

**Nota metodologica sul prezzo di emissione delle azioni
di cui alla Relazione Illustrativa del Consiglio di
Amministrazione del 15 marzo 2019**



PROF. RICCARDO TISCINI
ORDINARIO DI ECONOMIA AZIENDALE
DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE

INDICE

1. Finalità ed oggetto dell'incarico.....	3
2. L'aumento di capitale della Olidata SpA	4
3. Ipotesi, limiti e modalità di svolgimento dell'incarico	6
4. La metodologia utilizzata: il metodo dei multipli di mercato	7
5. Determinazione del valore corrente di mercato sulla base dei multipli di società comparabili.....	10
6. La valutazione di controllo attraverso l'income approach.....	15
7. Conclusioni	18

1. Finalità ed oggetto dell'incarico

La società Olidata S.p.A. (di seguito anche “Olidata” o “Società”) ha conferito al sottoscritto Prof. Riccardo Tiscini, Professore Ordinario di Economia Aziendale presso l’Universitas Mercatorum di Roma, iscritto all’Albo dei Dottori Commercialisti di Roma, Rieti, Civitavecchia e Velletri al n. AA 004950, ed iscritto nel Registro dei Revisori Legali con D.M. 25.11.1999, pubblicato sulla G.U. del 17.12.1999 supplemento N. 100 IV serie speciale, al n° 107738 del registro, con studio in Roma, Via G. Paisiello n. 24, l’incarico di redigere una nota metodologica sul prezzo di emissione delle azioni relative all’aumento di capitale sociale determinato nella Relazione Illustrativa del Consiglio di amministrazione del 15 marzo 2019.

In tale data il CdA ha deliberato, in sede di assemblea straordinaria, l’aumento di capitale a pagamento in via scindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’art. 2441, commi 5 e 6 del Codice Civile.

Nella presente nota metodologica si documenta il prezzo di emissione cui è giunto il CdA dando evidenza: i) del procedimento di calcolo sviluppato; ii) dei multipli di mercato utilizzabili, iii) della posizione finanziaria netta e delle altre passività non commerciali della società al 31/12/2018.

2. L'aumento di capitale della Olidata SpA

La Relazione del CdA di Olidata è stata predisposta ai sensi dell'art. 2441, comma sesto del codice civile che prevede “*Le proposte di aumento di capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, ai sensi del quarto o del quinto comma, devono essere illustrate dagli amministratori con apposita relazione*” ed ai sensi dell'art. 125-ter del D.lgs. 24 Febbraio 1998 n.58 e dell'art. 72 e dell'allegato 3A del Regolamento adottato dalla Consob con Delibera n.11971 del 14 maggio 1999 come successivamente modificato ed integrato che prevede nello Schema n.2 i contenuti della *Relazione illustrativa dell'organo amministrativo per l'assemblea straordinaria chiamata a deliberare operazioni di modifica del capitale sociale e/o di emissione di obbligazioni*.

La proposta di aumento di capitale in oggetto deve intendersi strumentale e propedeutica al progetto industriale adottato dalla Società ed illustrato nel relativo Piano Industriale.

In particolare, viene deliberato un aumento del capitale sociale a pagamento, in forma scindibile, per l'ammontare massimo di Euro 30.000.000,00 (trentamiliardi/00) con esclusione del diritto di opzione in capo agli azionisti ai sensi dell'art. 2441, commi 5 e 6 del Codice Civile, da collocarsi e sottoscrivere entro il 31 maggio 2019.

In tali fattispecie, per le azioni quotate in mercati regolamentati, il prezzo di emissione delle azioni è determinato in base all'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre. Essendo il titolo Olidata sospeso dal 29 marzo 2016, il CdA ha proceduto alla determinazione in base al valore dei multipli di settore (multipli di mercato *forward*) applicati al nuovo Piano Industriale del 20 dicembre 2018, che quantifica il valore *dell'Earning Before Interest Taxes Depreciation and Ammortization* (EBITDA) nel periodo 2018-2022.

La relazione in oggetto, nell'applicare tale metodo prende a riferimento i

multipli medi europei “IT e Media” al 31/03/2018 ed in particolare chiarisce che *“Applicando i risultati economici attesi del Piano Industriale di Olidata 2018 -2022 ai succitati multipli, ed in particolare considerando la media dei tre anni (2019-2021) di EBITDA prospettici per un multiplo di EBITDA in un range fra 7 e 7,5, multiplo più basso rispetto ai settori di riferimento nell’ottica di far apprezzare meglio l’investimento ai nuovi investitori e sottraendo la PFN consolidata di Olidata, Italdata e della società acquisita si è ottenuto un valore aziendale – arrotondato al centinaio di migliaia di euro inferiore – di Euro 57.100.000. Pertanto, tenuto conto che il numero delle azioni di Olidata di nuova emissione saranno pari a 45.000.001, per complessive n. 85.800.000 azioni, si ha che il valore di emissione delle nuove azioni si attesta ad euro 0,6666666519, superiore alla parità contabile delle attuali azioni in circolazione”*.

Nella presente relazione si procede ad una più dettagliata illustrazione della metodologia e dei dati utilizzati per la determinazione del valore delle azioni di nuova emissione.

3. Ipotesi, limiti e modalità di svolgimento dell'incarico

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretate alla luce delle seguenti principali ipotesi e limitazioni:

- la nota metodologica è stata sviluppato alla luce di elementi ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria ed imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali);
- tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione, con particolare riferimento al Piano industriale della Olidata SpA, sono state fornite dalla Società;
- i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati specificati al paragrafo precedente sono stati assunti senza svolgere attività di revisione contabile e riscontro analitico dell'esistenza fisica dei beni e dell'esistenza giuridica dei rapporti contrattuali, approfondendo esclusivamente le problematiche di tipo valutativo;
- il contenuto della presente relazione, basandosi significativamente su elementi di previsione, non può essere interpretato o assunto come una garanzia sul futuro andamento della società;
- le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate; pertanto, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente.

4. La metodologia utilizzata: il metodo dei multipli di mercato

La prassi professionale stima il valore corrente del patrimonio netto, o valore economico del capitale, sulla base di due principali tipologie di metodi:

- metodi basati sull'attualizzazione dei risultati futuri (metodi reddituali, metodi finanziari);
- metodi basati sui multipli di mercato (metodo delle società comparabili, metodo delle transazioni comparabili).

In presenza di *comparables* quotati per i quali si possano ricavare agevolmente informazioni, gli investitori tendono a stimare il valore corrente del patrimonio netto sulla base dei multipli di mercato espressi da società comparabili.

I metodi dei multipli di mercato, in generale, si basano sull'ipotesi che il valore di un'azienda sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di aziende similari avvenuti nel recente passato.

I metodi dei multipli di mercato sono così classificabili:

- metodi delle società comparabili (o “di borsa”);
- metodi delle transazioni comparabili.

I metodi delle società comparabili (o “di borsa”) consistono nel riconoscere all'azienda un valore derivato da quello attribuito dal mercato borsistico, all'azienda a prescindere dagli effettivi valori patrimoniali e reddituali, storici e prospettici (metodo del valore di borsa), ovvero un valore derivato da quello attribuito dal mercato borsistico a società quotate assimilabili (metodo delle società comparabili). Quest'ultimo metodo può essere utilizzato anche per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche assimilabili a società quotate.

I metodi delle transazioni comparabili consistono nel riconoscere all'azienda un valore desunto dai prezzi fatti in transazioni recenti fuori dai

mercati regolamentati, aventi per oggetto aziende simili e avvenute nel recente passato.

Il metodo dei multipli delle società comparabili, in particolare, riconosce all'azienda un valore derivato da quello attribuito dal mercato borsistico ad aziende comparabili, che è posto in relazione ad alcune grandezze contabili espressive delle caratteristiche fondamentali delle società analizzate, quali ricavi, margine operativo lordo (EBITDA), risultato operativo lordo (EBIT), utile lordo, etc.

L'utilizzo di tale metodo permette una conferma delle tendenze del mercato per intercettare i modelli decisionali degli investitori. L'esistenza di un sufficiente numero di *comparables* rende tale metodo rilevante e di agevole applicazione.

Nel mercato vi sono numerose società quotate con *business* simili a quello di Olidata, anche se di dimensione tendenzialmente maggiore. Ciò rende praticabile e significativo il completamento dei riferimenti informativi di borsa con l'analisi del valore dell'azienda tramite il metodo dei multipli di società comparabili.

L'analisi delle società comparabili, pertanto, è metodo per la stima del valore corrente (o economico) del patrimonio netto, configurazione di valore rilevante nella determinazione del prezzo di emissione, in particolar modo nei casi in cui il valore di borsa non sia disponibile.

Nella pratica possiamo poi distinguere i moltiplicatori in due principali categorie:

a) asset side, che pongono a numeratore il valore di mercato dell'intera azienda, ovvero l'Enterprise value (EV), e a denominatore una tra le seguenti (principali) variabili espressioni dell'azienda ossia EBIT, EBITDA, NOPAT, Sales, Invested capital;

b) equity side, i quali rapportano a numeratore il prezzo del capitale azionario (o la capitalizzazione di borsa) con a denominatore una delle seguenti (principali) variabili ossia Earning, Cash earning, FCFE, Book Value.

Nel caso in oggetto si utilizza un multiplo “asset side” per quantificare il valore economico dell’impresa (*Enterprise value* o “EV”) che al netto della posizione finanziaria netta e di eventuali altre passività non commerciali permette di determinare il valore del capitale azendale (*Equity value*) ed il conseguente valore delle azioni societarie.

Il multiplo di mercato preso in considerazione è l’EV/EBITDA, ovvero il valore del capitale investito aziendale rispetto al reddito operativo prima di ammortamenti e svalutazioni.

La scelta delle società comparabili è invece effettuata tenendo conto sia del tradizionale business di Olidata, storicamente legato alla realizzazione e commercializzazione di componenti *hardware e software* con prodotti quali software gestionali, hardware, telefonia, printing e cloud computing, software didattici e arredi per aule multimediali 2.0; sia alle nuove linee di attività oggetto di sviluppo, come indicate anche nel piano industriale che vedono la società proporsi come attore nell’ambito di attività quali *Internet of Things* (IoT), focalizzandosi su soluzioni tecnologiche attinenti alla domotica, all’automotive, alle reti intelligenti (smart grids), alle tecnologie abilitanti per il miglioramento delle reti urbane (smart cities), al mondo delle white appliances intelligenti, alle applicazioni in ambito Industry 4.0.

5. Determinazione del valore corrente di mercato sulla base dei multipli di società comparabili

La società Olidata è quotata in borsa (pur essendo il suo titolo attualmente sospeso) ed opera in un business con un numero significativo di *comparables* quotati; ne consegue che è possibile ed opportuno utilizzare il metodo dei multipli di società comparabili quale evidenza informativa di riferimento per l'apprezzamento del valore corrente del patrimonio netto.

Il procedimento estimativo di seguito illustrato, basato sull'applicazione del metodo dei multipli di società comparabili, non rappresenta una stima completa del valore economico del capitale della società, né del suo valore potenziale, che richiederebbero l'esame analitico delle prospettive aziendali e che esulano dagli scopi del presente incarico. Il metodo dei multipli di società comparabili, tuttavia, fornisce indicazioni attendibili sul possibile valore corrente di mercato riconosciuto dagli investitori al patrimonio della Società, sulla base della sua capacità reddituale e delle logiche di apprezzamento adottate dai partecipanti al mercato.

Come già detto il multiplo utilizzato è basato sul margine operativo lordo (EV/EBITDA), poiché è in grado di esprimere l'apprezzamento del mercato sulla capacità dell'azienda di generare flussi di cassa, e quindi valore, attraverso l'attività operativa, ed è inoltre meno influenzato dalle politiche contabili rispetto ai multipli del risultato operativo o netto. Peraltro, tale multiplo è attualmente quello maggiormente utilizzato dalla prassi.

Per la determinazione del valore corrente di mercato con l'utilizzo del multiplo EV/EBITDA, è innanzitutto necessario selezionare un campione di aziende comparabili. A tal fine, sono state estratte dalla piattaforma dati Bloomberg le società comparabili con Olidata, tramite l'apposita opzione di selezione. Tale estrazione è stata raffinata escludendo le società con dati

incompleti o con dimensione e portafoglio di business tali da renderle meno comparabili a Olidata.

A tale campione, anche in ragione dell'evoluzione del modello di business di Olidata, sono state aggiunte alcune ulteriori società classificate in altre categorie del comparto ICT e Media, ma ritenute *comparables* in quanto si occupano di soluzioni di rete, software e tecnologia dell'informazione, tutti ambiti di attività in cui la società opera o comunque si avvia ad operare sulla base del nuovo piano industriale.

Attraverso la piattaforma Bloomberg, sono stati ottenuti i valori del multiplo EV/EBITDA per tutte le predette società.

Di seguito i *comparables* individuati con il relativo multiplo EV/EBITDA¹:

Società comparabili Olidata - Soluzioni IOT e software	EV/EBITDA
Sisco System	12,1
Juniper Networks Inc	8,3
Extreme Networks Inc	7,8
NETGEAR Inc	6,5
Media	8,7
Società comparabili Olidata - Hardware	EV/EBITDA
IEI INTEGRATION CORP	9,1
ASUSTEK COMPUTER INC	4,9
MCJ CO LTD	6,2
LENOVO GROUP LTD	5,1
Media	6,3
Media complessiva	7,5

Il multiplo EV/EBITDA medio delle società ritenute idonei *comparables* è pari quindi a 7,5

Per calcolare il valore dell'attivo operativo netto dell'impresa (detto anche "*Enterprise Value*") è necessario moltiplicare il multiplo medio dei

¹ L'EV/EBITDA utilizzato è relativo ai dati dell'ultimo periodo pubblicato (trimestrale, semestrale o annuo). Il multiplo è calcolato utilizzando l'EBITDA degli ultimi 12 mesi, quale risultante dall'informativa resa al mercato.

comparables (pari a 7,5) per l'EBITDA della Olidata. In ragione della specifica situazione della Società e della discontinuità del modello di business collegato alle operazioni straordinarie realizzate e all'aumento di capitale in corso, si è preferito adottare il metodo dei multipli c.d. forward, determinando la grandezza contabile di riferimento nell' EBITDA medio risultante dal Piano Industriale Olidata.

In particolare, si è ricostruito l'EBITDA medio annuo del periodo 2019-2021 pari ad euro/migliaia 8.053,7. Di seguito si riporta evidenza del calcolo dell'EBITDA:

Anno - euro/migliaia	2019	2020	2021
EBITDA Olidata (da piano industriale)	5.014,0	7.501,0	11.646,0
Media 2019-2021	8.053,7		

L'Enterprise Value risultante è pertanto pari a Euro 60,3 milioni:

Enterprise Value (euro/milioni)	
EBITDA (a)	8,0
Multiplo medio (b)	7,5
Enterprise Value (c = a * b)	60,3

Il valore corrente di mercato del patrimonio netto si ottiene sottraendo all'*Enterprise Value*:

- la posizione finanziaria netta (PFN) e le altre passività non commerciali (i fondi rischi e oneri) di Olidata pari complessivamente ad euro 0,6 milioni alla data del 31/12/18 come risultanti dal Bilancio 2018 della società;
- l'indebitamento finanziario netto Italdato e le altre passività non commerciali (i fondi rischi e oneri) di Italdato pari complessivamente pari a euro 2,5 milioni come risultanti dalla Relazione degli amministratori al Bilancio 2017-2018 redatta al 30/09/2018;

Si riporta di seguito dettaglio della PFN e delle altre passività non commerciali prese in considerazione:

PASSIVITA'	euro/milioni
Passività correnti	-
- Finanziamenti Quota A Breve Termine	0,10
- Debiti Verso Banche	0,04
Passività non correnti	
- Altri Debiti E Passività Non Correnti	0,18
Totale debiti	0,32
- Cassa E Disponibilita' Bancarie	- 0,01
Posizione Finanziaria Netta Olidata	0,30
Altre passività non commerciali	
- Benefici A Dipendenti (TFR)	0,09
- Fondi Per Rischi Ed Oneri	0,25
Totale altre passività non commerciali Olidata	0,30
Indebitamento finanziario netto Italdato	2,10
TFR Italdato	0,40

Il valore corrente di mercato del patrimonio netto è pertanto pari a euro 57,1 milioni.

Enterprise Value (EV)	60,2
Posizione Finanziaria Netta Olidata	- 0,3
Altre passività non commerciali Olidata	- 0,3
Indebitamento finanziario netto Italdato	- 2,1
Altre passività non commerciali Italdato	- 0,4
Valore aziendale (equity value)	57,10

Tale valore assume lo scenario dell'aggregazione tra Olidata; Italdato ed il potenziale investitore destinatario dell'aumento di capitale, il prezzo unitario di emissione deve essere calcolato sulla base del totale delle azioni risultanti post aumento di capitale.

Poiché il numero delle azioni in circolazione post aumento è pari a 85,8 milioni, il valore corrente di mercato di ciascuna azione è pari a euro 0,67 come risulta dal seguente calcolo:

Valore corrente di mercato del patrimonio netto (d)	57,1
N° azioni in circolazione (e)	85,8
Valore corrente di mercato unitario (f = d/e)	0,67

Ai fini della presente nota metodologica ed in coerenza con quanto indicato nella Relazione Illustrativa del CdA, si assume come indicazione di riferimento del valore corrente del patrimonio netto, quale risultante dall'applicazione del metodo dei multipli delle società comparabili, un valore pari a euro 0,67.

6. La valutazione di controllo attraverso l'income approach

Oltre alla metodologia di stima del valore aziendale basata sui multipli di mercato si sviluppa, come metodo di controllo, anche una valutazione maggiormente analitica attraverso l'income approach.

L'income approach comprende i procedimenti di capitalizzazione del reddito che giungono al valore di mercato considerando la capacità di un investimento o di un'azienda di generare benefici monetari. L'income approach si basa sulla trasformazione del reddito in valore capitale attraverso il saggio di capitalizzazione.

Nel caso in oggetto il reddito generato è quello evidenziato dal piano industriale a livello di EBITDA al quale devono essere sottratti gli ammortamenti e le imposte figurative.

Si ipotizza che gli ammortamenti in oggetto siano pari a quelli risultanti nei bilanci Olidata ed Italdata. Essi ammontano circa euro 1 mln in 5 anni e sono espressione degli investimenti necessari a sostenere il reddito previsto dal Piano Industriale.

Le imposte sono stimate pari al 27,9% composta dal 24% di IRES e dal 3,9% di IRAP.

Sulla base di tali assunzioni è possibile stimare il reddito netto medio nel triennio 2019-2021 in euro 5,65 milioni.

Anno - euro/migliaia	2019	2020	2021	2022
EBITDA Olidata (da piano industriale)	5.014,0	7.501,0	11.646,0	14.095,0
Ammortamenti Olidata	9,0	9,0	9,0	9,0
Ammortamenti Italdata	206,0	206,0	206,0	206,0
Totale	4.799,0	7.286,0	11.431,0	13.880,0
Imposte 27,9%	1.338,9	2.032,8	3.189,2	3.872,5
Reddito netto	3.460,1	5.253,2	8.241,8	10.007,5
Reddito medio 2019-2021	5.651,7			

Ai fini della determinazione del saggio di capitalizzazione, che rappresenta il costo – opportunità del capitale investito, si procede alla determinazione del costo medio ponderato del capitale (WACC).

In particolare, è preso in considerazione il tasso di rendimento netto di BTP a 15 anni, pari al 2,34% (Fonte: MEF: BTP IT0003535157), un premio per il rischio di mercato pari a circa il 5,69% (fonte: survey Fernandez) ed i Beta delle società comparabili¹ de-leverati considerando la struttura finanziaria delle singole società e successivamente ri-leverati sulla base della struttura finanziaria target dell'azienda, assunta pari al 50% di Patrimonio Netto e al 50% di Debiti Finanziari (corrispondente a una struttura finanziaria sostenibile di lungo periodo).

Può quindi assumersi ai fini della stima un Beta levered medio di 1,51, corrispondente a un quoziente di indebitamento finanziario pari 1.

In considerazione del posizionamento competitivo e della forza commerciale relativamente ridotta rispetto ai competitor sui quali è basata la media di mercato sopra riportata, e soprattutto dei rischi di attuazione del piano di risanamento e rilancio, si è ritenuto opportuno applicare al tasso come sopra calcolato (che esprime, tramite il beta, la rischiosità media delle società quotate del settore) una ulteriore maggiorazione per premio al rischio specifico di azienda e per carenza di negoziabilità pari complessivamente a 2,5 punti percentuali.

Il tasso equo di redditività così ottenuto risulta pari al 13,3%.

Il costo del debito è stimato sulla base del costo medio effettivo dei debiti finanziari, quale risultante dai bilanci Olidata degli esercizi 2014-2016. Esso è pari al 6,88%, che diviene 5,23% al netto dell'effetto fiscale.

Il costo medio del capitale WACC è riepilogato nella tabella sottostante:

¹ Ai fini della stima del beta sono stati presi in considerazione i beta delle società comparabili individuati nella Relazione di stima del valore economico del portafoglio marchi Olidata del 2018 redatta dal Prof. R. Tiscini.

TASSO	
Tasso risk free	2,34%
Market risk premium	5,6%
Beta del settore	1,51
Specific risk	2,50%
Tasso equo di redditività	13,3%
Costo del debito lordo	6,88%
Costo del debito netto	5,23%
Wacc	9,26%

Si considera il reddito medio atteso 2019-2021 come reddito normale producibile dell'impresa e si utilizza come tasso di rendimento atteso il WACC pari al 9,26% ottenendo un valore economico dell'impresa, nell'ipotesi di producibilità all'infinito del flusso di reddito in oggetto, pari a 61 milioni.

Reddito medio 2019-2021	5,65
WACC	9,26%
Enterprise Value con l'income approach	61,0

A tale valore deve essere sottratta la posizione finanziaria netta e le altre passività in precedenza stimate in circa euro 3,1 milioni (cfr. par. 6).

Il metodo utilizzato evidenzia un *Equity Value* di circa euro 57,4 milioni che conferma il valore economico d'impresa stimato, più prudentialmente, con il metodo dei multipli di mercato in euro 57,1 milioni.

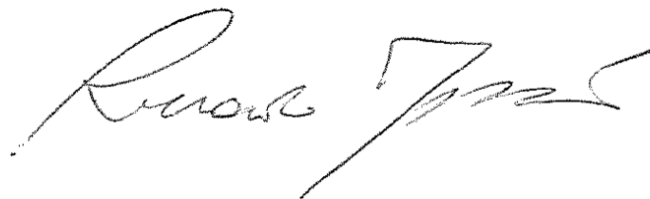
7. Conclusioni

Come evidenziato nella Relazione Illustrativa del CdA del 15 marzo 2019, e come documentato nella presente nota metodologica, dalla stima del valore corrente del patrimonio netto della Società Olidata, quale risultante dall'applicazione del metodo dei multipli di mercato delle società comparabili, emerge un valore unitario per azione pari a euro 0,67.

Il prezzo di emissione è conseguentemente determinato in misura pari al valore unitario per azione (0,67 euro), che moltiplicato per il numero delle azioni emesse (n. 45.000.001) conduce a un aumento di capitale di complessivi euro 30 milioni.

Roma, 12 aprile 2019

Prof. Riccardo Tiscini

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Riccardo Tiscini', with a stylized flourish at the end.