP

Dmail Group opera sia nel settore del "media commerce" dove si occupa di commercializzazione di prodotti vari (no food) mediante un modello di distribuzione multicanale, sia in quello dell'editoria locale. Per quanto riguarda la parte media commerce Dmail Group ha sviluppato un modello esclusivo, efficiente ed integrato di gestione delle vendite dirette e a distanza. Tale modello riguarda tutte le attività di acquisto, logistica, distribuzione, marketing e vendita multicanale multiprodotto, attraverso cataloghi cartacei, siti internet, negozi e call center, propri e di terzi. Tale attività viene svolta attraverso le seguenti società controllate: *D-Mail S.r.l.* è l'azienda specializzata nel campo della vendita diretta multicanale di oggetti "utili e introvabili". Il mercato di approvvigionamento principale è la Cina. Oltre che in Italia, D-Mail S.r.l. opera in Portogallo e Svizzera. La vendita di prodotti di elettronica di largo consumo a marchio proprio viene svolta tramite la società *CAT Import – Export S.p.A.*, che presidia il canale retail attraverso una propria rete distributiva di agenti diretti tramite 200 centri di assistenza tecnica e oltre 2000 punti vendita di terzi.

Le attività editoriali vengono, invece, svolte attraverso la società D-Media Group S.p.A. che controlla il gruppo Gidienne Stampa, ed in concreto, mediante "Netweek", il più importante circuito di giornali locali in Lombardia; costituito da 16 testate, Netweek può contare su oltre 600.000 lettori settimanali.

Il gruppo Dmail al 30 giugno 2004 si configura come segue:



Dopo la data di riferimento della presente relazione sono state effettuate alcune operazioni di riorganizzazione delle quali si espongono brevemente nel seguito i tratti essenziali.

Il giorno 24 novembre 2004 è stato sottoscritto il preliminare di vendita per la cessione della partecipazione detenuta nella società Galassia S.r.l. a Bonfiglio Alfredo Vincenzo per un corrispettivo pari a 100.000 euro.

Il 17 settembre 2004 è stato acquisito il residuo 25% della società DMC S.r.l. La D-mail S.r.l., che detiene ora il 100% della DMC S.r.l., potrà in essere una fusione per incorporazione con la DMC stessa. Allo stato attuale le assemblee delle due società hanno già deliberato la fusione e l'atto di fusione è fissato per il 23 dicembre p.v.

La D-Mail Store S.r.l. nel 2004 ha ceduto alla D-mail S.r.l. il ramo di azienda relativo ai negozi di Genova, Torino, Milano e Roma.

Il capitale sociale di Dmail Group S.p.A., al 30 giugno 2004, interamente versato e sottoscritto, è di Euro 12.900.000 ed è rappresentato da n. 6.450.000 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 2,00 ciascuna.

L'azionariato di Dmail Group alla data di riferimento del presente lavoro può essere così sintetizzato:

	<i>% di possesso</i>
Banfort Consultadoria e Servicios Lda	13,19
Smeraldo Srl	15,01
Norfin S.p.A.	10,13
Lumbini Srl	11,67
Totale Patto Parasociale	50,00
Altri azionisti	50,00%
Totale	100%

Il Consiglio di Amministrazione è composto di:

- Presidente e Amministratore Delegato: Adrio Maria De Carolis,
- Amministratore Delegato: Gianluigi Viganò.
- Consiglieri: Maurizio Valliti, Giancarlo Ferrario e Giuliano Vaccari,
- Consiglieri Indipendenti: Gino Francini e Uberto Gucci Ludolf.

Il Collegio Sindacale:

- Presidente: Mario Alberto Galeotti Flori,
- Sindaci Effettivi: Carlo Bossi e Angelo Galizzi,
- Sindaci Supplenti: Innocenti Massimo e Simone Boschi.

La sede legale è ubicata a Pontassieve (Firenze), Via Aretina 25, dove la Dmail Group svolge la propria attività principale ma è inoltre presente nella unità locale di Milano – Via Ripamonti n. 89.

La Smeraldo S.r.l., la Norfin S.p.A., la Lumbini S.r.l. e la Banfort Consultadoria e Servicios Lda, quali azionisti di Dmail Group hanno sottoscritto un patto parasociale in data 30 giugno, successivamente integrato con una scrittura privata il 9 luglio 2004. Tale patto prevede la creazione di un sindacato di azioni al quale i soci apportano 3.225.001 azioni ordinarie nelle percentuali di seguito riportate:

- ◇ Smeraldo S.r.l., 15,01%
- ◇ Norfin S.p.A 10,13%
- ◇ Lumbini S.r.l., 11,67%
- ◇ Banfort Consultadoria e Servicios Lda 13,19%

Il Patto è riconducibile ad un sindacato di blocco e di voto avente la finalità di assicurare una corretta ed efficiente gestione di Dmail.

Il patto ha durata triennale dalla sua stipula ed è rinnovabile tacitamente per uguale periodo salvo previa disdetta.

Secondo quanto prevede il patto, tutte le azioni acquistate da una delle parti sono automaticamente vincolate al sindacato.

Il patto parasociale stabilisce inoltre i criteri di ripartizione tra le parti delle azioni che verranno acquisite e le procedure mediante le quali queste possano, eventualmente, essere cedute, nonché, le modalità di amministrazione dell'assemblea del sindacato.

In data 30 giugno 2004 la Sirefid ha promosso una OPA obbligatoria sulle azioni di Dmail Group al prezzo di 2,93 euro per azione. L'OPA si è conclusa il 31 di agosto 2004 facendo riscontrare un livello di adesione basso (soltanto l'0,888% degli azionisti ha aderito all'OPA).

Le società di maggiore rilievo appartenenti all'area "core business"¹ sono le seguenti:

2.1.2. CAT IMPORT-EXPORT S.P.A.

La Cat Import-Export S.p.A., partecipata al 100%, è stata costituita in data 27 ottobre 1983 ed attualmente svolge un'attività di commercio all'ingrosso e al dettaglio di prodotti di elettronica, ferramenta, elettrodomestici, arredamento e affini con particolare riguardo all'import-export. L'oggetto sociale inoltre le attribuisce la possibilità di estendere la propria attività alla lavorazione, alla produzione e al commercio di materiali affini e complementari, nonché all'acquisto e alla gestione di aziende operanti in settori affini. In particolare la società può svolgere attività di:

- ◇ Acquisto, la gestione e la locazione di beni mobili e immobili sia civili che industriali;
- ◇ Acquisto e la cessione di brevetti, marchi, licenze e procedimenti di fabbricazione;
- ◇ Fornitura di servizi informativi e ogni altra attività collegata in via diretta o indiretta, mediante l'ausilio di tecniche e di sistemi di programmi di elaborazione e trasmissione dati, nonché la

¹ La società Media Group S.p.A., detentrica della partecipazione in Gidiemme Stampa S.r.l. svolge una attività scarsamente significativa e pertanto è stata esclusa dalla analisi di seguito riportata. Gli effetti economico-patrimoniali della inclusione nell'area "core business" sono comunque inclusi nei piani 2004-2009 predisposti dal management e quindi hanno effetto sulla valutazione.

pubblicazione di giornali periodici (con espressa esclusione dei quotidiani) e di agenzie di stampa;

- ◇ Agenzia di pubbliche relazioni, ricerche di mercato ed elaborazioni di dati statistici ed aziendali.

La sede legale è in Via Aldo Moro 41 a Bomporto (Modena)

Il Consiglio d'Amministrazione è attualmente composto da 3 membri: i sig.ri, Adrio Maria De Carolis, Gianluigi Viganò e Giuliano Vaccari.

La forma giuridica della società è quella della società per azioni con socio unico. ed il capitale è detenuto interamente dalla Dmail Group S.p.A.

Il capitale sociale al 30 giugno 2004, interamente versato e sottoscritto, è di Euro 1.000.000 ed è rappresentato da 500.000 azioni del valore nominale di Euro 2,00 ciascuna.

2.1.3. D-MAIL STORE S.R.L.

Costituita nel 1997 la D-Mail Store S.r.l., partecipata al 100%, ha come oggetto sociale:

- ◇ La produzione, l'importazione e l'esportazione, il commercio all'ingrosso e al minuto e per corrispondenza di materie prime, manufatti, impianti, merci, oggettistica in genere, la gestione di negozi e centri commerciali (escluso l'alimentare) sia in proprio che per conto terzi;
- ◇ La fornitura di servizi informativi mediante l'ausilio di tecniche o di sistemi di programmi di elaborazione e trasmissione dati, nonché la pubblicazione di periodici fatta esclusione per i quotidiani;
- ◇ L'agenzia di pubbliche relazioni, ricerche di mercato ed elaborazioni di dati statistici ed aziendali.

La sede legale è in Via Aretina 25 Pontassieve (Firenze).

La forma giuridica della società è quella della società a responsabilità limitata con socio unico.

Il capitale sociale al 30 giugno 2004, interamente versato e sottoscritto, è di Euro 110.000 ed è detenuto interamente dalla Dmail Group S.p.A.

2.1.4. D-MAIL S.R.L.

La D-Mail S.r.l. costituita in data 23 novembre 1988, è partecipata al 100%. Si occupa della ricerca del prodotto, della sua importazione, fino alla consegna alla clientela e dell'incasso. Possiede una partecipazione del 100% di DMC S.r.l. che è la software house del gruppo inoltre possiede una partecipazione del 70% in Dmail Venda Directa S.A. società che ha l'obiettivo di replicare il modello multicanale in Portogallo. La sua attività riguarda la vendita a distanza sia via catalogo che on-line. In particolare, ha per oggetto sociale il commercio all'ingrosso e al dettaglio dei seguenti prodotti:

- ◇ Macchinari e prodotti elettrici, elettronici, elettromeccanici e meccanici per l'automazione dei servizi contabili amministrativi ed industriali, mobili, macchine per ufficio e relativi accessori;
- ◇ Impianti industriali e del lavoro per ufficio;
- ◇ Attrezzature per il disegno e le arti visive;
- ◇ Vendita di macchine e componenti elettrici ed elettronici in genere, utensili e ferramenta;
- ◇ Prodotti cosmetici e di bellezza;
- ◇ Prodotti alimentari;
- ◇ Prodotti per la casa e per il giardinaggio;
- ◇ Altre attività affini e complementari alle precedenti; inoltre è previsto anche l'espletamento di qualsiasi attività editoriale sia industriale che commerciale fatta esclusione che per quella dei quotidiani;

La sede legale è in Via Aretina 25 Pontassieve (Firenze).

L'attività è tuttavia svolta anche nelle seguenti sedi secondarie:

- ◇ Sede Via Pertini Sesto Fiorentino (Firenze)
- ◇ Sede di Via Landucci 26 (Firenze)

La forma giuridica della società è quella della società a responsabilità limitata con socio unico.

Il capitale sociale al 30 giugno 2004, interamente versato e sottoscritto, è di Euro 3.600.000 ed è detenuto interamente dalla Dmail Group S.p.A.

2.2. AREA "EDITORIA" - GRUPPO GIDIEMME STAMPA

Gidiemme Stampa S.r.l., capogruppo, è stata costituita il 19 settembre 1990.

Attualmente è presente tramite le proprie controllate nel campo dell'editoria locale lombarda e, svolge, inoltre, un'attività di studio e realizzazione di pubblicità, di campagne promozionali e lavori grafici.

La sede legale della società è ubicata a Monza (Milano), in Via Carlo Alberto 11.

Il Consiglio d'Amministrazione è attualmente composto da 3 membri: i sig.ri Giancarlo Ferrario, Gianluigi Viganò e Angelo Baiguini.

Il capitale sociale della società, al 30 giugno 2004, pari ad Euro 52.000, è stato interamente sottoscritto e versato.

Alla data di riferimento della valutazione, il capitale sociale è detenuto dai seguenti soci:

	<i>% di possesso</i>
D-Media Group S.p.A.	57,00%
Ferrario Giancarlo	11,00%
Baiguini Angelo	11,00%
Vigano' Gianluigi	11,00%
Smalg S.p.A.	10,00%
Totale	<u>100%</u>

La Gidienne Stampa S.r.l. al 30 giugno 2004 deteneva partecipazioni dirette nelle seguenti società:

- Antares Editoriale S.r.l. con una quota pari al 100%. Questa società sviluppa l'attività editoriale e di raccolta pubblicitaria;
- Publisette S.r.l. con una quota pari al 100%. Svolge raccolta pubblicitaria in concessione per conto delle società del gruppo: Editrice Lariana S.r.l., Antares S.r.l. e Gidienne Stampa S.r.l.;
- Giornale di Merate S.r.l. con una quota pari al 60%. Svolge la propria attività editoriale e di raccolta pubblicitaria con il settimanale Giornale di Merate;
- Promotion Merate S.r.l. con una quota pari al 60%. Svolge raccolta pubblicitaria in concessione per conto delle società del Gruppo: Giornale di Merate S.r.l. e Editrice Vimercatese S.r.l.;
- Editrice Valtellinese S.r.l. con una quota pari al 30%. Svolge la propria attività editoriale e di raccolta pubblicitaria con il settimanale Centrovale;
- Editrice Lecchese S.r.l. con una quota pari al 60%. Svolge la propria attività editoriale e di raccolta pubblicitaria con il settimanale Giornale di Lecco;

- Apv S.r.l. con una quota pari al 10%.

L'attività della Gidiemme Stampa S.r.l. è svolta oltre che nella sede di Monza nelle seguenti unità locali.

- Merate (LC) – Via de Gasperi 135 CAP 23807, dal 1 giugno 2000 per gli studi di promozione pubblicitaria.
- Saronno (VA) – Via Caronni 10 CAP 21047, dal 31 dicembre 2001 per gli studi di promozione pubblicitaria.
- Rho (MI) – Via Castelli Fiorenza 34 CAP 20017, dal 31 dicembre 2001 per la consulenza amministrativo-gestionale.

3. CONTENZIOSO LEGALE

Si segnala l'esistenza di un contenzioso tra alcune soci della Gidiemme Stampa, la società stessa e la Dmail Group S.p.A.

Documentazione di riferimento:

- ◇ Ricorso ex Art 669 bis del Tribunale di Monza;
- ◇ Provvedimento del Tribunale di Monza del 28 dicembre 2001 ;
- ◇ Comparsa di Costituzione del Tribunale di Monza in data 4 gennaio 2002;
- ◇ Memorandum Cronologico in data 5 gennaio 2002;
- ◇ Ordinanza del Tribunale di Monza in data 18 gennaio 2002;
- ◇ Sentenza del Tribunale di Monza in data 4 febbraio 2002;
- ◇ Atto di Citazione ex Art. 669 del Tribunale di Monza in data 14 febbraio 2002;
- ◇ Ordinanza Tribunale di Monza in data 22 marzo 2002;
- ◇ Ordinanza Tribunale di Monza in data 6 settembre 2003;
- ◇ Comparsa di Risposta per Dmail.it S.p.A. e D-Media Group S.p.A. in data 18 aprile 2002 del avv. Prof. Giuseppe Sbisà avente per oggetto il contenzioso in corso con la Smalg S.p.A

Rispetto a tale contenzioso il perito che ha stimato il patrimonio della Gidiemme Stampa ha effettuato un approfondito esame della documentazione. Riportiamo qui integralmente quanto da questi scritto al paragrafo 3 della perizia (in cui peraltro si riporta anche il contenuto della semestrale al 30 giugno 2004 par.13):

“(...) la iniziale cessione del 57% della società (Gidiemme Stampa S.r.l.) ha innescato un contenzioso tra i soci rappresentanti la minoranza non ceduta, gli altri soci e il gruppo Dmail acquirente delle quote.

Nel seguito rappresentiamo brevemente la situazione secondo quanto rappresentato dagli amministratori e secondo quanto rinvenibile nel bilancio semestrale del Gruppo Dmail al 30 giugno 2004:

- *la società Smalg S.p.A. e il sig. Antonio Percassi, soci della Gidiemme Stampa S.r.l. e Dmail Group S.p.A. i quali in prima istanza avevano richiesto il sequestro delle quote Gidiemme Stampa acquisite da D-Media Group S.p.A. ed in seguito hanno convenuto in giudizio i venditori delle quote Gidiemme Stampa S.r.l., oltre a D-Media Group s.p.a. e la controllante Dmail Group S.p.A. al fine di ottenere l'invalidità e/o inefficacia del contratto ed ottenere il risarcimento del danno dai venditori.*
- *Il sequestro delle quote, concesso in prima istanza dal Tribunale di Monza, veniva poi annullato con provvedimento del Giudice Delegato nel gennaio 2002. Contro tale provvedimento è stato proposto reclamo sul quale il Collegio Giudicante del Tribunale di Monza deve ancora pronunciarsi.*
- *Riguardo la richiesta d'invalidità e/o inefficacia del contratto di cessione delle quote la prima udienza, fissata nel dicembre 2002, è stata rinviata al 26/2/2003 ed in tale data il Giudice si è riservato di decidere sulle prove assunte. Con un'ordinanza del 6 Settembre 2003 il Giudice ha sciolto la riserva e ribadisce l'impostazione originaria del Tribunale e quindi preannuncia , salva l'ammissione di una CTU, la fase decisoria della controversia.*
- *In relazione alla suddetta controversia le parti coinvolte hanno avviato una trattativa volta al raggiungimento di una composizione stragiudiziale delle stesse per la quale non è previsto il sostenimento di oneri risarcitori a carico di Dmail Group .”*
- *Allo stato attuale mancano ancora sia il pronunciamento del Collegio Giudicante del Tribunale di Monza per il sequestro delle quote sia la decisione finale del Giudice.*
- *Per ciò che concerne l'accordo transattivo per la composizione della controversia, le parte coinvolte avrebbero raggiunto un'intesa che prevede i seguenti impegni a carico di Dmail Group S.p.A. e Gidiemme Stampa S.r.l.:*
 - *impegno di Dmail Group S.p.A. a procedere ad un aumento di capitale a pagamento, da liberarsi mediante il conferimento delle quote di proprietà di tutti soci di minoranza di Gidiemme Stampa S.r.l. sulla base dei valori determinati dagli esperti nominati ai sensi delle leggi applicabili*
 - *impegno di Dmail Group S.p.A. e dei Signori Viganò, Ferrario e Baiguini a modificare il contratto tra gli stessi stipulato in data 6 dicembre 2001 avente ad oggetto una opzione put/call relativa al 33% del capitale sociale di Gidiemme Stampa S.r.l., in modo da assicurare che l'opzione medesima abbia ad*

oggetto, allo stesso prezzo, anche la quota attualmente in proprietà di Smalg S.p.A. rappresentante il 10% del capitale sociale di Gidiemme Stampa

- *impegno dei Signori Viganò, Ferrario e Baiguini di concedere a Smalg S.p.A. la facoltà di acquistare dai medesimi una quota complessiva pari al 15% del capitale sociale di Gidiemme Stampa S.r.l. ad un corrispettivo predeterminato*
- *impegno di Gidiemme Stampa S.r.l. a rimborsare il finanziamento infruttifero (pari a Euro 218.461,20) concesso da Smalg S.p.A. in dodici rate mensili a partire dal 31 gennaio 2005”*

4. MERCATI DI RIFERIMENTO

I mercati nei quali opera il gruppo Dmail sono il mercato della vendita a distanza ed il mercato editoriale. Il gruppo opera nel mercato della vendita a distanza principalmente tramite le controllate CAT Import-export S.r.l., D-Mail S.r.l. e D-Mail Store S.r.l., identificate come area “core business”, mentre è invece presente nel mercato editoriale, definito come area “editoria”, mediante la controllata D-Media Group S.p.a. che controlla a sua volta la società Gidiemme Stampa S.r.l.

4.1. MERCATO VENDITA A DISTANZA

Il mercato della vendita a distanza in Italia è un mercato complesso: lucrativo ma al tempo stesso caratterizzato da una elevata competizione e da un’ampia varianza nei modelli di comportamento dei consumatori dovuta, tra le altre cose, alle diversità esistenti tra regione e regione.

Le dimensioni del mercato sono influenzate dal fatto che i consumatori tendono ad essere molto tradizionali nel modo di acquistare. Questi sono, infatti, molto riluttanti ad acquistare beni senza vederli prima. Inoltre l’inefficienza dei servizi postali costituisce un serio ostacolo per lo sviluppo, ed è stato indubbiamente per molti anni uno dei quei fattori che ha contribuito a non far crescere il numero di ordinativi via posta.

Ciò nonostante, le vendite a distanza sono aumentate del 15,3% dal 1998 al 2002. raggiungendo in quest’ultimo anno un valore complessivo pari a 650 milioni di euro.

Il settore dopo aver registrato tassi di crescita significativi nel corso del 2000, ha mostrato valori decrescenti sia nel 2001 che nel 2002. Tale dinamica si è verificata soprattutto a causa dell'aumento della competizione tra venditori portando ad una forte riduzione dei prezzi.

Il mercato delle vendite a distanza può essere disaggregato, in termine di fatturato, nel modo seguente:

	1998	1999	2000	2001	2002
Beni di consumo	443,3	467,8	474,6	482,4	485,9
Servizi	106,9	120,8	130,1	137,8	146
Turismo	12,7	13,1	13,7	14,3	14,9
Assicurazioni	1,1	1,5	2,2	2,7	3,2
Totale	564	603,2	620,6	637,2	650
Crescita %		7,0%	2,9%	2,7%	2,0%

Fonte: Euromonitor International (società di analisi di mercato – dati espressi in milioni di Euro)

In termini merceologici, è da notare che i due settori predominanti sono quello dei beni di consumo (quasi il 75% delle vendite) con un totale di beni venduti pari a 489 milioni di euro e dei servizi (oltre il 22%), quest'ultimi, specialmente, hanno mostrato un elevato tasso di crescita nel periodo considerato. All'interno dei beni di consumo è da sottolineare la crescita dei settori moda femminile e cosmetici a scapito dei settori più tradizionali del vestiario.

Nel 2002 erano presenti 58 operatori nel settore tempo libero, 35 in quello moda e 18 nel settore dei cosmetici, mentre in tutti gli altri settori il numero di operatori presenti era inferiore a dieci.

I cataloghi stanno perdendo la loro popolarità a favore delle televendite, che grazie soprattutto alla diffusione di canali via satellite specializzati, sono ora in grado di offrire la possibilità agli operatori di illustrare meglio le caratteristiche dei propri prodotti. Inoltre i cataloghi si sono dimostrati la variabile più vulnerabile di fronte alla diffusione dell'e-commerce, in quanto i consumatori non ravvisano alcuna differenza nel comprare via catalogo o via internet. Le ragioni principali per le quali i consumatori acquistano tramite una di queste due vie sono: convenienza (92% online; 70% cataloghi) e risparmio (54% online; 42% cataloghi). I siti web offrono diversi vantaggi rispetto ai cataloghi: innanzitutto, vi è una percezione generalmente diffusa che i prodotti acquistati online siano più economici, inoltre in rete viene specificata la disponibilità del prodotto ed in genere la rete offre prodotti più aggiornati.

I principali operatori presenti nel mercato della vendita a distanza sono:

Bottega Verde: specializzata nella vendita via posta di prodotti di bellezza naturali, capace di migliorare la propria immagine riuscendo

ad integrare la vendita per catalogo e via internet con una distribuzione in franchising con negozi presenti in tutta Italia. Nel 2001 Bottega Verde aveva un fatturato di 10,8 milioni di euro per vendita a distanza.

Euronova: specializzato nel così detto comparto "non food" e nella vendita tramite catalogo, ha superato un periodo di difficoltà tra il 1999 e il 2001 a causa della crescente concorrenza proveniente da internet e nonostante sia aumentato il numero di persone che hanno richiesto il catalogo il numero delle transazioni è diminuito. Nonostante ciò nel 2001 Euronova realizzava 48 milioni di Euro di fatturato per vendita a distanza, facendo rimanere il tasso di crescita invariato rispetto al 1999.

Fratelli Carli: specializzata in olio e altri prodotti alimentari tradizionali, ha iniziato a subire a partire dal 1998 la concorrenza dei negozi locali, perdendo così importanti quote di mercato. Nel 2001 raggiungeva 3,6 milioni di euro di fatturato per vendita a distanza.

Mondadori: Specializzata nella vendita di libri, nonostante un leggero decremento delle vendite è riuscita a realizzare un fatturato per vendita a distanza superiore agli 80 milioni di euro nel 2001.

Viking: specializzata nella vendita di prodotti per l'ufficio via catalogo e via internet ha mostrato tassi di crescita notevoli, passando da un fatturato per vendite a distanza di 30 milioni di euro nel 1999 a 45,8 milioni nel 2001.

In definitiva le prospettive future del settore della vendita a distanza sono di crescita, in quanto i consumi previsti sono in aumento e le abitudini di acquisto stanno cambiando, si guarderà sempre con minor diffidenza nei confronti della vendita a distanza. Aumenteranno le vendite via internet e ancor più quelle tramite la televisione mentre diminuiranno quelle attraverso i cataloghi.

4.2. MERCATO EDITORIALE

Il settore editoriale in Europa attraversa un momento di particolare difficoltà. La riduzione del reddito per pubblicità verificatosi negli ultimi anni può essere attribuita alle condizioni economiche avverse che probabilmente potranno essere superate soltanto nei prossimi due o tre anni. Persiste il rischio che non possano essere nuovamente raggiunti i massimi dei periodi precedenti e che si debba, quindi, continuare a lottare per il mantenimento della propria quota di mercato attuale.

La concorrenza per la pubblicità è incrementata fortemente in seguito all'apparizione sullo scenario competitivo di altri media come internet e la televisione digitale. Inoltre è da segnalare un'inversione di tendenza che ha visto sempre più i manager delle varie società optare

per una maggiore implementazione del marketing diretto piuttosto che investire in pubblicità sui mass media.

A differenza dei magazines, per i quotidiani si spera in un incremento della pubblicità anche se un ritorno ai livelli di circolazione dei periodi precedenti appare improbabile; ciò si evidenzia come un problema strutturale del settore in quanto negli ultimi venti anni, fatta esclusione per il 2000 si è sempre verificato un decremento del fatturato pubblicitario. La seguente tabella indica la ripartizione percentuale degli investimenti di comunicazione sul totale degli investimenti pubblicitari:

	1990 %	1995 %	1996 %	1997 %	1998 %	1999 %	2000 %	2001 %	2002 %	2003 %
Quotidiani	26,6	21,8	21,1	21,3	20,7	22,1	25,3	24,7	23,5	22,5
Periodici	23,0	16,1	15,7	16,4	17,0	16,1	15,1	16,3	15,7	15,3
TV	45,2	57,8	57,3	56,4	56,1	55,2	51,6	51,3	53,5	54,3
Altri	5,2	4,3	5,9	5,9	6,2	6,6	7,9	7,7	7,4	7,9
Totale	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: nostra elaborazione su dati settoriali

Bisogna comunque puntualizzare che i dati fin qui riportati non fanno alcuna differenza tra pubblicità nazionale e locale. Possiamo invece affermare che tale contrazione, molto forte nella pubblicità nazionale, è stata invece molto ridotta nella pubblicità locale, dove non è così forte la concorrenza dei nuovi media (televisione e internet). I ricavi pubblicitari della Gidemme Stampa sono esclusivamente di pubblicità locale.

Per l'editoria giornalistica in Italia i dati di lettura dei quotidiani e dei periodici sono più positivi con una crescita nel numero di lettori nel 2003 dell'1,1% rispetto all'anno precedente. In particolare, i dati di diffusione dei principali quotidiani italiani relativi alla media luglio 2003 – giugno 2004 sono i seguenti:

Quotidiano	N. Copie
Corriere della Sera	677.531
La Repubblica	626.116
La Gazzetta dello Sport	403.573
Il Sole 24 Ore	384.900
La Stampa	353.382
Corriere dello Sport	246.272
Il Messaggero	245.910
Il Giornale	213.105
Il Resto del Carlino	178.180

La Nazione	144.987
Il Gazzettino	112.188
Il Secolo XIX	110.520
Avvenire	98.396

Le copie vendute dei giornali a “tiratura locale” sono negli ultimi posti della tabella ma sono i primi come indice di penetrazione (rapporto abitanti/copie) e sono quelli che sono cresciuti di più in termini di copie vendute (Fonte: management di Gidienne Stampa)

Oltre alla televisione ed alla pubblicità visiva, a fare concorrenza ai quotidiani si è aggiunta ultimamente la "free press". I primi ad avviarne la diffusione sono stati gli svedesi con "Metro", oggi distribuito in 22 paesi e realizzato per essere letto in un viaggio dalla durata di 19 minuti. Attualmente in Italia vengono distribuite 450.000 copie di "Metro", 720.000 copie di "Leggo", 770.000 copie di "City".

Attualmente le industrie dei quotidiani tendono a concentrarsi verso un numero più contenuto di lettori ma altamente fidelizzati. In questa nuova tendenza assumono un elevato rilievo le testate locali che pur essendo in termini assoluti per copie vendute non tra le maggiori testate, sono in grado di assicurare un certo livello di stabilità nelle copie vendute e negli introiti pubblicitari pur mantenendo una notevole flessibilità nella struttura dei costi.

5. DATI ECONOMICI E PATRIMONIALI

Nel presente paragrafo viene esposta una breve sintesi dell’andamento storico delle principali voci patrimoniali ed economiche delle società sopra descritte.

Sono stati analizzati bilanci consolidati del gruppo Dmail. Inoltre, per il settore “core business” è stata effettuata l’analisi dei dati economici e patrimoniali delle società: D-Mail S.r.l., CAT Import Export S.p.A. e D-Mail Store S.r.l. Per il settore editoria sono stati analizzati i valori relativi al consolidato del gruppo Gidienne Stampa.

5.1. AREA “CORE BUSINESS”

5.1.1. DMAIL GROUP CONSOLIDATO.

(a) Andamento economico.

I principali dati economici riclassificati relativi al bilancio consolidato al 31 dicembre 2002, al 31 dicembre 2003 e al 30 giugno 2004 sono sintetizzati nella seguente tabella:

DMAIL GROUP						
CONTO ECONOMICO	30 06 04	%	2003	%	2002	%
A) Produzione dell'esercizio	22.281.953	100,00%	43.729.462	100,00%	49.046.519	100,00%
B) Costi della produzione	(16.680.950)	-74,86%	(35.062.530)	-80,18%	(41.495.150)	-84,60%
VALORE AGGIUNTO	5.601.003	25,14%	8.666.932	19,82%	7.551.369	15,40%
C) Costo del lavoro	(2.774.282)	-12,45%	(5.906.375)	-13,51%	(5.918.755)	-12,07%
EBITDA	2.826.721	12,69%	2.760.557	6,31%	1.632.614	3,33%
D) Accantonamenti e ammortamenti	(2.072.933)	-9,30%	(6.252.301)	-14,30%	(8.405.631)	-17,14%
EBIT	753.788	3,38%	(3.491.744)	-7,98%	(6.773.017)	-13,81%
E) Saldo gestione finanziaria	(319.733)	-1,43%	(323.958)	-0,74%	(337.845)	-0,69%
F) Saldo gestione straordinaria	(194.835)	-0,87%	(439.449)	-1,00%	(580.122)	-1,18%
EBT	239.220	1,07%	(4.255.151)	-9,73%	(7.690.983)	-15,68%
G) Oneri tributari	(400.597)	-1,80%	(1.070.961)	-2,45%	(289.112)	-0,59%
RISULTATO NETTO	(161.377)	-0,72%	(5.326.112)	-12,18%	(7.980.095)	-16,27%

Fonte: nostre elaborazioni su bilanci consolidati della Società per gli esercizi 2002-2003 e chiusura semestrale al 30 giugno 2004 (dati espressi in Euro).

Il costante miglioramento del livello del valore aggiunto in percentuale sulla produzione dell'esercizio nel periodo esaminato è principalmente avvenuto a seguito della riduzione dei costi per gli acquisti di servizi.

Il miglioramento del livello di redditività ha consentito l'ottenimento di un EBIT positivo al 30 giugno 2004 per un importo superiore a circa 750 mila Euro (3,38% della produzione dell'esercizio).

(b) Evolutione patrimoniale e finanziaria

La situazione patrimoniale consolidata del gruppo Dmail, riclassificata al 31 dicembre 2002, al 31 dicembre 2003 ed al 30 giugno 2004, è sintetizzata nella seguente tabella;

DMAIL GROUP			
STATO PATRIMONIALE - ATTIVO	30 06 04	2003	2002
ATTIVO A LUNGO			
Totale imm. materiali netti	7.349.204	7.667.974	7.926.524
Totale imm. immateriali nette	9.712.564	13.175.460	17.320.672
Totale immobilizzi finanziari	714.776	392.516	320.996
Totale immobilizzi commerciali	0	0	0
TOTALE ATTIVO A LUNGO	17.776.544	21.235.950	25.568.192
ATTIVO A BREVE			
Disponibilità	5.530.509	4.672.539	5.062.863
Liquidità differite	16.537.931	16.539.746	17.534.234
Liquidità immediate	1.234.036	1.663.101	1.615.231
TOTALE ATTIVO A BREVE	23.302.476	22.875.386	24.212.328
TOTALE ATTIVO	41.079.020	44.111.336	49.780.520
STATO PATRIMONIALE - PASSIVO	30 06 04	2003	2002
TOTALE PATRIMONIO NETTO	21.958.179	21.491.592	26.336.508
B) FONDI PER RISCHI E ONERI	942.977	1.503.502	851.096
C) TRATT. DI FINE RAPP. DI LAV. SUBORDIN.	1.211.176	1.200.353	1.043.815
TOTALE DEBITI A LUNGO T.	2.787.590	3.135.149	3.671.835
DEBITI A LUNGO + PATRIMONIO	26.899.922	27.330.596	31.903.254
TOTALE DEBITI A BREVE	14.179.098	16.780.741	17.877.266
TOTALE PASSIVO	41.079.020	44.111.336	49.780.520

Fonte: nostre elaborazioni su bilanci consolidati della Società per gli esercizi 2002-2003 e chiusura semestrale al 30 giugno 2004 (dati espressi in Euro)

La riduzione dell'*attivo a lungo* nel periodo considerato si deve alla riduzione dell'incidenza delle immobilizzazioni immateriali: nello specifico, alla riduzione delle poste relative ai *Costi d'Impianto* e all'*Avviamento* (ad es. investimenti relativi alla quotazione in Borsa) a seguito degli ingenti ammortamenti effettuati.

Per quanto riguarda le *immobilizzazioni materiali*, queste sono composte principalmente dalla voce *Terreni e Fabbricati*.

Dal lato delle passività, nel periodo considerato si è verificata una riduzione dell'*indebitamento* sia a lungo termine sia a breve termine.

5.1.2. D-MAIL S.R.L.

a) Andamento economico.

La tabella di seguito riporta i principali dati economici riclassificati dai bilanci consolidati di D-Mail S.r.l. al 31 dicembre 2002, al 31 dicembre 2003 e dai prospetti gestionali al 30 giugno 2004:

Dmail S.r.l.						
CONTO ECONOMICO	30 06 04	%	2003	%	2002	%
A VALORE AGGIUNTO						
A) Produzione dell'esercizio	7.570.610	100,00%	12.825.458	100,00%	16.812.967	131,09%
B) Costi della produzione	(6.828.847)	-90,20%	(12.291.075)	-95,83%	(16.851.310)	-100,23%
VALORE AGGIUNTO	741.763	9,80%	534.383	4,17%	(38.343)	-0,23%
C) Costo del lavoro	(266.797)	-3,52%	(393.561)	-3,07%	(437.300)	-2,60%
EBITDA	474.966	6,27%	140.822	1,10%	(475.643)	-2,83%
D) Accantonamenti e ammortamenti	(106.053)	-1,40%	(662.750)	-5,17%	(3.087.022)	-18,36%
EBIT	368.913	4,87%	(521.928)	-4,07%	(3.562.665)	-21,19%
E) Saldo gestione finanziaria	(48.068)	-0,63%	(77.537)	-0,60%	(186.338)	-1,11%
F) Saldo gestione straordinaria	601	0,01%	(637.229)	-4,97%	(200.763)	-1,19%
EBT	321.446	4,25%	(1.236.694)	-9,64%	(3.949.766)	-23,49%
G) Oneri tributari	0	0,00%	(371.977)	-2,90%	495.526	2,95%
RISULTATO NETTO	321.446	4,25%	(1.608.671)	-12,54%	(3.454.240)	-20,55%

Fonte: nostre elaborazioni su dati di bilancio della Società per gli esercizi 2002-2003 e dati gestionali al 30 giugno 2004 (dati espressi in Euro).

La ripresa della produzione dell'esercizio registrata nei primi sei mesi del corrente anno e la costante riduzione dei costi della produzione hanno contribuito al miglioramento dell'EBITDA nonostante gli incrementi del costo del lavoro.

Analizzando l'andamento dell'Ebit si evince il costante miglioramento verificatosi nel periodo considerato; tale miglioramento si riflette anche sul risultato netto di periodo.

b) Evoluzione patrimoniale e finanziaria

La seguente tabella sintetizza la situazione patrimoniale riclassificata al 31 dicembre 2002, al 31 dicembre 2003 ed al 30 giugno 2004;

Dmail S.r.l.			
STATO PATRIMONIALE - ATTIVO	30 06 04	2003	2002
ATTIVO A LUNGO			
Totale imm. materiali netti	235.657	248.186	285.705
Totale imm. immateriali nette	66.877	92.005	416.945
Totale immobilizzi finanziari	98.110	98.730	333.825
Totale immobilizzi commerciali	0	0	0
TOTALE ATTIVO A LUNGO	400.644	438.921	1.036.475
ATTIVO A BREVE			
Disponibilità	1.951.421	1.634.426	1.645.464
Liquidità differite	3.121.149	2.711.750	3.470.414
Liquidità immediate	216.383	561.324	265.219
TOTALE ATTIVO A BREVE	5.288.953	4.907.500	5.381.097
TOTALE ATTIVO	5.689.597	5.346.421	6.417.572
STATO PATRIMONIALE - PASSIVO			
	30 06 04	2003	2002
TOTALE PATRIMONIO NETTO	1.736.251	1.414.803	1.123.476
B) FONDI PER RISCHI E ONERI	38.193	156.079	61.962
C) TRATT. DI FINE RAPP. DI LAV. SUBORDIN.	109.969	96.186	96.202
TOTALE DEBITI A LUNGO T.	0	0	1.824.198
DEBITI A LUNGO + PATRIMONIO	1.884.413	1.667.068	3.105.838
TOTALE DEBITI A BREVE	3.805.184	3.679.353	3.311.734
TOTALE PASSIVO	5.689.597	5.346.421	6.417.572

Fonte: nostre elaborazioni su dati di bilancio della Società per gli esercizi 2002-2003 e dati gestionali al 30 giugno 2004 (dati espressi in Euro).

Le *immobilizzazioni immateriali* hanno subito una considerevole diminuzione a partire dal 2002. Il loro valore è infatti sceso da circa Euro 417 mila ad un valore poco inferiore ai Euro 67 mila al 30 giugno 2004. Nel dettaglio si rileva che:

- *I costi di ricerca, sviluppo e pubblicità* si sono annullati nel 2003, mentre nel 2002 avevano un valore di 114.381 Euro.
- *I diritti di brevetto e di utilizzo di opere dell'ingegno* si sono ridotti del 92% fino ad arrivare ad un valore pari a 8.506 Euro.
- *Concessioni, licenze, marchi e diritti simili*: hanno mantenuto un andamento costante nel periodo considerato e presentano un valore di 5.750 Euro al 30 giugno 2004.
- *Altre immobilizzazioni immateriali* si sono ridotte del 72% rispetto al 2002 fino ad arrivare a 52.621 Euro.

La riduzione delle immobilizzazioni materiali è dovuta alle riduzioni delle voci *Impianti e macchinari* ed *Altri beni*. Riguardo alle immobilizzazioni finanziarie si segnala la diminuzione nel 2003 delle partecipazioni in imprese controllate per un valore di 219.027 Euro.

L'incremento del *Capitale Circolante Netto* è dovuto alla riduzione dei debiti commerciali verso fornitori, a fronte di crediti verso clienti e rimanenze sostanzialmente stabili nel tempo.

5.1.3. CAT IMPORT EXPORT S.P.A.

a) Andamento economico

I principali dati economici riclassificati dai bilanci civilistici di CAT Import-Export S.p.A. al 31 dicembre 2002, al 31 dicembre 2003 e dai prospetti gestionali al 30 giugno 2004 sono sintetizzati nella tabella riportata di seguito:

CAT Import Export Spa						
CONTO ECONOMICO	30 06 04	%	2003	%	2002	%
A) Produzione dell'esercizio	6.136.293	100,00%	12.066.440	100,00%	10.625.318	100,00%
B) Costi della produzione	(4.337.541)	-70,69%	(8.613.287)	-71,38%	(8.157.554)	-76,77%
VALORE AGGIUNTO	1.798.752	29,31%	3.453.153	28,62%	2.467.764	23,23%
C) Costo del lavoro	(453.930)	-7,40%	(877.653)	-7,27%	(834.037)	-7,85%
EBITDA	1.344.822	21,92%	2.575.500	21,34%	1.633.727	15,38%
D) Accantonamenti e ammortamenti	(346.626)	-5,65%	(806.203)	-6,68%	(492.599)	-4,64%
EBIT	998.196	16,27%	1.769.297	14,66%	1.141.128	10,74%
E) Saldo gestione finanziaria	(11.251)	-0,18%	(73.527)	-0,61%	(59.438)	-0,56%
F) Saldo gestione straordinaria	3.584	0,06%	15.719	0,13%	(25.864)	-0,24%
EBT	990.530	16,14%	1.711.489	14,18%	1.055.826	9,94%
G) Oneri tributari	(369.021)	-6,01%	(801.729)	-6,64%	(545.753)	-5,14%
RISULTATO NETTO	621.508	10,13%	909.760	7,54%	510.073	4,80%

Fonte: nostre elaborazioni su dati di bilancio della Società per gli esercizi 2002-2003 e dati gestionali al 30 giugno 2004 (dati espressi in Euro).

La crescita del risultato di periodo, in percentuale sul fatturato, è dovuta principalmente a due fattori: da un lato la riduzione dell'incidenza dei costi della produzione che determinano un Valore Aggiunto pari, al 30 giugno 2004, al 29,31% del valore della produzione e, dall'altro, una riduzione degli ammortamenti unita a un miglioramento del saldo della gestione finanziaria dall'altro.

b) Evoluzione patrimoniale e finanziaria

La situazione patrimoniale di CAT Import Export S.p.A., riclassificata al 31 dicembre 2002, al 31 dicembre 2003 ed al 30 giugno 2004, è sintetizzata nella seguente tabella;

CAT Import Export Spa			
STATO PATRIMONIALE - ATTIVO	30 06 04	2003	2002
ATTIVO A LUNGO			
Totale imm. materiali netti	310.997	354.057	204.668
Totale imm. immateriali nette	757.609	851.635	920.555
Totale immobilizzi finanziari	1.554	1.554	1.642
Totale immobilizzi commerciali	0	0	0
TOTALE ATTIVO A LUNGO	1.070.160	1.207.247	1.126.865
ATTIVO A BREVE			
Disponibilità	2.642.697	2.227.100	2.518.009
Liquidità differite	6.733.665	7.607.664	6.641.459
Liquidità immediate	645.711	157.514	260.010
TOTALE ATTIVO A BREVE	10.022.073	9.992.278	9.419.479
TOTALE ATTIVO	11.092.233	11.199.524	10.546.343
STATO PATRIMONIALE - PASSIVO	30 06 04	2003	2002
TOTALE PATRIMONIO NETTO	5.297.698	4.676.189	4.617.390
B) FONDI PER RISCHI E ONERI	378.220	637.724	352.867
C) TRATT. DI FINE RAPP. DI LAV. SUBORDIN	267.045	259.853	212.331
TOTALE DEBITI A LUNGO T.	2.064.413	2.049.099	1.715.260
DEBITI A LUNGO + PATRIMONIO	8.007.375	7.622.865	6.897.848
TOTALE DEBITI A BREVE	3.084.858	3.576.659	3.648.495
TOTALE PASSIVO	11.092.233	11.199.524	10.546.343

Fonte: nostre elaborazioni su dati di bilancio della Società per gli esercizi 2002-2003 e dati gestionali al 30 giugno 2004 (dati espressi in Euro).

Nel dettaglio dello Stato Patrimoniale possiamo osservare una composizione dell'*attivo a lungo* stabile nel periodo di analisi con le immobilizzazioni che si riducono leggermente, passando da circa 1,1 milioni nel 2002 a 1 milione di Euro al 30 giugno 2004. Per quanto riguarda l'*attivo a breve*, questo presenta un lieve incremento dovuto principalmente all'aumento delle liquidità immediate, passando queste da 260 mila Euro nel 2002 a 646 mila Euro al 30 giugno 2004.

L'incremento del *patrimonio netto* si è verificato a seguito degli incrementi della riserva di rivalutazione, della riserva legale e delle altre riserve verificatosi nell'ultimo periodo di riferimento.

Il valore dei Fondi, nel periodo considerato, risulta principalmente composto da:

- *Trattamento Fine Rapporto*, per un valore di Euro 267 mila circa nel giugno 2004;
- *Fondi per altri rischi e oneri*, per un valore di Euro 378 mila circa nel 30 giugno 2004.

In merito al capitale di terzi, i *debiti a medio lungo termine* rimangono stabili nel periodo di riferimento, mentre i debiti a breve si riducono da circa 3,6 milioni di Euro nel 2002 a 3 milioni al 30 giugno 2004.

5.1.4. D-MAIL STORE S.R.L.

a) Andamento economico

I principali dati economici riclassificati dai bilanci civilistici di D-Mail Store al 31 dicembre 2002, al 31 dicembre 2003 e dai prospetti gestionali 30 giugno 2004 sono sintetizzati nella tabella riportata di seguito:

D-MAIL STORE						
CONTO ECONOMICO	30 06 04	%	2003	%	2002	%
A) Produzione dell'esercizio	1.283.304	100,00%	2.927.268	100,00%	3.383.036	100,00%
B) Costi della produzione	(889.833)	-69,34%	(2.134.005)	-72,90%	(2.918.822)	-86,28%
VALORE AGGIUNTO	393.471	30,66%	793.263	27,10%	464.214	13,72%
C) Costo del lavoro	(357.018)	-27,82%	(772.822)	-26,40%	(849.092)	-25,10%
EBITDA	36.453	2,84%	20.441	0,70%	(384.878)	-11,38%
D) Accantonamenti e ammortamenti	(46.859)	-3,65%	(355.441)	-12,14%	(231.066)	-6,83%
EBIT	(10.406)	-0,81%	(335.000)	-11,44%	(615.944)	-18,21%
E) Saldo gestione finanziaria	(8.840)	-0,69%	(29.172)	-1,00%	(21.461)	-0,63%
F) Saldo gestione straordinaria	3.284	0,26%	277	0,01%	(6.885)	-0,20%
EBT	(15.962)	-1,24%	(363.895)	-12,43%	(644.290)	-19,04%
G) Oneri tributari	(15.205)	-1,18%	(21.660)	-0,74%	(11.476)	-0,34%
RISULTATO NETTO	(31.167)	-2,43%	(385.555)	-13,17%	(655.766)	-19,38%

Fonte: nostre elaborazioni su bilanci della Società per gli esercizi 2002-2003 e dati gestionali al 30 giugno 2004 (dati espressi in Euro).

Il fatturato presenta una leggera, anche se continua contrazione nel periodo analizzato. Ciò in attuazione di una precisa strategia del management tesa a migliorare la redditività aziendale sia in termini di valore aggiunto sulla produzione dell'esercizio, sia di reddito operativo sulla produzione dell'esercizio, ormai vicino a valori positivi.

b) Evoluzione patrimoniale e finanziaria

La seguente tabella sintetizza la situazione patrimoniale riclassificata al 31 dicembre 2002, al 31 dicembre 2003 ed al 30 giugno 2004:

D-MAIL STORE			
STATO PATRIMONIALE - ATTIVO	30 06 04	2003	2002
ATTIVO A LUNGO			
Totale imm. materiali netti	60.316	68.597	88.282
Totale imm. immateriali nette	176.157	214.837	306.746
Totale immobilizzi finanziari	35.540	35.789	42.029
Totale immobilizzi commerciali	0	0	0
TOTALE ATTIVO A LUNGO	272.013	319.223	437.057
ATTIVO A BREVE			
Disponibilità	221.603	178.170	361.849
Liquidità differite	83.019	71.514	264.227
Liquidità immediate	61.679	163.399	147.499
TOTALE ATTIVO A BREVE	366.301	413.083	773.575
TOTALE ATTIVO	638.314	732.306	1.210.632
STATO PATRIMONIALE - PASSIVO	30 06 04	2003	2002
TOTALE PATRIMONIO NETTO	92.081	123.247	388.824
B) FONDI PER RISCHI E ONERI	0	0	0
C) TRATT. DI FINE RAPP. DI LAV. SUBORDIN.	87.504	82.836	65.712
TOTALE DEBITI A LUNGO T.	0	0	0
DEBITI A LUNGO + PATRIMONIO	179.585	206.083	454.536
TOTALE DEBITI A BREVE	458.729	526.223	756.097
TOTALE PASSIVO	638.314	732.306	1.210.633

Fonte: nostre elaborazioni su dati di bilancio della Società per gli esercizi 2002-2003 e dati gestionali al 30 giugno 2004 (dati espressi in Euro).

La situazione patrimoniale presenta una riduzione dell'*attivo a breve*, causata principalmente da una diminuzione delle liquidità differite che, al 30 giugno 2004, hanno un valore di circa 7 mila Euro.

Dal lato delle *immobilizzazioni*, non sono stati effettuati rilevanti investimenti nel periodo in esame. I debiti a breve si riducono nel periodo in esame passando da 756 mila Euro a 458 mila euro.

Il *Capitale Circolante Netto* si presenta costantemente negativo nel periodo oggetto di analisi, evidenziando la capacità da parte della società di provvedere autonomamente al fabbisogno finanziari generati dal ciclo operativo.

5.2. AREA "EDITORIA"

Analogamente a quanto scritto dal perito rag. Niccoli, non è stato possibile effettuare alcuna analisi storica del subconsolidato del Gruppo Gidemme Stampa – area "editoria" poiché per gli anni 2003 e

precedenti non si è proceduto al consolidamento a livello dell'area "editoria".

L'unico dato riferito al subconsolidato in questione è relativo al 30 giugno 2004.

Per omogeneità e linearità nella trattazione, si è ritenuto opportuno analizzare il primo semestre 2004 congiuntamente all'esame del piano 2004-2009 esposto nel paragrafo successivo.

5.3. ANALISI DEI DATI ECONOMICO-PATRIMONIALI PROSPETTICI

Nell'analisi dei dati prospettici delle società oggetto del presente documento, come già ricordato, abbiamo proceduto a utilizzare i piani predisposti dalla società e suddivisi in due aree:

- Area "Core Business": quest'area raggruppa le società che svolgono le attività di vendita multicanale. All'interno di quest'area sono considerate le seguenti società: CAT Import Export S.p.A., D-Mail Store S.r.l, Dmail S.r.l. A tali società è stata aggiunta quella che detiene il 57% di Gidemme Stampa, D-Media Group S.p.A.
- Area "Editoria": raggruppa le diverse società del Gruppo Gidemme Stampa che svolgono le attività editoriali.

Questa suddivisione è funzionale unicamente all'operazione aumento di capitale da liberarsi mediante conferimento precedentemente descritta.

Tali piani pluriennali hanno considerato come orizzonte temporale il periodo che va dal 2004 al 2009. Durante questo periodo di tempo il Gruppo intende consolidare il processo di integrazione delle società finora acquisite al fine di ottimizzare la gestione delle risorse disponibili ed incrementare i margini di redditività.

5.3.1. PIANO AREA "CORE BUSINESS"

Alla fine di realizzare l'analisi prospettica dell'area "Core Business" abbiamo considerato il business plan fino al 2009 predisposto dal management del Gruppo Dmail, nel quale sono contenute le principali linee guida sull'evoluzione futura del gruppo.

Le considerazioni di carattere qualitativo di seguito illustrate trovano poi rappresentazione numerica anche nei piani prospettici economico patrimoniali per gli esercizi 2004-2009.

In particolare, nel corso dei prossimi anni verranno perseguite le seguenti politiche tese ad incrementare lo sviluppo del fatturato, l'efficienza aziendale, la visibilità e riconoscibilità dei marchi:

- Commerciale/Marketing:
 - apertura di nuovi negozi all'estero su modello di quanto già effettuato in Portogallo;
 - sviluppo di accordi promozionali con gruppo di rilevanza nazionale;
 - sviluppo delle vendite via internet;
 - pubblicità a livello nazionale riguardante i marchi del Gruppo;
- Acquisti:
 - Ricerca di nuovi canali di approvvigionamento;
 - Centralizzazione delle funzioni;
- Logistica e distribuzione:
 - Ammodernamento delle attrezzature e dei mezzi;
 - Miglioramento delle incidenze di Back order;
 - Centralizzazione delle funzioni;
- Personale:
 - Predisposizione di un piano di formazione continua;
 - Predisposizione di politiche volte alla fidelizzazione dei dipendenti;
 - Sviluppo di politiche di incentivazione legate agli obiettivi.

Riguardo al piano degli investimenti, sono stati previsti nel 2005 circa 600 mila Euro di investimenti materiali e 500 mila Euro di investimenti immateriali, per gli anni successivi sono stati ipotizzati investimenti materiali nuovi e di mantenimento per un importo di 600 mila Euro annui.

Sono stati inoltre riclassificata gli investimenti effettuati tramite leasing secondo quanto previsto dallo IAS 17.

I dati sono stati elaborati in una visione prudente dell'evoluzione dell'economia generale.

Con riferimento specifico al piano 2004-2009 economico patrimoniale, questo è stato predisposto dal management a valori correnti, in ipotesi di continuità di gestione, assumendo a base delle proiezioni:

- Il sopraccitato piano economico 2004-2009, relativo a ciascuna delle società oggetto di valutazione;
- I dati semestrali al 30 giugno 2004;
- I dati storici riferiti agli esercizi 2001-2003, nonché quelli semestrali al 30 giugno 2004, integrati da considerazioni specifiche del management in merito allo sviluppo atteso delle principali componenti economico patrimoniali.

(a) Andamento economico previsionale

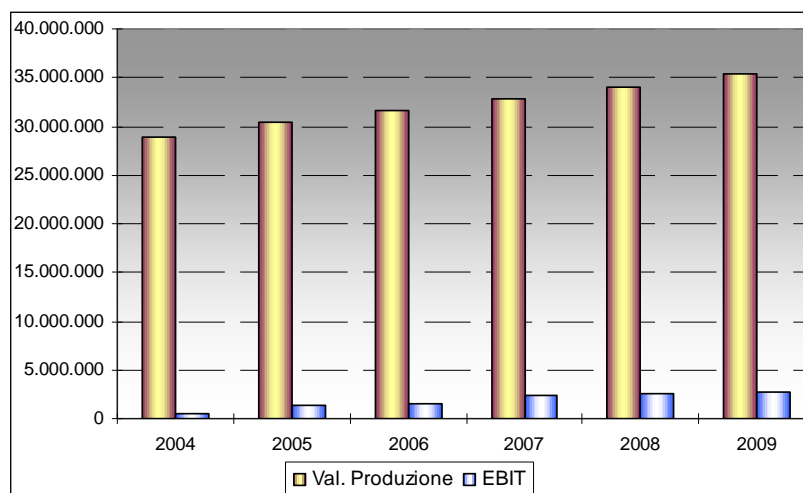
Di seguito sono riportati i principali dati economici relativo al periodo che intercorre tra il 31 dicembre 2004 e il 31 dicembre 2009:

Area "Core Business"						
CONTO ECONOMICO	2004	2005	2006	2007	2008	2009
A) Produzione dell'esercizio	30.688.675	32.272.941	33.644.981	34.883.959	36.169.643	37.714.114
B) Costi della produzione	(24.860.814)	(25.738.161)	(26.824.572)	(27.959.558)	(29.145.382)	(30.384.413)
VALORE AGGIUNTO	5.827.861	6.534.781	6.820.410	6.924.401	7.024.261	7.329.701
VA %	18,99%	20,25%	20,27%	19,85%	19,42%	19,43%
C) Costo del lavoro	(2.639.922)	(2.933.518)	(3.061.242)	(3.194.784)	(3.334.417)	(3.480.428)
EBITDA	3.187.939	3.601.262	3.759.168	3.729.617	3.689.844	3.849.273
Ebitda %	10,39%	11,16%	11,17%	10,69%	10,20%	10,21%
D) Accantonamenti e ammortamenti	(2.759.113)	(2.265.113)	(2.293.046)	(1.279.022)	(1.147.022)	(1.131.022)
EBIT	428.826	1.336.150	1.466.122	2.450.596	2.542.823	2.718.251

nota: i dati 2004 sono comprensivi del primo semestre.

Fonte: nostre elaborazioni su dati forniti dal management del gruppo Dmail (dati espressi in Euro).

Nel periodo considerato il fatturato mostra una costante crescita dovuta all'evoluzione dei ricavi caratteristici del gruppo. Il margine operativo netto (EBIT), come si evince dal seguente grafico, subisce un notevole incremento a partire dal 2005 a causa sia dell'incremento del valore aggiunto sia della riduzione degli ammortamenti.



Fonte: nostre elaborazioni su dati forniti dal management del gruppo Dmail (dati espressi in Euro)

b) Evoluzione patrimoniale e finanziaria previsionale

Di seguito sono riportati i principali dati patrimoniali relativi al piano consolidato per il periodo tra il 2004 e il 2009:

Area "Core Business"						
STATO PATRIMONIALE - ATTIVO						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Totale imm. materiali e immateriali	5.312.088	5.674.263	5.508.505	5.214.772	5.053.038	4.907.304
Avviamento	2.285.500	1.143.500	1.500	1.500	1.500	1.500
Totale immobilizzi finanziari	8.998.832	8.873.856	8.895.021	8.914.134	8.933.968	8.957.794
TOTALE ATTIVO A LUNGO	16.596.420	15.691.619	14.405.027	14.130.406	13.988.506	13.866.598
Disponibilità	4.991.535	5.249.217	5.472.380	5.673.901	5.883.018	6.134.228
Liquidità differite	13.035.816	12.675.241	12.440.168	12.527.923	12.617.241	13.097.893
Liquidità immediate	0	0	0	0	0	0
TOTALE ATTIVO A BREVE	18.027.351	17.924.459	17.912.549	18.201.824	18.500.260	19.232.121
TOTALE ATTIVO	34.623.771	33.616.077	32.317.575	32.332.230	32.488.766	33.098.719
STATO PATRIMONIALE - PASSIVO						
	2.004	2005	2006	2007	2008	2009
TOTALE PATRIMONIO NETTO	29.751.156	29.699.901	29.743.286	30.794.951	31.898.243	33.111.029
B) FONDI PER RISCHI E ONERI	738.054	829.760	865.036	896.891	929.946	969.656
C) TRATT. DI FINE RAPP. DI LAV. SUBORDIN.	650.368	793.265	940.449	1.092.048	1.248.195	1.409.027
TOTALE DEBITI A LUNGO T.	2.046.828	1.675.150	1.321.643	950.764	495.964	248.389
DEBITI A LUNGO + PATRIMONIO	33.186.405	32.998.075	32.870.413	33.734.654	34.572.348	35.738.102
TOTALE DEBITI A BREVE	1.437.366	618.002	(552.837)	(1.402.424)	(2.083.583)	(2.639.383)
TOTALE PASSIVO	34.623.771	33.616.077	32.317.575	32.332.230	32.488.766	33.098.719

Fonte: nostre elaborazioni su dati forniti dal management del gruppo Dmail (dati espressi in Euro)

Negli anni di piano il totale delle *immobilizzazioni* subisce una lieve diminuzione dovuta, nonostante gli ingenti investimenti previsti, alle rilevante quote di ammortamento appostate ogni anno.

Per quanto riguarda la passività, è previsto nel piano un incremento del *Patrimonio Netto* determinato dal reinvestimento degli utili conseguiti. I *debiti a breve* vengono totalmente rimborsati arrivando a presentare un surplus di cassa negli ultimi anni di piano.

In particolare, le *immobilizzazioni* presentano un valore a fine 2009 di circa 4,9 milioni di euro. Le *immobilizzazioni finanziarie* rimangono stabili intorno ad un valore di circa Euro 9 milioni, in quanto non sono previsti cambiamenti delle partecipazioni nelle imprese controllate.

Per quanto riguarda l'andamento dei fondi, il *fondo per rischi ed oneri* rimane costante mentre il *fondo per trattamento fine rapporto* passa da un valore di circa Euro 650 mila a fine 2004, arrivando nel 2009 ad un valore di circa Euro 1,4 milioni.

È importante precisare che il management ha ritenuto di poter inserire nel piano, fin dal secondo semestre 2004 e per tutta la durata del piano stesso, la voce "crediti per imposte anticipate".

La dinamica della voce "crediti per imposte" è specificamente rappresentata come segue:

Voce contabile	2004	2005	2006	2007	2008	2009
crediti per imposte anticipate	2,928	2,045	1,358	1,038	0,704	0,338

Tale impostazione deriva dalla considerazione che, secondo il management, il piano elaborato e le opportunità concesse dal consolidato fiscale consentono di effettuare l'iscrizione contabile per effetto della "*ragionevole certezza di recupero delle perdite fiscali e delle differenze temporanee già maturate che hanno dato luogo alla iscrizione dei crediti stessi*".

Al 30 giugno 2004 l'ammontare del credito per imposte che deriva dalle perdite fiscali e dalle differenze temporanee già maturate e ricostruite dal management è pari a euro/ migliaia 3.353,1.

5.3.2. PIANO AREA "EDITORIA"

Di seguito vengono presentati i principali dati economico patrimoniali del Gruppo Gidemme relativi a quanto già realizzato nel primo semestre 2004 e a quello che il management ipotizza di realizzare dalla fine del 2004 al 2009.

A tal fine, il management del Gruppo Gidienne ha predisposto un piano economico – finanziario fino al 2009, nel quale sono contenute le principali linee guida sull'andamento futuro del gruppo.

Le considerazioni di carattere qualitativo di seguito illustrate trovano poi rappresentazione numerica anche nei piani prospettici economico patrimoniali per gli esercizi 2004-2009.

Le principali linee strategiche elaborate dal management del Gruppo per fronteggiare l'evolversi della domanda di mercato e gli orientamenti adottati dai principali operatori del settore riguardano tutto il Gruppo Gidienne considerato a livello consolidato.

Nel predisporre il piano pluriennale il management ha elaborato un budget di mantenimento e consolidamento dell'esistente (ottica stand-alone). Non sono pertanto incluse nello sviluppo dei piani eventuali attività ad oggi non concretizzate.

I dati sono stati elaborati in una visione prudente dell'evoluzione dell'economia generale.

Tutto questo perché il progetto strategico della Gidienne Stampa è soprattutto quello di creare una base gestionale in cui far confluire attraverso acquisizioni o affiliazioni altre "testate locali" presenti nei territori confinanti a quelli attualmente seguiti dalle testate editate dalle società controllate.

Il business dell'editoria locale trae propria linfa vitale dal consolidamento e radicamento della testata in un certo specifico territorio. Di conseguenza la crescita del Gruppo Gidienne Stampa passa soprattutto attraverso l'inglobamento di realtà storiche esistenti.

Da qui l'esigenza di costruire un budget legato alla sola crescita delle attuali testate.

Con riferimento specifico al piano 2004-2009 economico patrimoniale, questo è stato predisposto dal management a valori correnti, in ipotesi di continuità di gestione, assumendo anche in questo caso, a base delle proiezioni:

- ◇ Il piano economico 2004-2009 dell'area editoria locale;
- ◇ I dati semestrali al 30 giugno 2004;
- ◇ I dati storici riferiti agli esercizi 2002-2003, nonché quelli semestrali al 30 giugno 2004, integrati da considerazioni specifiche del management in merito allo sviluppo atteso delle principali componenti economico patrimoniali.

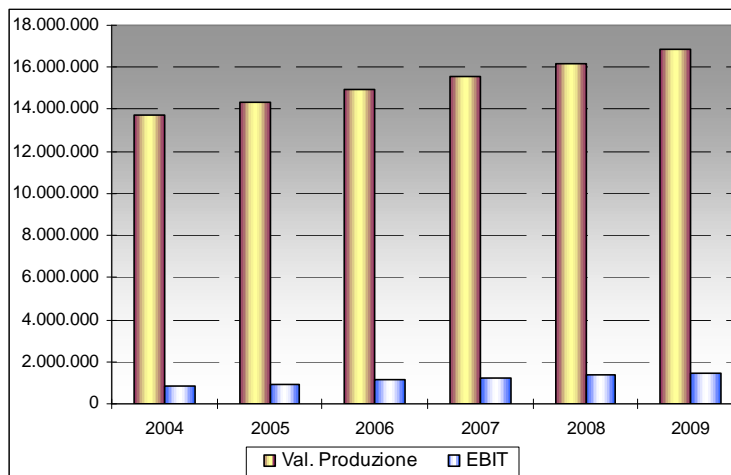
(a) Andamento economico previsionale

Di seguito sono riportati i principali dati economici relativi al periodo
31 dicembre 2004 – 31 dicembre 2009:

Area "Editoria"						
CONTO ECONOMICO	2004	2005	2006	2007	2008	2009
A) Produzione dell'esercizio	14.018.710	14.643.052	15.295.230	15.907.039	16.543.321	17.205.053
B) Costi della produzione	(9.916.521)	(10.313.182)	(10.725.710)	(11.154.738)	(11.600.927)	(12.064.965)
VALORE AGGIUNTO	4.102.189	4.329.870	4.569.520	4.752.301	4.942.393	5.140.089
VA %						
C) Costo del lavoro	(2.695.003)	(2.802.803)	(2.914.916)	(3.031.512)	(3.152.773)	(3.278.884)
EBITDA	1.407.186	1.527.067	1.654.605	1.720.789	1.789.620	1.861.205
Ebitda %	34,30%	35,27%	36,21%	36,21%	36,21%	36,21%
D) Accantonamenti e ammortamenti	(567.000)	(577.560)	(486.262)	(475.113)	(429.117)	(413.282)
EBIT	840.186	949.507	1.168.342	1.245.676	1.360.503	1.447.923
Ebit %	20,48%	21,93%	25,57%	26,21%	27,53%	28,17%

Fonte: nostre elaborazioni su dati forniti dal management del gruppo Gidiemme (dati espressi in Euro)

Da una prima analisi dei dati si evidenzia il recupero previsto dal Gruppo in termini di redditività, manifestato dal raggiungimento di un margine operativo netto in crescita già al termine del primo semestre del 2004. Il *trend* positivo del margine operativo netto registrato nell'ultimo periodo risulta attribuibile per la maggior parte ad un recupero del valore aggiunto aziendale conseguito negli ultimi anni, dato dalla riduzione dell'incidenza delle voci di spesa relative al costo del personale, ammortamenti ed oneri finanziari rispetto alla produzione dell'esercizio (fatturato).



Fonte: nostre elaborazioni su dati forniti dal management del gruppo Gidiemme (dati espressi in Euro)

(b) Evoluzione patrimoniale e finanziaria previsionale

Di seguito sono riportati i principali dati patrimoniali relativi al piano consolidato del Gruppo Gidienne per il periodo 2004 – 2009:

Area "Editoria"						
STATO PATRIMONIALE - ATTIVO	2004	2005	2006	2007	2008	2009
ATTIVO A LUNGO						
Totale imm. materiali netti	2.279.000	2.789.000	2.679.000	2.574.000	2.509.000	2.454.000
Totale imm. immateriali nette	1.170.000	1.380.000	1.100.000	830.000	570.000	320.000
Totale immobilizzi finanziari	122.000	122.000	122.000	122.000	122.000	122.000
Totale immobilizzi commerciali	0	0	0	0	0	0
TOTALE ATTIVO A LUNGO	3.571.000	4.291.000	3.901.000	3.526.000	3.201.000	2.896.000
ATTIVO A BREVE						
Disponibilità	222.946	232.875	243.247	252.976	263.096	273.619
Liquidità differite	5.587.058	5.835.885	6.095.806	6.339.638	6.593.223	6.856.952
Liquidità immediate						
TOTALE ATTIVO A BREVE	5.810.003	6.068.760	6.339.052	6.592.614	6.856.319	7.130.572
TOTALE ATTIVO	9.381.003	10.359.760	10.240.052	10.118.614	10.057.319	10.026.572
STATO PATRIMONIALE - PASSIVO	2004	2005	2006	2007	2008	2009
TOTALE PATRIMONIO NETTO	973.158	1.365.191	1.684.171	2.093.174	2.620.121	3.252.317
B) FONDI PER RISCHI E ONERI	102.000	102.000	102.000	102.000	102.000	102.000
C) TRATT. DI FINE RAPP. DI LAV. SUBORDIN.	726.000	923.600	1.129.104	1.342.828	1.565.101	1.796.265
TOTALE DEBITI A LUNGO T.	2.807.351	3.635.078	3.396.028	3.150.929	2.932.466	2.764.665
DEBITI A LUNGO + PATRIMONIO	4.608.509	6.025.869	6.311.303	6.688.931	7.219.689	7.915.247
TOTALE DEBITI A BREVE	4.772.495	4.333.890	3.928.749	3.429.683	2.837.630	2.111.324
TOTALE PASSIVO	9.381.003	10.359.760	10.240.052	10.118.614	10.057.319	10.026.572

Fonte: nostre elaborazioni su dati forniti dal management del gruppo Gidienne (dati espressi in Euro)

Il *capitale circolante netto (C.C.N.)* evidenzia un'incidenza sul *capitale investito netto* pari al 35,62% nel primo periodo di piano (era pari al 31,2% nel primo semestre), e incrementa il proprio peso nel corso degli anni fino a rappresentare circa la metà del capitale investito netto. Tale dinamica è il risultato di una politica di investimenti strutturali in diminuzione previsti dal Gruppo.

Le *attività a lungo termine* registrano una diminuzione da Euro 3,81 milioni nel 30/06/2004 ad Euro 2,896 milioni nel 2009. Nel dettaglio, si rileva che:

- ◇ Le immobilizzazioni immateriali, il cui valore consolidato al 30 giugno 2004 è pari a Euro 1,3 milioni circa, si incrementano nel corso del 2005 per un importo di 500.000 Euro (al lordo degli ammortamenti) per poi diminuire fino a 320.000 Euro nel 2009.
- ◇ Le immobilizzazioni materiali (comprehensive di beni in leasing riclassificati secondo il principio contabile internazionale ex-IAS 17), pari a Euro 2,4 milioni circa al 30 giugno 2004, vengono ipotizzate in aumento per effetto di investimenti pari a circa 1 milione di Euro (al netto di dismissioni per circa 300 mila Euro) nel corso del 2005.
- ◇ Le immobilizzazioni finanziarie, pari a Euro 122 mila circa alla fine del primo semestre del 2004 (valore ridotto in quanto i valori delle partecipazioni sono incluse nel consolidamento) si mantengono costanti negli anni di piano.

Il valore dei *Fondi*, nel periodo considerato, risulta principalmente composto da:

- ◇ Trattamento Fine Rapporto, pari a Euro 631 mila circa nel giugno 2004, presenta un valore a fine piano di circa Euro 1,8 milioni;
- ◇ Fondi per altri rischi e oneri, per un valore di Euro 102 mila circa, che risulta rimanere costante nell'arco di tempo considerato.

Con riguardo alle fonti di finanziamento, nel piano si manifesta un incremento del livello di patrimonializzazione della società a seguito dell'incremento del patrimonio netto, con conseguente riduzione dell'indebitamento. In particolare, la posizione finanziaria netta passa dai circa 4,33 milioni di Euro presenti alla fine del primo semestre del 2004 a 308 mila Euro nel 2009.

6. PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE

In linea generale, la stima dei valori teorici di società (o, più in generale, di aziende) e, pertanto, dei valori dal confronto dai quali emerge una stima di un ipotetico range di azioni di nuova emissione a fronte del conferimento, si basa su criteri e metodologie che riscontrano generale accettazione presso gli operatori.

I principi fondamentali cui ci siamo attenuti per la redazione della presente relazione sono, per quanto possibile, quelli contenuti nei “Principi e metodi di valutazione di aziende e partecipazioni societarie” (“Principi e metodi”) espressi dalla Commissione promossa dall’Istituto di Economia delle Aziende industriali e commerciali dell’università L. Bocconi con l’ASSIREVI, la Borsa Valori di Milano e il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti, e pubblicati dall’editrice Egea, Milano, 1989. Tali “Principi e metodi” riassumono in modo organico precetti giuridici, indicazioni teoriche e linee di comportamento suggeriti dalla migliore prassi, largamente diffusi e condivisi dai mercati.

Nel documento sono analiticamente espressi i seguenti principi attinenti alle *valutazioni in vista di operazioni che generino emissione di nuove azioni a fronte di un conferimento* che giudichiamo applicabili al caso di specie:

- ◇ Poiché lo scopo delle valutazioni è la determinazione del *numero di azioni da emettere a fronte del conferimento*, l’obiettivo perseguito è non soltanto la stima dei valori assoluti attribuiti ai capitali delle singole aziende, quanto la raffrontabilità dei dati nei termini relativi che vengono paragonati;
- ◇ Dato l’obiettivo di esprimere valori *relativi*, è essenziale l’adozione di un metro di giudizio uniforme nelle stime riferite alle aziende partecipanti alla fusione;
- ◇ La verifica della omogeneità dei criteri di valutazione usati è implicita quando le aziende interessate all’operazione di fusione appartengono al medesimo settore. Essa può non essere possibile allorché le aziende operino in settori diversi;
- ◇ Gli esperti dovrebbero adottare il medesimo atteggiamento riguardo alle scelte di fondo, in particolare con riferimento al trattamento dell’incertezza;
- ◇ Di regola, il range teorico di azioni da emettere a fronte del conferimento è determinato sulla base del confronto tra i “valori generali” attribuiti alle aziende interessate alla data di riferimento. Tali valori generali sono tali in quanto espressi in ipotesi di mantenimento di una gestione autonoma delle aziende, e in assenza di specifici interessi ad eventuali negoziazioni.

6.1. CRITERI DI VALUTAZIONE

I criteri di cui si è accennato si differenziano tra loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'azienda da valutare. Essi, inoltre, seppure corretti sotto il profilo concettuale, presentano problemi peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule sottostanti.

I criteri di valutazione (e, all'interno di questi, i metodi di valutazione) debbono essere pertanto opportunamente scelti, a seconda della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa.

Prima di illustrare i criteri e i metodi che si è scelto di adottare nel caso in questione, riteniamo opportuno indicare brevemente i caratteri fondamentali di quelli che vengono comunemente proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente.

6.1.1. I METODI FINANZIARI

I metodi finanziari di valutazione si ispirano al concetto generale che il valore di un'azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che la stessa è in condizione di generare in futuro. In concreto sono state sviluppate differenti alternative metodologiche, tra le quali ha trovato particolare attenzione quella dei flussi di cassa operativi scontati o Unlevered Discounted Cash Flows Analysis (UDCF).

Con l'adozione del metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow, il valore del patrimonio netto di un'azienda viene determinato sulla base della seguente formula:

$$W = V_0 + SA - L$$

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

dove i simboli assumono il seguente significato:

W Valore corrente teorico del capitale dell'azienda che si intende valutare;

V₀ Valore "operativo" del capitale strumentale investito nella Società;

F(t) Flussi finanziari “unlevered” per ciascuno degli n anni considerati nel periodo di proiezione esplicita;

F(n) Valore residuo della sola attività operativa del complesso aziendale alla fine dell’ultimo periodo di previsione esplicita;

WACC Costo medio ponderato del capitale investito;

SA Valore attribuito ai beni non strumentali (“Surplus Assets”);

L Consistenza dei debiti onerosi alla data di riferimento (Posizione finanziaria Netta).

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

I flussi finanziari unlevered. Esprimono la dimensione finanziaria della gestione operativa dell’azienda e pertanto si determinano sia trasformando grandezze economiche di competenza (reddito operativo) in effettivi movimenti di risorse monetarie generati per effetto del normale svolgimento dell’attività operativa dell’azienda stessa, sia considerando gli esborsi derivanti dalla realizzazione di investimenti. La sommatoria dei flussi di cassa operativi netti attualizzati esprime, di fatto, il valore complessivo del totale delle attività operative di un’impresa e quindi il valore corrente del capitale investito operativo.

Il valore residuo. E’ una misura sintetica (talvolta indiretta) dei flussi annuali imprevedibili, ossia al di là della soglia di previsione analitica. Ai fini della stima del valore residuo, diversi approcci alternativi sono proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente. In particolare, il valore residuo F(n) può essere determinato come:

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

Il costo medio ponderato del capitale. Nel metodo dell’UDCF, i flussi finanziari individuati sono quelli di natura operativa, destinati alla remunerazione di tutti i fornitori di capitale, azionisti e terzi. Ai fini dell’attualizzazione dei flussi finanziari e del valore residuo, deve essere pertanto utilizzato un tasso rappresentativo del costo medio del capitale investito nella Società. Il **WACC** è definito come segue.

$$\mathbf{WACC} = w_e i_e + w_d i_d (1 - t)$$

dove i simboli assumono il seguente significato:

w_e	Peso attribuito al capitale proprio;
w_d	Peso attribuito al capitale di terzi (debiti onerosi);
i_e	Costo del capitale proprio;
i_d	Tasso di interesse medio sul capitale di terzi (debiti onerosi);
t	Aliquota fiscale media della Società.

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

Costo del capitale proprio

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

Nella valutazione in oggetto, è parso opportuno tenere nel debito conto i metodi più rigorosi proposti dalla dottrina internazionale, accettati dalla prassi professionale e applicabili al contesto italiano. In particolare, le deduzioni cui perverremo trovano solide basi nel *Capital Asset Pricing Model* (di seguito definito "CAPM").

Costo del capitale di terzi

Il costo del capitale di debito $i_d (1 - t)$ della Società, da utilizzare ai fini del calcolo del **WACC**, è pari al tasso medio del capitale di terzi (tasso medio sui debiti onerosi esclusi dal calcolo dei flussi finanziari unlevered) i_d , al netto della fiscalità media effettiva t della Società, applicata per tenere conto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

Struttura finanziaria della Società

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

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

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

◇ Struttura finanziaria prospettica della Società. Questa può essere a sua volta definita sulla base di:

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

I surplus assets. Sono componenti del capitale investito dell'azienda non inerenti alla gestione caratteristica della stessa e che, non dando luogo a "flussi di cassa operativi", non sono stati valorizzati nel processo di attualizzazione dei flussi stessi.

Debiti onerosi alla data di riferimento. Esprime il valore dei debiti finanziari netti dell'azienda, e può discostarsi del semplice valore contabile qualora talune delle forme di finanziamento assunte dall'azienda presentino un costo effettivo che si discosta dalle condizioni di mercato.

6.1.2. IL METODO PATRIMONIALE

Il metodo di valutazione patrimoniale esprime il valore di un'azienda in funzione del suo patrimonio, ossia analizza i valori dei singoli elementi dell'attivo e del passivo dalla cui contrapposizione emerge l'entità del patrimonio netto. Tale impostazione offre, proprio per sua natura, una visione dell'azienda fondata su una rappresentazione delle sue componenti patrimoniali, la cui preventiva valorizzazione avviene con appropriate metodologie in funzione della natura e delle caratteristiche delle stesse.

La fase applicativa del metodo patrimoniale si caratterizza per la presenza di alcuni momenti fondamentali:

- 1) Calcolo del Capitale Netto di bilancio. Esso deriva dalla sommatoria del capitale sociale e delle riserve (formate da utili o da rivalutazioni), a cui vengono sottratti gli eventuali importi per i quali è stata decisa la distribuzione a titolo di dividendo o di compenso agli amministratori.
- 2) Rivalutazione degli elementi attivi non monetari (immobilizzazioni tecniche, rimanenze di magazzino partecipazioni, titoli, ecc.) a valori correnti e attualizzazione dei crediti e dei debiti.
- 3) Valutazione analitica dei beni immateriali.

In generale, nell'applicazione dei metodi patrimoniali, la determinazione del Patrimonio netto Rettificato (K) si ottiene attraverso la seguente formula:

$$K = C + [(P1+ P2+....) - (M1 +M2+....)] * (1 - t)$$

dove **C** indica il Patrimonio Netto Contabile, **P** e **M** indicano rispettivamente le plusvalenze e le minusvalenze e **t** l'incidenza degli oneri fiscali potenziali.

Le rettifiche delle immobilizzazioni tecniche: gli immobili civili ed industriali

Un particolare riferimento meritano le rettifiche riferibili alle poste dell'attivo rappresentate da immobilizzazioni tecniche ed in particolare, gli immobili civili ed industriali.

La differenza di valore esistente infatti fra le consistenze contabili di queste poste ed il loro valore reale, spesso rilevante, impone di considerare il differenziale come termine di riferimento incrementale all'interno dei metodi patrimoniali.

La determinazione del valore reale, sovente affidata a professionisti specializzati (ingegneri, architetti, geometri o società di gestione del patrimonio immobiliare), pur potendo seguire differenti criteri generalmente viene ad essere ricondotta ad una delle tre casistiche sotto riportate:

Il costo di ricostruzione – ottenuto come somma del valore dell'area e del costo che si sopporterebbe per costruire un edificio con caratteristiche simili a quello considerato; dal risultato deve essere dedotto un valore che rappresenti lo stato di conservazione e degrado dell'edificio;

Il valore di mercato – ottenuto attraverso il raffronto dell'immobile oggetto di stima con strutture omogenee per caratteristiche ed ubicazione; tale metodo appare il più utilizzato laddove esistano casistiche simili rappresentative, come nel caso di immobili di civile abitazione;

Il valore di capitalizzazione del reddito – ottenuto come capitalizzazione del reddito netto o lordo con una rendita perpetua ad un tasso in linea con le valorizzazioni immobiliari.

Le rettifiche di valore degli intangibili: il valore delle testate editoriali (specifico per il settore editoria e stampa)

La valutazione degli intangibles richiede come primo presupposto, in ragione della complessità e della delicatezza che la contraddistingue, la definizione dei presupposti per identificare il bene immateriale da valutare, iscritto o non iscritto nell'attivo patrimoniale; devono ricorrere infatti contemporaneamente tre condizioni:

- ◇ il bene deve essere all'origine di costi con utilità differita nel corso del tempo (altrimenti non si potrebbe parlare di asset);

- ◇ il bene deve essere liberamente trasferibile a terzi, singolarmente o in complessi organizzati con altri beni;
- ◇ il bene deve avere un valore determinabile.

In mancanza anche di una sola delle condizioni non si potrebbe parlare di bene immateriale e quindi decadrebbe anche lo scopo di una sua valutazione.

Circa i criteri di valutazione, la dottrina uniformemente li classifica come segue:

- l'approccio del costo:
 - *il costo storico residuale* – si fonda sulla sommatoria dei costi necessari per la formazione del bene, eventualmente riallineati in euro attuali e decurtati di una parte per tenere di conto della residua utilità;
 - *il costo di riproduzione* – si fonda sulla ipotesi di quanto sarebbe richiesto per ricreare i beni immateriali oggetto di valutazione, o in via analitica o attraverso il ricorso ad appositi indici;
- l'approccio economico:
 - *i risultati differenziali* – si fonda sulla attualizzazione dei flussi reddituali o di cassa differenziali fra la realtà che beneficia degli intangibles ed una una che non ne è dotata;
 - *il costo della perdita* – si fonda sulla stima del danno in termini di caduta del margine di contribuzione che si avrebbe nel caso in cui si perdesse la disponibilità degli intangibles; la attualizzazione delle “perdite” si dovrebbe protrarre per il tempo necessario alla ricostituzione dei beni immateriali
- l'approccio di mercato:
 - *il tasso di royalty comparable* – particolarmente adatto per la valutazione di marchi e brevetti si fonda sulla ipotesi di considerare i flussi che si genererebbero dalla concessione del bene in uso a terzi
 - *i multipli di mercato* – si fonda sulla applicazione di moltiplicatori desunti dalla esperienza alle grandezze contabili.

In particolare, per la stima del valore degli intangibles, quali le testate giornalistiche, locali o nazionali, il metodo dei multipli di mercato appare il più rispondente alle caratteristiche del bene (Luigi Guatri, Trattato sulla valutazione delle aziende, EGEA 2001).

L'esistenza e la definizione dello specifico intangibile “testata” si fonda su due distinte motivazioni;

- ◇ il valore di una testata non è espresso dal semplice risultato economico o finanziario, essendo legato anche al fattore “influenza” cioè alla sua capacità di influire sull’opinione pubblica e quindi di orientare i comportamenti dei lettori;
- ◇ l’affermazione e quindi la diffusione di una testata richiede rilevanti investimenti e soprattutto perdite nella fase di lancio. Si tratta quindi di un’ottica di “costo di ricostruzione” della testata fino a portarla al livello di successo effettivamente raggiunto.

In base ai precedenti principi, la dottrina ha elaborato la seguente formula per l’elaborazione delle testate

$$V(t)=aF+b_1P_1+b_2P_2-cR$$

Dove :

V(t) valore della testata;

F fatturato medio annuo per la vendita dei giornali;

P₁ fatturato medio annuo per la pubblicità locale;

P₂ fatturato medio annuo per la pubblicità nazionale;

R livello medio di perdite operative (ove presenti).

a, b₁, b₂, sono parametri che variano a seconda delle esperienze del paese (in Italia $a=1, 2 < b_1 < 3, 1 < b_2 < 2, 3 < c < 5$)

Trattamento degli oneri fiscali potenziali sulle plusvalenze

Sul differenziale di valore introdotto attraverso la rettifica delle consistenze contabili, per beni materiale ed immateriali, occorre considerare l’effetto fiscale.

In particolare la dottrina propone due distinti atteggiamenti:

- ◇ la considerazione di imposte piene sulla plusvalenza nella ipotesi di una cessione immediata del bene oggetto di rivalutazione;
- ◇ la considerazione di imposte ridotte (tipicamente in un range fra il 20% ed il 30%) per considerare eventuali aliquote agevolate ma soprattutto il fatto che si tratta di passività solo potenziali realizzabili anche a molti anni di distanza da quello di riferimento della perizia.

Il secondo criterio è largamente più utilizzato.

6.1.3. IL METODO REDDITUALE

I metodi reddituali ravvisano nella capacità dell’azienda di generare risultati economici positivi l’elemento fondamentale ai fini della valutazione.

Al fine di determinare il valore di un'azienda è necessario quantificare in modo attendibile una configurazione di reddito che meglio esprima nel corso del tempo il potenziale di produzione di ricchezza futura in condizioni di normale funzionamento e gestione dell'azienda stessa. I redditi così individuati vengono dunque capitalizzati ad un tasso che aggiunga al rendimento degli investimenti privi di rischio un adeguato premio per il rischio insito nel particolare investimento rappresentato dall'azienda oggetto di valutazione.

Il concetto di reddito medio normale atteso è inteso ad esprimere una più compiuta quantificazione del reddito che l'azienda è stabilmente in grado di produrre.

La funzione generale che lega il Capitale Economico (W) alla componente reddituale (R) può essere rappresentata dalla seguente formula:

$$W = R / i$$

dove **i** è il tasso di capitalizzazione e **R** il reddito medio normale atteso.

Nel caso in cui l'orizzonte temporale sia definito, e dunque limitato, la formula sopra esposta dovrà essere modificata in modo da rappresentare una rendita annua posticipata di durata pari ad n anni (in cui **i** indica il tasso di attualizzazione).

$$W = R * a_{n-i}$$

Nel caso in cui il ricorso ad una configurazione di reddito normale atteso possa avvenire con riferimento ad una previsione dettagliata, almeno per alcuni anni, le formule precedentemente illustrate devono essere riespresse nel seguente modo:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1 + Ke)^t} + TV$$

dove :

R_t = redditi netti normali del periodo esplicito

Ke = costo dei mezzi propri

TV = valore attuale del valore residuo, inteso come il valore attuale dei redditi che l'azienda continuerà, mediamente o secondo un determinato tasso di crescita medio atteso, a generare nei periodi successivi a quelli di prevedibilità analitica.

6.1.4. IL METODO MISTO PATRIMONIALE/REDDITUALE FONDATA SULLA STIMA AUTONOMA DEL GOODWILL

Il metodo misto patrimoniale/reddituale ha trovato largo utilizzo nella pratica, oltre a diffusi consensi nella dottrina, poiché riesce a considerare contemporaneamente gli aspetti patrimoniale e reddituale, evidenziando così sia una valutazione obiettiva e verificabile sia una stima dell'avviamento, inteso come capacità dell'azienda di generare redditi superiori alla "norma" del settore. Tale componente assume pertanto consistenza e rilievo in termini di valore non tanto come grandezza astratta e teorica ma solo in quanto elemento in grado di consentire all'azienda di tradurre la propria posizione competitiva in flussi di sovrareddito e, quindi, di remunerare gli azionisti con rendimenti superiori a quelli ottenibili con investimenti alternativi di pari rischio, come ad esempio quelli mediamente conseguibili investendo la stessa entità di capitale nel medesimo settore di attività.

La formula adottata per il calcolo del Capitale Economico è riconducibile a due componenti: il Capitale netto rettificato (K) e la capitalizzazione del sovrareddito (Goodwill) su un arco temporale limitato o illimitato. Pertanto si ha:

$$W = K + (R - i * K) * a_{n-1}^i$$

oppure:

$$W = \frac{K + (R - i * K)}{i}$$

dove:

K = Capitale netto rettificato.

R = Reddito medio normale atteso (come già definito nel precedente paragrafo).

n = numero definito di anni.

i = tasso di rendimento normale giudicato soddisfacente per investimenti analoghi.

i' = tasso di attualizzazione del sovrareddito, cioè della differenza (R - i*K).

6.1.5. I METODI DI VALUTAZIONE DI MERCATO

I criteri di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al *prezzo fatto in scambi in beni similari* avvenuti nel recente passato. Sono di norma applicati mediante l'utilizzo di diverse metodologie, tra cui:

- ◇ **Metodi di borsa:** il metodo di borsa consiste nel riconoscere all'azienda un valore pari a quello attribuito dal mercato borsistico nel quale le azioni della società stessa sono trattate. Il metodo di borsa si colloca nella categoria dei c.d. metodi di valutazione "diretti", ossia di metodi che fanno riferimento, per l'individuazione del valore di aziende quotate, agli effettivi prezzi espressi dal mercato in transazioni aventi ad oggetto quote di capitale dell'azienda oggetto di valutazione. Secondo tali metodi, il problema della valutazione viene pertanto affrontato con una metodologia diversa rispetto ai c.d. metodi tradizionali, basati su esplicite ipotesi del valutatore in merito ai flussi futuri attesi, alla loro tempistica e al "valore d'uso dei mezzi finanziari". Se da quanto precede i risultati dei metodi di borsa emergono da un processo logico differente da quello applicato da metodi valutativi di tipo tradizionale, essi rappresentano tuttavia un'indicazione fondamentale ai fini della determinazione del valore di società i cui titoli siano trattati su mercati regolamentati. I valori scaturenti dai prezzi di borsa, infatti, rappresentano la sintesi delle attese (e dei conseguenti giudizi di valore) della totalità degli investitori in merito alla società/titolo oggetto di valutazione. Com'è noto, se i mercati fossero perfetti, le indicazioni di prezzo desumibili dal mercato dovrebbero esaurire i processi valutativi. Tuttavia, le imperfezioni che caratterizzano i mercati borsistici possono condizionare la significatività dei prezzi fatti.
- ◇ **Metodi dei multipli di borsa:** si fondano sull'analisi della relazione esistente, per un campione di aziende quotate similari all'azienda oggetto di valutazione, tra l'andamento dei prezzi di borsa ed alcuni parametri economico patrimoniali (ad esempio ricavi, EBIT, EBITDA, patrimonio netto, etc..)

Nella valutazione di aziende non quotate il ricorso al metodo di mercato avviene principalmente a titolo di tendenziale verifica dei valori determinati a seguito dell'applicazione di altri criteri valutativi. Tale metodo implica, infatti, l'assunzione di talune ipotesi forti che in numerosi casi possono condurre a quantificare valori, che se considerati come unici riferimenti valutativi, potrebbero condurre a conclusioni di dubbio rigore e significatività. Diverso è invece il caso in cui, dopo aver determinato il valore dei titoli con l'applicazione di adeguati metodi di stima, si proceda ad un confronto degli stessi con i prezzi espressi dal mercato al fine di stabilire la accettabilità di eventuali scostamenti e contingenti divergenze.

A differenza dei metodi descritti nei precedenti paragrafi, per i quali si procede alla stima di un valore anche sulla base di informazioni interne e di apprezzamenti soggettivi dei profili di rischio, il mercato esprime dei prezzi il cui meccanismo di formulazione è complesso e condizionato dal concorso di numerose variabili anche esterne

all'impresa le quali possono non avere invece alcun rilievo nei processi di stima del valore.

6.1.6. ASPETTI METODOLOGICI NELLA VALUTAZIONE DEI GRUPPI

I principali problemi metodologici connessi alla valutazione dei gruppi trovano origine nella natura e nella tipologia di attività svolte dalla holding. Questa può infatti limitarsi a svolgere funzioni di controllo e di indirizzo delle società partecipate (holding pura) piuttosto che esercitare direttamente anche talune attività operative (holding mista).

Nei processi di valutazione dei gruppi si pone in via prioritaria il problema relativo alla scelta di procedere alla valutazione della capogruppo attraverso la stima delle singole partecipazioni piuttosto che del gruppo inteso come azienda unitaria, facendo cioè riferimento al bilancio consolidato.

Tutta la dottrina (cfr. Luigi Guatri, Trattato sulla valutazione delle aziende, Egea 1998 - pag. 388), ma anche la prassi più diffusa, è ormai unanimemente pervenuta a prediligere l'approccio secondo cui è decisamente preferibile il ricorso al bilancio consolidato, anche perché meglio risponde alle esigenze di chiarezza e trasparenza consentendo, tra l'altro, una più corretta rappresentazione del patrimonio contabile e della redditività conseguente all'uniformità dei criteri di classificazione e di valutazione degli elementi contabili, nonché una migliore rappresentazione del profilo di rischio globale connesso all'attività svolta dal gruppo in una logica unitaria, ancorché attraverso distinte società.

L'esistenza di distinte subholding di settore, oppure di aree di business omogenee per profilo di rischio, dinamiche competitive, posizionamento aziendale e contesto concorrenziale possono indurre scelte di processo valutativo che derogano dal ricorso al consolidato di gruppo. In tali casi, la disponibilità di bilanci subconsolidati meglio consente un adeguato apprezzamento delle specificità aziendali e dei differenti profili competitivi e di rischio, favorendo in tal modo una più rigorosa stima del valore del capitale economico.

6.1.6.1. Il metodo del NAV

Nella prassi e nella dottrina internazionale si è diffuso il metodo del Net Asset Value (detto anche Somma delle parti o Break-up). Il metodo del NAV si sostanzia nella determinazione del valore sulla base di una valorizzazione autonoma di gruppi omogenei di attività che compongono il business della società oggetto di valutazione. Il criterio si applica con particolare riferimento a quelle società che operano in più settori tra loro differenti o che comunque detengono o svolgono attività che possono essere valutate separatamente.

Il principio alla base del presente metodo si sostanzia nel riconoscimento che una società multibusiness, in ragione delle

peculiarità dei diversi settori in cui opera, può essere più opportunamente valorizzata attraverso una determinazione autonoma del valore delle singole attività componenti in modo che possano essere considerate e valutate le caratteristiche distintive dei comparti di business in cui questa opera.

Il metodo del NAV suggerisce pertanto di determinare il valore delle attività a partire dal valore delle singole attività componenti, le quali devono essere valorizzate sulla base del metodo ritenuto di volta in volta più idoneo; le diverse componenti possono pertanto essere valorizzate con metodologie differenti.

6.2. SCELTA DEI CRITERI E METODI DI VALUTAZIONE

Come accennato, finalità della presente relazione è fornire elementi di considerazione utili perché il Consiglio di Amministrazione di Dmail Group S.p.A. proponga alla propria Assemblea il numero di azioni da emettere a fronte del conferimento a sostegno della decisione in merito al prospettato incremento di capitale da destinare ai soci di Gidiemme Stampa S.r.l. conferenti le quote residue in loro possesso.

Pertanto, oggetto del presente lavoro è la determinazione del valore relativo del capitale economico delle Società. In tale ottica, e ai fini della scelta dei criteri e dei metodi di valutazione, valgono le seguenti considerazioni.

- ◇ In via preliminare, si rammenta che l'obiettivo perseguito in sede di valutazioni finalizzate alla determinazione di un range di azioni da emettere a fronte di conferimento non è tanto la determinazione del livello assoluto dei valori attribuiti ai capitali delle singole aziende, quanto piuttosto la loro raffrontabilità.
- ◇ Nel caso di specie, si osserva che l'attività svolta dalle due Società non è perfettamente allineata: infatti Dmail Group S.p.A. svolge, anche attraverso le proprie controllate, tanto attività commerciale (riferibile al settore "core business") quanto attività editoriale (riferibile al settore "editoria"), proprio attraverso Gidiemme stampa S.r.l. e sue controllate. Questa seconda invece non ha influenzata la propria attività editoriale da alcuna componente commerciale riconducibili a quella svolta dal settore "core business";
- ◇ Per cercare di assicurare una valutazione omogenea si è quindi proceduto alla selezione di criteri primari di valutazione uniformi, utilizzando poi metodi di verifica diversi a seconda delle tipicità della attività svolta e delle caratteristiche delle società: composita e di borsa per Dmail Group S.p.A., solo di editoria locale e non quotata per Gidiemme stampa S.r.l.;
- ◇ In particolare essendo Gidiemme stampa S.r.l. una parte significativa dell'altra società oggetto di valutazione Dmail Group S.p.A., la valutazione di questa ultima sarà effettuata come somma delle parti; in particolare quindi il valore complessivo di Dmail

Group S.p.a. sarà determinato quale sommatoria del valore riferibile alla percentuale in possesso alla data di riferimento della Gidienne Stampa S.r.l. ed del valore del settore “core business” che rappresenta nella sostanza la parte complementare del gruppo.

In relazione alla prospettata operazione di conferimento con contestuale aumento del capitale della società conferitaria, si è scelto di adottare ai fini della determinazione del numero di azioni di nuova emissione da attribuire alla società conferente le seguenti metodologie:

- il metodo del DCF nella configurazione Unlevered (quale metodo principale perché applicabile ad entrambe) applicato ai valori previsionali contenuti nei piani delle due aree individuate come “core business” e “editoria” ed ai dati delle situazioni economiche e patrimoniali al 30 giugno 2004
- il metodo delle quotazioni di Borsa (quale metodo di verifica per la Dmail Group)
- il metodo patrimoniale rettificato (quale metodo di verifica, in analogia con quanto effettuato dal perito, per la Gidienne Stampa)

Per la valutazione di Gidienne Stampa S.r.l. si è inoltre fatto riferimento alla perizia redatta dal Rag. Filippo Niccoli verificandone ed utilizzandone, se opportuno e coerente con quanto sopra, le assunzioni ed i risultati ai fini del presente lavoro.

Pare opportuno evidenziare brevemente in questa sede anche i limiti specifici e le difficoltà della presente attività di valutazione:

- utilizzo di dati previsionali: le valutazioni condotte dal management e dai suoi consulenti abituali sono fondate, tra le altre cose, su metodi che utilizzano proiezioni economiche e stime di crescita in condizioni normali (stand alone). Le variazioni che potrebbero intervenire nelle variabili macro e micro economiche hanno impatto, talvolta in modo significativo, sulle assunzioni di piano, sugli sviluppi numerici e sulle valutazioni effettuate.
- Utilizzo dei dati di borsa: la scelta di periodi di riferimento diversi e di tipologie differenti di medie può comportare differenze anche rilevanti nei risultati a cui si perviene.
- Perdite fiscali pregresse: la recuperabilità delle perdite fiscali pregresse, così come determinate dal management, è connessa allo sviluppo numerico dei piani.

7. DETERMINAZIONE DEL VALORE DELLE SOCIETA'

Come diffusamente descritto, la determinazione del valore della Dmail Group S.p.A., avverrà, nella applicazione del metodo finanziario, come somma delle parti. Di seguito quindi si esprimono separatamente le risultanze della valutazione della area "editoria" e quelle relative all'area "core business".

Ai fini dell'area "editoria" – Gruppo Gidienne Stampa abbiamo utilizzato, valutandole criticamente, le conclusioni del Rag. Niccoli ed in particolare abbiamo provveduto a ricostruire i calcoli da questi effettuati al fine di verificarne la congruità con l'impostazione teorica che precede e con le finalità del presente lavoro.

7.1. METODO FINANZIARIO

7.1.1. PERIODO DI PROIEZIONE ESPLICITA

L'arco di tempo da utilizzare ai fini delle proiezioni esplicite dei flussi finanziari dovrebbe essere definito in modo tale che, al termine di tale periodo, l'area di business abbia raggiunto uno stato di equilibrio. Infatti, le metodologie di stima del valore residuo si basano di norma sulle seguenti ipotesi principali:

- ◇ La area di business produce margini costanti, mantiene un tasso di rotazione del capitale investito costante e, pertanto, genera un tasso di rendimento sul capitale investito costante;
- ◇ La area di business cresce a tassi costanti e reinveste nell'attività operativa la stessa proporzione dei flussi lordi generati annualmente;
- ◇ La area di business ottiene un tasso di rendimento costante su tutti i nuovi investimenti.

D'altro canto, l'estendersi del periodo di proiezione esplicita ad un arco di tempo eccessivamente lungo comporta problemi di stima delle grandezze economico patrimoniali, dovuti alla difficoltà di prevedere con ragionevole certezza eventi e condizioni che si realizzeranno in un futuro lontano.

Nel caso di specie, considerata l'incertezza di effettuare previsioni puntuali circa i flussi economico, patrimoniali e finanziari attesi nel medio-lungo termine, il management delle Società ha predisposto un piano economico e patrimoniale limitato al periodo 2004-2009.

Peraltro, nelle applicazioni tipiche del metodo in esame alle aziende industriali e commerciali, la scelta del numero di anni si orienta

generalmente nel senso di preferire il riferimento ad un periodo di 3-5 anni.

Sulla scorta di quanto precede, in conformità all'orientamento della dottrina prevalente e della prassi professionale, il numero di anni **n** utilizzato ai fini della proiezione esplicita dei flussi è stato posto pari a **5 oltre il secondo semestre 2004**.

7.1.2. DETERMINAZIONE DEL VALORE TEORICO DEL CAPITALE ECONOMICO

In applicazione del criterio finanziario nella configurazione UDCF sopra descritta procediamo nella determinazione delle singole grandezze nel modo seguente:

(A) Flussi finanziari unlevered per il periodo di proiezione esplicita

Nel metodo dell'UDCF, i flussi finanziari $F_{(t)}$ per il periodo di proiezione esplicita da attualizzare sono quelli *unlevered*, ossia i flussi annui di cassa resi disponibili dalla sola attività operativa della Società, al lordo di tutte le componenti finanziarie quali, ad esempio, accensioni e rimborsi di finanziamenti, oneri finanziari, variazioni relative a componenti del patrimonio netto.

Nel caso di specie, i flussi finanziari *unlevered* $F_{(t)}$ delle due aree di Business per il periodo di proiezione esplicita 2004 – 2009, determinati sulla base del piano predisposto dal management delle Società, sono determinate come segue:

Area “Editoria”

EUR migliaia	Piano 2004 II° sem.	Piano 2005	Piano 2006	Piano 2007	Piano 2008	Piano 2009
Valore della produzione	7.090,6	14.899,1	15.295,2	15.907,0	16.543,3	17.205,1
EBITDA	683,4	1.783,1	1.654,6	1.720,8	1.789,6	1.861,2
Meno: Ammortamenti e Svalutazioni	(296,2)	(577,6)	(486,3)	(475,1)	(429,1)	(413,3)
EBIT	387,2	1.205,5	1.168,3	1.245,7	1.360,5	1.447,9
Meno: Imposte sull'EBIT	(206,8)	(557,3)	(559,1)	(592,9)	(640,8)	(678,7)
NOPLAT	180,3	648,2	609,3	652,8	719,7	769,2
Più: Ammortamenti e Svalutazioni	296,2	577,6	486,3	475,1	429,1	413,3
Meno: Investimenti lordi in immobilizzazioni	(26,6)	(1.205,0)	(0,0)	0,0	0,0	0,0
Meno: Variazione del Capitale Circolante Netto	(76,4)	(109,2)	(114,1)	(107,0)	(111,3)	(115,8)
Altre variazioni	75,8	121,3	126,2	129,5	134,7	140,1
After-tax unlevered free cash flows	449,3	32,8	1.107,6	1.150,4	1.172,2	1.206,8

Area “Core Business”

EUR migliaia	Piano 2004 II° sem.	Piano 2005	Piano 2006	Piano 2007	Piano 2008	Piano 2009
Valore della produzione	14.353,7	32.272,9	33.645,0	34.884,0	36.169,6	37.714,1
EBITDA	1.086,3	3.601,3	3.759,2	3.729,6	3.689,8	3.849,3
Meno: Ammortamenti e Svalutazioni	(626,3)	(1.123,1)	(1.151,0)	(1.279,0)	(1.147,0)	(1.131,0)
EBIT	460,0	2.478,1	2.608,1	2.450,6	2.542,8	2.718,3
Meno: Imposte	(217,6)	(1.047,8)	(1.101,6)	(1.048,6)	(1.088,9)	(1.160,5)
NOPLAT	242,4	1.430,4	1.506,5	1.402,0	1.453,9	1.557,8
Più: Ammortamenti e Svalutazioni	626,3	1.123,1	1.151,0	1.279,0	1.147,0	1.131,0
Meno: Investimenti lordi in immobilizzazioni	91,3	(975,0)	(621,2)	(619,1)	(619,8)	(623,8)
Meno: Variazione del Capitale Circolante Netto	1.190,9	771,1	269,0	(57,2)	(57,6)	(442,5)
Variazioni TFR e fondi	(136,1)	(150,7)	(202,8)	(201,8)	(196,1)	(184,7)
altre variazioni operative	(1,1)	1,0	0,4	0,3	0,4	0,4
After-tax unlevered free cash flows	2.013,7	2.199,9	2.102,9	1.803,2	1.727,8	1.438,2

Per ciò che concerne l'area "core business" è stata effettuata una iscrizione proforma al 30 giugno 2004 dell'importo di euro/migliaia 3.353,1 nella voce crediti per omogeneità con quanto previsto nei piani predisposti dal management che includono l'iscrizione di "crediti per imposte" fin dal secondo semestre 2004. Tale iscrizione proforma è stata necessaria per consentire la corretta determinazione dei flussi di cassa utili alla valutazione ed è relativa a perdite pregresse e differenze temporanee recuperabili.

Le imposte figurative sul reddito operativo della Società sono state determinate sulla base delle aliquote fiscali vigenti.

(B) Valore residuo

Ai fini della stima del valore residuo, diversi approcci alternativi sono proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente. In particolare, il valore residuo $F_{(m)}$ può essere determinato come:

- ◇ *Valore di liquidazione dell'attivo*: si ipotizza che il valore residuo sia pari ad una stima dei flussi di cassa ottenibili dalla vendita degli *assets* della Società, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di previsione esplicita;
- ◇ *Valore derivante dall'impiego di moltiplicatori empirici tipo P/E o P/BV*: si ipotizza che la Società assuma un valore pari ad un multiplo del suo utile futuro atteso;
- ◇ *Formula della perpetuità di crescita del flusso finanziario disponibile*: si ipotizza che il flusso di cassa della Società cresca ad un tasso costante (g) oltre il periodo di proiezione esplicita e che il valore residuo sia pari alla capitalizzazione del flusso di cassa normalizzato della società atteso in futuro. Questo modello presuppone che il fattore di capitalizzazione sia determinato come differenza tra il WACC ed il tasso di crescita atteso in perpetuità (g);
- ◇ *Formula della convergenza*: si ipotizza che il valore residuo corrisponda al reddito operativo netto normalizzato, capitalizzato in base al WACC meno il tasso di crescita atteso in perpetuità (g).

Ai fini del presente lavoro, si è fatto riferimento a quest'ultima alternativa, che trova espressione nella seguente formula:

$$F_{(n)} = \frac{NOPLAT_{(n+1)}}{WACC - g} = \frac{NOPLAT_{(n)} \cdot (1 + g)}{WACC - g}$$

dove:

NOPLAT_(n+1) NOPLAT, ovvero il reddito operativo al netto delle imposte (“*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*”), applicato al primo anno seguente il periodo di previsione esplicita;

WACC Costo medio ponderato del capitale investito (*cfr.* paragrafo D);

g Tasso di crescita del NOPLAT atteso in perpetuità.

Tale impostazione si basa sull’ipotesi che, nel lungo termine, il flusso di cassa disponibile sia pari alla redditività operativa (al netto delle imposte figurative), essendo sia le variazioni di circolante sia gli investimenti netti pari a zero. In sostanza, si assume dunque che la Area di business genererà, a tempo indeterminato, flussi finanziari derivanti dalla gestione non significativamente influenzati da ulteriori dinamiche di investimenti in ulteriore capacità produttiva, né da ulteriori fabbisogni di capitale circolante dovuti ad aumenti nel volume di attività.

Sulla scorta di quanto precede, il flusso finanziario generabile a tempo indeterminato dalla Area di business è stato identificato nel reddito operativo al netto delle imposte, pari al flusso di cassa atteso nell’ipotesi di assenza di variazioni significative nel capitale circolante netto e negli investimenti netti.

In particolare, il livello di redditività operativa al netto di imposte generabile in futuro è stato determinato sulla base del reddito operativo stimato nell’ultimo anno di proiezione (2009), poiché ritenuto rappresentativo di un livello di redditività sostenibile nel lungo termine.

Secondo quanto suggerito da autorevole dottrina (L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, 1998), il tasso di crescita **g** da assumere è quello che ragionevolmente può essere mantenuto dalla Società a tempo indefinito, in considerazione dello stato di maturità del settore; su orizzonti lunghi è comunque praticamente impossibile sostenere una crescita eccedente quella dell’economia nel suo complesso. Tenuto conto di quanto precede, ai fini della presente valutazione si è ritenuto opportuno fare riferimento, nella determinazione del fattore **g**, a quest’ultima impostazione, assumendo un valore pari a **1,5%**.

(C) Costo medio ponderato del capitale investito

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

rappresentativo del costo medio del capitale investito nella Società. Tale tasso è denominato *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*.

Il WACC è definito come segue.

$$\text{WACC} = w_e \cdot i_e + w_d \cdot i_d \cdot (1 - t)$$

dove:

- w_e Peso attribuito al capitale proprio;
- w_d Peso attribuito al capitale di terzi (debiti onerosi);
- i_e Costo del capitale proprio;
- i_d Tasso di interesse medio sul capitale di terzi (debiti onerosi);
- t Aliquota fiscale teorica della Società.

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

(i) Costo del capitale proprio

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

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

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

dove:

- r_f Tasso di rendimento di attività prive di rischio;
- $(r_m - r_f)$ Premio di mercato;
- Beta** Coefficiente di regressione di una retta che rappresenta la relazione intercorrente fra il saggio di ritorno offerto dal titolo e quello del mercato nel suo complesso;
- Alfa** Premio per il rischio aggiuntivo (non utilizzato poiché non determinabile oggettivamente).

Nel caso di specie, tali parametri devono essere determinati in modo distinto per tenere conto delle peculiarità di ciascuno dei due business "Editoria" e "Core business". Pertanto possiamo procedere nel seguente modo:

Area "Editoria"

- r_f = 4,58%, pari al rendimento effettivo dei Titoli di Stato a medio-lungo termine in vigore alla data di riferimento;

$(r_m - r_f) = 4\%$, pari alla media del premio per il rischio di mercato indicato dalle principali banche dati mondiali per il contesto italiano;

$\beta_l = 0,94$, corrispondente al coefficiente beta levered della Società desunto da un campione di società comparabili (definito da Monrif e quello medio di settore Printing & publishing. Fonte Factiva 2004);

Il costo del capitale proprio i_c della Società è stato pertanto quantificato come segue:

<i>Area "editoria"</i>	<i>Importi</i>
Risk free rate	4,58%
<i>Market premium</i>	4,0%
<i>Coefficiente beta levered della Società</i>	0,94
Premio per il rischio	3,77%
<i>Costo del capitale proprio</i>	<u>8,35%</u>

Area "Core Business"

$r_f = 4,58\%$, pari al rendimento effettivo dei Titoli di Stato a medio-lungo termine in vigore alla data di riferimento;

$(r_m - r_f) = 4\%$, pari alla media del premio per il rischio di mercato indicato dalle principali banche dati mondiali per il contesto italiano;

$\beta = 0,97$, corrispondente al coefficiente beta levered della Società desunto da un campione di società comparabili (settore mail order and catalog shopping. Fonte Factiva 2004);

Il costo del capitale proprio i_c della Area "Core business" è stato pertanto quantificato come segue:

<i>Area "Core business"</i>	<i>Importi</i>
Risk free rate	4,60%
<i>Market premium</i>	4,0%
<i>Coefficiente beta levered della Società</i>	0,97
Premio per il rischio	3,87%
<i>Costo del capitale proprio</i>	<u>8,47%</u>

(ii) Costo del capitale di terzi

Il costo del capitale di debito $i_d \cdot (1 - t)$ della Società, da utilizzare ai fini del calcolo del WACC, è pari al tasso del capitale di terzi (tasso sui debiti onerosi esclusi dal calcolo dei flussi finanziari *unlevered*) i_d , al netto della fiscalità media figurativa t della Società, applicata per tenere conto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

Il costo del capitale di debito $i_d \cdot (1 - t)$ della Società è stato determinato, sulla base dei valori medi di mercato, in misura pari al

3% netto, con riferimento ad un costo medio del debito a livello di gruppo dell'4,5% e ad un'aliquota fiscale del 33%.

(iii) Struttura finanziaria della Società

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

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

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

Nel caso di specie, si è ritenuto opportuno fare riferimento a quest'ultima alternativa.

I pesi attribuiti al capitale di rischio w_e e al capitale di debito oneroso w_d sono stati determinati, in misura pari, al 79,5% per l'area "editoria" e al 3% per l'area "Core Business".

(iv) Determinazione del costo medio ponderato del capitale investito

Sulla scorta di quanto precede, il costo medio ponderato del capitale investito WACC della Società, da utilizzarsi ai fini dell'attualizzazione dei flussi finanziari *unlevered* $F_{(t)}$ per il periodo di proiezione esplicita e del valore residuo $F_{(n)}$, è stato determinato in misura pari a:

Area "editoria"	al 6,00%.
Area "core business"	al 8,30%.

Nella valutazione si è tenuto conto anche di una analisi di sensitività sui tassi che viene espressa.

(D) Valore operativo

Sulla base delle grandezze individuate nelle precedenti sezioni, il valore “operativo” del capitale strumentale investito nelle due aree di business (pari alla somma del valore attuale dei flussi finanziari *unlevered* $F_{(t)}$ generati dalla Società nel periodo di proiezione esplicita e del valore residuo $F_{(n)}$, attualizzati ad un tasso pari al costo medio ponderato del capitale WACC.

I risultati ottenuti sono espressi nelle seguenti tabelle:

Area “editoria”

Discounted Cash flows		+	PV of Terminal Value at a Perpetual 2009 NOPLAT Growth Rate of	=	Enterprise Value
Discount Rate	2004-2009		1,5%		1,5%
5,9%	4.155,78		12.995,1		17.150,9
6,0%	4.141,76		12.639,6		16.781,4
6,1%	4.126,42		12.267,0		16.393,4

Il valore operativo comprensivo del valore residuo è pertanto pari a:

euro/migliaia 16.781,4

Area “core business”

Discounted Cash flows		+	PV of Terminal Value at a Perpetual 2005 NOPLAT Growth Rate of	=	Enterprise Value
Discount Rate	2004-2009		1,5%		1,5%
8,2%	9.126,73		15.251,1		24.377,8
8,3%	9.104,99		14.951,2		24.056,2
8,4%	9.083,34		14.660,4		23.743,7

Il valore operativo comprensivo del valore residuo è pertanto pari a:

euro/migliaia 24.056,2

(E) Valore dei surplus assets

Il valore “operativo” delle singole società individuato nella precedente sezione non comprende, come già ricordato, il valore delle attività accessorie non strategiche o strumentali (“*surplus assets*”), la cui ipotetica liquidazione alla data di riferimento della valutazione non viene giudicata compromettente la futura attività economica delle stesse.

Nel caso di specie, sulla base delle informazioni tratte dai bilanci delle singole aree di business e dalle discussioni intercorse con i rispettivi

management e consulenti, alla data di riferimento della presente valutazione, le società detengono i seguenti surplus assets che, secondo la metodologia proposta, debbono essere valutate separatamente e, quindi, aggiunte al loro rispettivo valore operativo:

Area Editoria

Euro/migliaia 642,5 (costituite da immobili non operativi)

Dmail Group

Euro/migliaia 366,2 (valore di competenza degli immobili Gidiemme Stampa)

(F) Consistenza dei debiti onerosi

Ai fini della determinazione del valore corrente teorico delle due aree di business, è quindi necessario sottrarre dal valore del capitale investito come sopra determinato l'ammontare complessivo dei debiti onerosi **L** (definita anche come posizione finanziaria netta o PFN) attribuibili specificamente alle medesime aree alla data di riferimento della valutazione.

Tale fase di valutazione merita un distinguo per la valutazione delle due aree di business ed un approfondimento per la valutazione della Dmail Group.

Si ricorda che il piano predisposto dal management tiene conto anche dei leasing riclassificata secondo quanto prevede lo IAS 17.

Infatti, per quest'ultima, ai fini della determinazione del valore teorico del capitale netto è possibile procedere in due modi:

- Determinando l'equity value di ciascuna area di business (sommando gli Enterprise Value e PFN di ogni area) e procedendo alla somma dei due valori ottenuti. In tale caso è opportuno definire la PFN di ciascuna area di business e pertanto:

- Area “editoria” **euro/migliaia 4.329**
- Area “core business” **euro/migliaia 2.054,1**

Questo criterio è comunque applicabile per determinare il valore teorico del capitale netto dell'area “editoria”

- Determinando l'Enterprise Value di ciascuna delle due aree di business e sottraendo la PFN della Dmail Group per determinarne l'equity value.

- **PFN di Dmail Group euro/migliaia 4.521,6**

È opportuno precisare che, in ogni caso, entrambi i metodi portano al medesimo risultato finale.

(G) Valore teorico del capitale economico delle due entità oggetto di valutazione

Tenuto conto di quanto precede, alla data di riferimento della presente valutazione, i valori ottenuti sono i seguenti:

Valore teorico del capitale economico del Gruppo Gidiemme Stampa - Area “editoria” del gruppo Dmail

Il valore teorico del capitale economico del Gruppo Gidiemme Stampa è determinato nel modo seguente:

GDM Group						
Enterprise Value g=1,5%	+	Assumed Debt 30-giu-04	+	Surplus asset	=	Equity value g=1,5%
17.150,9		(4.329,0)		642,5		13.464,4
16.781,4		(4.329,0)		642,5		13.094,9
16.393,4		(4.329,0)		642,5		12.706,9

Il valore teorico del capitale economico del Gruppo Gidiemme Stampa è pari a

euro/migliaia 13.094,9

Il valore teorico del 43% del capitale di Gidiemme Stampa è quindi pari a

euro/migliaia 5.630,8

Valore teorico del capitale economico della Dmail Group S.p.A.

Il valore teorico del capitale economico della Dmail Group S.p.A. è determinato nel modo seguente:

D-mail Group						
Enterprise Value g=1,5%	+	Assumed Debt 30-giu-04	+	Surplus asset	=	Equity Value g=1,5%
34.153,8		(4.521,6)		366,2		29.998,5
33.621,6		(4.521,6)		366,2		29.466,2
33.088,0		(4.521,6)		366,2		28.932,6

L’enterprise value si ottiene sommando quello relativo all’area “core business” ed il 57% di quello relativo all’area “editoria”.

Il valore teorico del capitale economico della Dmail Group è pari a

euro/migliaia 29.466,2

Il numero di azioni emesse da Dmail Group è pari a 6.450.000.

Il valore teorico per azione è pari pertanto a:

euro 4,5681

7.2. METODI DI VERIFICA

Per il Gruppo Gidiemme e per la Dmail Group sono stati utilizzati specifici criteri di verifica delle valutazioni effettuate con il metodo principale. Tali criteri si propongono di verificare la correttezza dei risultati ottenuti procedendo alla valutazione con metodologie di valutazione che meglio si attagliano alle singole entità oggetto di valutazione. Per il Gruppo Gidiemme Stampa – Area “editoria” è stato utilizzato, conformemente a quanto effettuato dal perito Rag. Niccoli, il metodo patrimoniale complesso mentre per la Dmail Group è stato applicato il metodo di mercato che utilizza le quotazioni di Borsa.

7.2.1. AREA “EDITORIA” - APPLICAZIONE DEL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO

Quale metodo di confronto e verifica, ai fini della stima del valore della Area “editoria” – rappresentata come già più volte ribadito dalle attività svolte nel gruppo Gidiemme Stampa - come detto si procede alla considerazione del metodo patrimoniale complesso.

Il valore della patrimonio netto contabile consolidato alla data di riferimento della perizia, espresso da perito e ricavato dai prospetti di bilancio è pari a euro/migliaia 770,87

Le rettifiche di valore interessano due distinti aggregati:

- ◇ il valore delle “testate” non espresso nella contabilità;
- ◇ il valore di mercato degli immobili.

Su entrambi dovrà essere scontato l’effetto fiscale sulle plusvalenze emergenti.

La situazione patrimoniale consolidata è riportata nel seguente prospetto:

Gruppo GDM		PASSIVO E PATRIMONIO NETTO	
STATO PATRIMONIALE	Consolidato		30/06/2004
ATTIVO	30/06/2004		
A) CREDITI V/ SOCI PER VERS. ANCORA DOVUTI	0	A) PATRIMONIO NETTO:	
B) IMMOBILIZZAZIONI		I Capitale	52.000
I - Immobilizzazioni immateriali:	0	II Riserva da soprapprezzo delle azioni	108.392
1) Costi di impianto e di ampliamento	12.546	III Riserve di rivalutazione	0
2) Costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità	8.349	IV Riserva legale	0
3) Dir. di brevetto indu. e dir. di utilizz. opere dell'ingegn.	124.035	V Riserva per azioni proprie in portafoglio	0
4) Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	1.045.030	VI Riserve statutarie	0
5) Avviamento	0	Totale	160.392
5 bis) Differenza di consolidamento	91.410	VII Altre Riserve: riserva straordinaria	0
6) Immobilizzazioni in corso ed acconti	0	VII Altre Riserve: Riserva consolidata	(98.836)
7) Altre	18.467	VII Altre Riserve: Riserva di consolidamento	77.119
Totale	1.299.837	VII Altre Riserve: art. 55 editoria	0
II - Immobilizzazioni materiali:		VII Altre Riserve:	0
1) Terreni e fabbricati	1.916.453	Totale	(21.717)
2) Impianti e macchinari	181.470	VIII Utili (perdite) portati a nuovo	0
3) Attrezzature industriali e commerciali	25.346	IX Utile (perdita) dell'esercizio	18.926
4) Atri beni	264.885	Totale patrimonio netto per il gruppo	157.601
5) Immobilizzazioni in corso ed acconti	0	Patrimonio Netto di terzi	613.273
Totale	2.388.154	Totale patrimonio netto	770.875
III - Immobilizzazioni finanziarie:		B) FONDI PER RISCHI E ONERI:	
1) Partecipazioni in:	0	1) Per trattamento di quiescenza e obblighi simili	0
a) imprese controllate	0	2) Per imposte	101.886
b) imprese collegate	40.000	3) Altri	739
c) altre imprese	50.174	Totale	102.625
Totale	90.174	C) TRATT.TO DI FINE RAPP. DI LAV. SUBORD.	630.511
2) Crediti verso:		D) DEBITI:	
a1) imprese controllate a breve	0	1) Obbligazioni a breve	0
b1) imprese collegate a breve	0	1a) Obbligazioni a m/l termine	0
c1) imprese controllanti a breve	0	2) Obbligazioni conv. a breve	0
d1) altri a breve	0	2a) Obbligazioni a m/l termine	0
d2) altri a m/l termine	32.266	3a) Debiti verso banche a breve	2.025.218
Totale	32.266	3b) Debiti verso banche a m/l termine	535.807
3) Altri titoli	0	4a1) Debiti verso altri finanziatori a breve	1.694.199
4) Azioni proprie (indicazione anche del valore nominale)	0	4a2) Debiti verso altri finanziatori a m/l termine	0
Totale	122.441	5a) Acconti a breve	0
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI (B)	3.810.431	5b) Acconti a m/l termine	0
C) ATTIVO CIRCOLANTE		6a) Debiti verso fornitori a breve	1.864.569
I - Rimanenze:	0	6b) Debiti verso fornitori a m/l termine	267.895
1) Materie prime, sussidiarie e di consumo	0	7a) Debiti rappresentati da titoli di credito a breve	0
2) Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati	0	7b) Debiti rappresentati da titoli a m/l termine	0
3) Lavori in corso su ordinazione	0	8a) Debiti verso imprese controllate a breve	0
4) Prodotti finiti e merci	215.807	8b) Debiti verso imprese controllate a m/l termine	0
5) Acconti	0	9a) Debiti verso imprese collegate a breve	0
Totale	215.807	9b) Debiti verso imprese collegate a m/l termine	0
II - Crediti		10a) Debiti verso controllanti a breve	0
1a) verso clienti a breve	4.932.395	10b) Debiti verso controllanti a m/l termine	0
2a) verso imprese controllate a breve	0	11a) Debiti tributari a breve	462.461
3a) verso imprese collegate a breve	0	11b) Debiti tributari a m/l termine	741
4a) verso imprese controllanti a breve	0	12a) Debi.v/ist. di prev. e di sicu.soc. a breve term.	86.735
5a) verso altri a breve	241.388	12b) Deb.v/ist. di prev. e di sicu.soc. a m/l termine	22.068
Totale	5.173.783	13a) Altri debiti a breve	544.359
III - Attività finanziarie che non costituiscono immobiliz.	0	13b) Altri debiti a m/l termine	61.975
1) Partecipazioni in imprese controllate	0	Totale	7.566.028
2) Partecipazioni in imprese collegate	0	E) RATEI E RISCOINTI PASSIVI	651.366
3) Altre partecipazioni	0	TOTALE PASSIVO	8.950.530
4) Azioni proprie con indic.ne anche del val. nom. comm.	0	TOTALE PATRIMONIO NETTO E PASSIVO	9.721.404
5) Altri titoli	0		
Totale	0		
IV - Disponibilità liquide:			
1) Depositi bancari e postali	269.052		
2) Assegni	4.814		
3) Danaro e valori in cassa	7.041		
Totale	280.907		
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE (C)	5.670.497		
D) RATEI E RISCOINTI	240.474		
TOTALE ATTIVO	9.721.402		

Detta situazione non è stata oggetto di revisione da parte della società incaricata.

L'analisi dei singoli valori contabili non porta a rilevare ulteriori rettifiche, ai fini della presente valutazione e del metodo qui utilizzato, rilevanti ad eccezione delle fattispecie di seguito riportate.

(a) Accertamento delle eventuali differenze fra il valore corrente e il

valore contabile delle attività e delle passività patrimoniali;

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI: IMMOBILI

Il perito rag. Niccoli così scrive nella propria perizia: “Il valore degli immobili presenti nello stato patrimoniale consolidato del gruppo Gidienne Stampa è pari Euro 1.916.453. Tale posta contabile è comprensiva di un immobile in Leasing (sito a Lecco come indicato nella successiva tabella) riclassificato secondo i criteri IAS 17. Non sono compresi nel valore contabile indicato poiché non riclassificati due box anch’essi in Leasing. Per questi ultimi, vista la scarsa significatività del valore, non si è proceduto ad una specifica valutazione. Per completezza di informazione si indicano comunque il valore di perizia e quello iscritto nelle schede extracontabili della Società Editrice Lecchese come valore del bene.

Rispetto alle consistenze contabili è stato dato incarico, direttamente dal management della società, ad un perito perché procedesse alla determinazione del valore di mercato degli immobili strumentali e non strumentali allo svolgimento della attività.

In particolare, il perito, nei documenti prodotti ed allegati alla presente perizia, è giunto alla determinazione dei seguenti valori di riferimento:”

Descrizione del bene	Valore contabile netto al 30.06.04	Valore di perizia al 30.06.04	Differenziale di valore
Palazzina Uffici sito a RHO, Via Castelli Fiorenza, n 34 - Zona centrale. Proprietà Gidienne Stampa S.r.l.	€ 569.418,60	€ 662.000,00	€ 92.581,40
Appartamento sito in RHO, Largo Kennedy, n 1 – piano settimo. Proprietà Gidienne Stampa S.r.l.	€ 345.602,71	€ 405.000,00	€ 59.397,29
Ufficio sito in Merate, Via Cerri n 135. Proprietà (escluso box in leasing) Promotion Merate S.r.l.	€ 302.790,40	€ 551.174,00	€ 248.383,60
Appartamento sito in Merate, Via Baulini, n 10 – Zona centrale. Proprietà Promozione Merate S.r.l.	€ 64.175,64	€ 237.500,00	€ 173.324,36
Ufficio sito a Lecco in via Aspromonte, n 52 - Immobile in Leasing	€ 634.465,81	€ 1.017.000,00	€ 382.534,19
Totale	€ 1.916.453,16	€ 2.872.674,00	€ 956.220,84
Box Via Cerri, n. 35 (in leasing)	€ 28.921,00	€ 30.000,00	n.a.

Abbiamo proceduto a verificare le determinazioni del perito riscontrandole con la documentazione fornitaci dalla società e abbiamo rilevato la correttezza dei calcoli effettuati.

IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI: TESTATE EDITORIALI

Il perito rag. Niccoli così scrive nella propria perizia: “*In particolare per la quantificazione delle grandezze medie aziendali si è considerato la consistenza al 31.12.2003, 31.12.2003 e quella attesa 31.12.2004 (comprensiva quindi del secondo semestre previsionale) che sono di seguito riportate (valori in migliaia):*

	2004	2003	2002	medio
F	4.520	4.620	4.567	4.569
P ₁	8,200	8.038	7.881	8.039
P ₂	0	0		0
R	0	0		0

Per quanto riguarda invece il valore dei moltiplicatori da considerare si è ritenuto di utilizzare, per prudenza, i livelli minimi assunti dalla dottrina. (GUATRI, Trattato di valutazione di aziende, EGEA 2001).

La applicazione dei moltiplicatori assunti ai valori medi aziendali delle poste contabili considerate conduce alla determinazione dei seguenti valori

	Risultato ottenuto	Valori contabili	moltiplicatori
+ aF	4.569,00	4.569,00	1
+ b ₁ P ₁	16.079,33	8.039,67	2
+ b ₂ P ₂	-	-	1
- cR	-	-	3
V(t)	20.648,33		

*Si evince quindi che il valore lordo attribuibile alle testate è pari a (valori in migliaia) **20.648,33***

Dal momento che le consistenze riferibili al valore delle testate nel bilancio consolidato Gidienne al 30 giugno 2004 è pari a Euro 1.172,53 la rettifica di valore risulta essere pari a (valori in migliaia):

Euro 19.475,80.”

Abbiamo proceduto a verificare le determinazioni del perito e abbiamo rilevato la correttezza dei calcoli effettuati.

(b) Calcolo della fiscalità figurativa sulle eventuali differenze

accertate

Il carico fiscale figurativo utilizzato dal perito, pari al 30% è perfettamente divisibile.

In conclusione, l'impatto fiscale figurativo complessivamente determinato in relazione alle valutazioni effettuate ammonta a (valori in migliaia):

Euro 6.129,61

(c) Calcolo del patrimonio netto rettificato

Sulla base delle rettifiche sopra illustrate e delle indicazioni fornite nell'ambito del calcolo della fiscalità figurativa su tali rettifiche, il patrimonio netto rettificato della Società è determinato come segue:

Determinazione del Patrimonio Netto Rettificato al 30 giugno 2004			
<i>Importi in migliaia</i>			
w	Patrimonio netto contabile consolidato		<u>€ 770,87</u>
a	Immobili		<u>€ 956,22</u>
b	Valore delle testate		<u>€ 19.475,80</u>
a+b	Rettifiche lorde		<u>€ 20.432,02</u>
c	Effetto della fiscalità	30%	<u>€ 6.129,61</u>
a+b-c	Rettifiche nette		<u>€ 14.302,42</u>
W'=w+a+b-c	Patrimonio netto rettificato		<u>€ 15.073,29</u>

Il valore teorico del capitale economico determinato con il criterio patrimoniale è superiore a quello determinato con il metodo principale ma esprime valori con questo compatibili e pertanto, a parere degli scriventi, conferma quanto assunto con il metodo finanziario.

7.2.2. DMAIL GROUP S.P.A.- APPLICAZIONE DEL METODO DI BORSA

La determinazione del valore di Dmail Group S.p.A. sopra descritta, viene anche verificata attraverso la applicazione del metodo di borsa.

7.2.2.1. Determinazione delle grandezze

Il metodo in questione richiede la stima di un “prezzo medio” giudicato ragionevolmente espressivo dell’apprezzamento del mercato delle azioni oggetto di valutazione.

Ai fini della determinazione del “prezzo medio” debbono essere affrontate le seguenti tematiche:

- ◇ *Scelta dell’orizzonte temporale* con riguardo al quale osservare i prezzi da porre a base della costruzione del valore medio;
- ◇ *Scelta del tipo di media* da utilizzare.

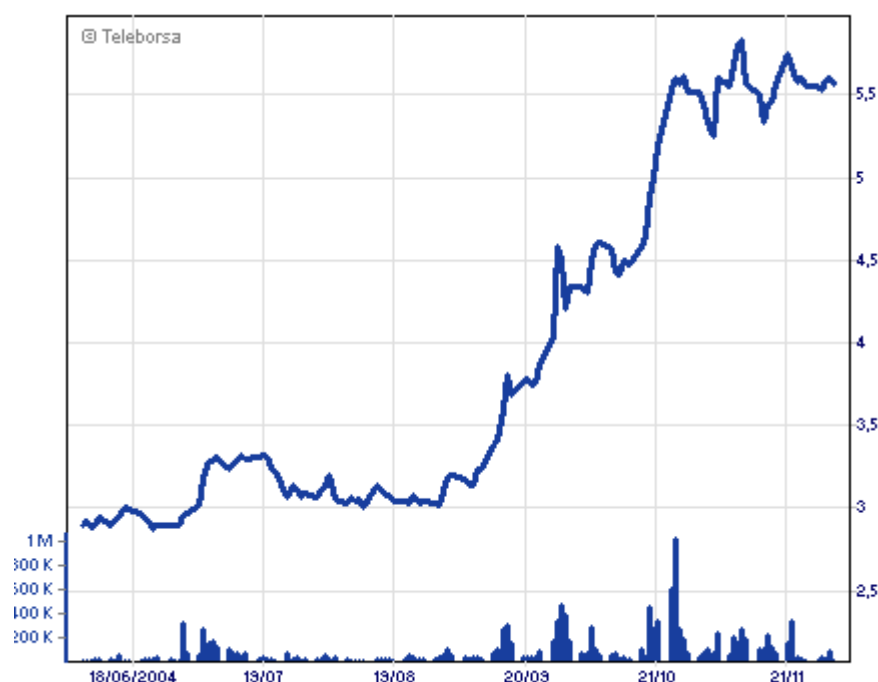
7.2.2.2. Scelta dell’orizzonte temporale

In generale, la dottrina e la prassi professionale prevalenti suggeriscono che il periodo preso a riferimento sia sufficientemente lungo per superare la variabilità tipica del breve termine e la ridotta attendibilità dei corsi per la presenza di eventuali componenti congiunturali ed emotive.

D’altro canto, l’eccessivo estendersi dell’orizzonte temporale di riferimento potrebbe ridurre la significatività dei prezzi fatti qualora questi riflettano situazioni aziendali o di mercato superate alla data di riferimento della valutazione.

Sulla scorta di quanto precede, si è ritenuto di effettuare le nostre osservazioni sul periodo di 6 mesi antecedenti la data di approvazione della operazione, nella considerazione che il corso di borsa degli ultimi sei mesi abbia espresso in modo compiuto i valori ancora latenti al 30 giugno 2004.

L’andamento delle quotazioni dei titoli delle società è riportato nel seguito.



Nota: il corso dei titoli Dmail Group negli ultimi 6 mesi è rappresentato nella riga di colore Blu. Le barre in basso rappresentano l'andamento dei volumi scambiati.

7.2.2.3. Scelta del tipo di media

Per la composizione di grandezze assolute in valori di sintesi (quali, ad esempio, “prezzi fatti” su titoli azionari), dottrina e prassi professionale indicano come alternative le medie aritmetiche nelle due versioni semplice e ponderata (assumendo quale coefficiente di ponderazione i volumi scambiati), attribuendo peraltro alla seconda un maggiore significato segnaletico.

In particolare, nel caso di stima di “prezzi fatti”, la media ponderata è ritenuta generalmente più adeguata in quanto i prezzi che concorrono a formarla assumono nel conteggio finale un diverso peso in funzione della circostanza che essi si formino a seguito di un maggior volume di scambi, ovvero che essi siano il frutto di incontri di flussi di domanda e di offerta del titolo aventi natura contingente.

Tenuto conto di quanto sopra ai fini della stima del valore teorico delle azioni, si ritiene di adottare la funzione della media ponderata.

La tabella che segue riepiloga i risultati principali cui siamo pervenuti:

Importi in Euro

	<i>Orizzonte temporale antecedente al 2.12.2004</i>
<i>Media ponderata</i>	<i>6 mesi</i>
Azioni ordinarie Dmail Group	4,5759

Fonte: Nostre elaborazioni su dati Borsa Italia

Tenuto conto di quanto precede, il valore di ciascuna azione ordinaria di Dmail Group S.p.A. è stato determinato in Euro 4,5759.

7.2.2.4. Determinazione del valore con il metodo di borsa

Sulla scorta di quanto precede, il valore corrente teorico del capitale economico **W** di Dmail Group S.p.A. derivante dall'applicazione del metodo di borsa, utilizzando la media ponderata dei corsi dell'ultimo anno, viene determinato come segue:

<i>Dmail Group</i>	<i>Valore per azione (Euro)</i>	<i>Numero azioni</i>	<i>Totale (migliaia diEuro)</i>
Azioni Ordinarie	4,5759	6.450.000	29.514,5
Capitalizzazione teorica di borsa con il metodo di borsa			29.514,5

Il risultato ottenuto in applicazione del metodo delle quotazioni di Borsa è coerente con quello ottenuto utilizzando il metodo Finanziario.

8. DETERMINAZIONE DEL NUMERO DI AZIONI DI NUOVA EMISSIONE

Sulla base dei valori attribuiti alle Società, si sono ottenuti i seguenti risultati:

Range di valori	5.789,7	5.630,8	5.464,0
29.998,5	1.244.843	1.210.684	1.174.810
29.466,2	1.267.329	1.232.553	1.196.031
28.932,6	1.290.702	1.255.285	1.218.090

Il range di azioni di nuova emissione è determinato utilizzando valori ottenuti in base ad una piccola analisi di sensitività effettuata sul WACC pari a +/- 0,1%.

Il valore centrale evidenziato corrisponde al numero teorico di azioni di nuova emissione che si otterrebbe utilizzando i valori ottenuti con i valori propri del WACC di ciascuna delle entità coinvolte.

Il valore per azione corrispondente al valore centrale è pari a 4,5681.

9. CONCLUSIONI

Sulla base del procedimento di valutazione di Gidiemme Stampa S.r.l. e di Dmail Group S.p.A. illustrati nella sezione 7 della presente relazione, si è proceduto, nella sezione 8, alla determinazione del numero delle azioni di nuova emissione che Dmail Group S.p.A. dovrà emettere a fronte del conferimento effettuato dai soci detentori del 43% di Gidiemme Stampa S.r.l. in Dmail Group S.p.A. .

Sulla base di quanto precede, riteniamo che il numero delle azioni da emettere e destinare ai soci di Gidiemme Stampa S.r.l. possa essere compreso nel seguente intervallo:

1.174.810 e 1.290.702

Firenze, li 2 dicembre 2004

KON S.p.A.

Francesco Ferragina