

Giglio Group S.p.A.

Milano, Viale Tunisia 38

Iscritta presso il Registro delle Imprese di Milano

numero iscrizione e codice fiscale 07396371002

Numero REA MI - 2091150



Dott.ssa Barbara Premoli

C.F. PRMBBR70S50F205K

Dottore Commercialista

Revisore legale

domiciliata a Milano

Corso di Porta Vittoria n.18

SIR&A
STUDIO ROCCO & ASSOCIATI

Sommario

<u>Identificazione della società</u>	<u>4</u>
<u>Indipendenza e riservatezza</u>	<u>5</u>
<u>Svolgimento dell'incarico</u>	<u>5</u>
<u>Notizie riguardanti Giglio Group</u>	<u>8</u>
La Società.....	8
Storia ed evoluzione ad oggi.....	11
Il Gruppo.....	12
Business overview	14
<u>Scelta del metodo di valutazione</u>	<u>22</u>
Il valore effettivo	22
La valutazione delle aziende in generale.....	23
<u>Il criterio metodologico adottato.....</u>	<u>34</u>
Il valore del Patrimonio Netto	34
Andamento quotazioni mercato regolamentato.....	36
Criterio reddituale.....	47
Criterio dei multipli di mercato.....	50
<u>Determinazione del valore di Giglio Group S.p.A. e rapporto di congruità</u>	<u>51</u>

Relazione di congruità

La sottoscritta Barbara Premoli, dottore commercialista e revisore legale con studio in Milano, è stata incaricata di redigere una stima conoscitiva del valore della Società Giglio Group S.p.A. al fine di definire la congruità del prezzo di emissione relativo all'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione (ai sensi dell'art. 2441, commi 4 e ss C.C.), liberato mediante conferimento di partecipazioni. Il documento è stato predisposto a supporto del Consiglio di Amministrazione.

Identificazione della società

La società è identificata come segue:

- Denominazione sociale: GIGLIO GROUP S.P.A.
- Sede legale: Viale Tunisia 38 – 20124 Milano
- Data costituzione: 10.02.2003
- Durata della società: 31.12.2050
- REA di MI - 1028989
- N. iscrizione Camera di Commercio di Milano, C.F. e P.IVA:
07396371002
- Codice ATECO: 60
- Codice NACE: 60
- Market segment AIM
- ISIN IT0005122400
- Bloomberg GGTV.MI
- Reuters GGTV.MI



Indipendenza e riservatezza

La scrivente dichiara di essere indipendente, e di non avere alcun interesse diretto o indiretto in eventuali operazioni riguardanti la predetta Società.

L'incarico è stato svolto con la diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio.

Il presente documento è destinato all'utilizzo esclusivo del Consiglio di Amministrazione di Giglio Group SpA, pertanto non può essere reso disponibile a terzi senza il preventivo consenso scritto del valutatore.

Svolgimento dell'incarico

Obiettivo primario del presente elaborato è quello stimare il valore della Società al fine di definire la congruità del prezzo di emissione relativo alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione (ai sensi dell'art. 2441, commi 4 e ss C.C.) da liberarsi mediante conferimento di una partecipazione. Tale relazione viene predisposta a supporto del Consiglio di Amministrazione.

La presente valutazione è basata sulle informazioni economiche e finanziarie fornite dalla Società Giglio Group SpA, sulle informazioni riportate sul sito *internet* della stessa nella sezione *Investor Relation*, e sulle informazioni riportate sul sito *internet* di Borsa Italiana.

La valutazione è stata condotta sulla base della situazione patrimoniale al 31 dicembre 2016 nonché sulla base dell'andamento delle quotazioni di mercato fino alla data del 31 gennaio 2017.

Dopo aver acquisito un'adeguata conoscenza delle caratteristiche dell'azienda, della sua organizzazione, dei suoi rapporti esterni e del settore di riferimento, si è preso visione, tra l'altro, della seguente documentazione:

- **Visura camerale aggiornata:** tale documento permette di prendere conoscenza, oltre che della *governance* della Società, anche se le comunicazioni effettuate sono in linea con l'effettiva operatività della Società;



- **Statuto sociale:** è il documento che individua le caratteristiche essenziali dell'ordinamento interno della Società e le norme di funzionamento.
- **Bilanci relativi agli esercizi 2013, 2014 e 2015:** inevitabile è la consultazione dei bilanci e, insieme agli stessi, di tutta la documentazione che ne costituisce parte integrante nonché quella che accompagna i bilanci in sede di approvazione annuale. A partire dall'esercizio 2014 i bilanci sono stati predisposti secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS;
- **Bozza di bilancio e bozza di bilancio consolidato al 31.12.2016:** la presente valutazione si basa sul patrimonio netto del gruppo alla data del 31.12.2016. Tenuto conto che il documento sarà in approvazione durante il Consiglio di Amministrazione del prossimo 15 febbraio, è stata presa in esame la bozza di bilancio che peraltro è oggetto di revisione da parte della funzione di controllo contabile.
- **Bilanci e situazioni infrannuali:** durante l'analisi dei dati societari sono state esaminate anche le situazioni patrimoniali ed economiche alla data del 30 settembre 2016 (approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 22.11.2016) e al 30 giugno 2016 (approvata dal Consiglio di Amministrazione alla data 05.09.2016), nonché il bilancio consolidato al 30.06.2016;
- **Bilanci consolidati relativi agli esercizi 2014 e 2015:** il primo anno di redazione del bilancio consolidato è stato il 2014;
- **Budget consolidato per l'esercizio 2017:** il budget per l'esercizio 2017 è stato approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 22 dicembre 2016;
- **Notizie storiche sulla società e documentazione probante:** si è puntato lo sguardo sulla documentazione riguardante eventi passati della società, stante la necessità, per il valutatore, di rendersi conto in modo diretto degli aspetti di evidente interesse, in aggiunta od a conferma delle illustrazioni fatte dagli interlocutori;
- **Analisi delle componenti patrimoniali ed economiche:** è da citare l'attività di presa conoscenza delle informazioni contenute nella



documentazione raccolta e di progressiva acquisizione di elementi di giudizio sulla realtà esplorata;


- **Analisi gestionali e strategiche:** si ritiene di prestare attenzione ai documenti che attestano la frequenza delle iniziative della Società per adeguare i criteri di conduzione all'evoluzione del mercato;
- **Equity research initiation of coverage:** Banca Finnat, analista finanziario delle società AIM Italia, ha effettuato in data 28.11.2016 una *equity research* di Giglio Group. Tale documento è reperibile sia sul sito borsaitaliana.it, sia su aimnews.it.
- **Perizia di stima di Evolve SA predisposta ai sensi dell'art. 2343-ter C.C.:** essendo Evolve SA oggetto di conferimento, la relazione giurata di stima del valore della società Evolve SA alla data del 31 dicembre 2016 è diventata parte integrante del presente documento. Il documento è stato predisposto e giurato in data 13 febbraio 2017 dalla dott.ssa Daniela Frusone, Dottore Commercialista ed esperto contabile in Roma (n. iscrizione albo AA_005429, codice fiscale FRS DNL 67M62 H501R).

La scrivente ha inoltre tenuto conto dell'evoluzione dell'ambiente economico in cui l'azienda opera ed ha valutato i risultati raggiunti in passato dall'azienda, nonché le previsioni sull'evoluzione futura dell'azienda ed i suoi prevedibili risultati. Tuttavia la presente valutazione prescinde da eventuali economie e sinergie che si dovessero sviluppare a seguito dell'integrazione delle Società oggetto di integrazione.

Il lavoro svolto si basa su dati storici, prospettici e sulle informazioni fornite dal *management* e da fonti terze. Tali dati e informazioni non sono state oggetto di verifica, pertanto la sottoscritta non è in grado di esprimere opinioni o fornire garanzie in merito alla loro veridicità, accuratezza, completezza e correttezza.

La valutazione si basa sia sul criterio della prudenza, sia sulla prospettiva di continuazione dell'attività; non tiene invece conto della possibilità del manifestarsi di eventi di natura straordinaria o imprevedibile.

Nel redigere la presente relazione si è partiti dal presupposto che non vi sono condizioni nascoste o imprevisti che potrebbero influenzare il valore dei beni oggetto di valutazione.



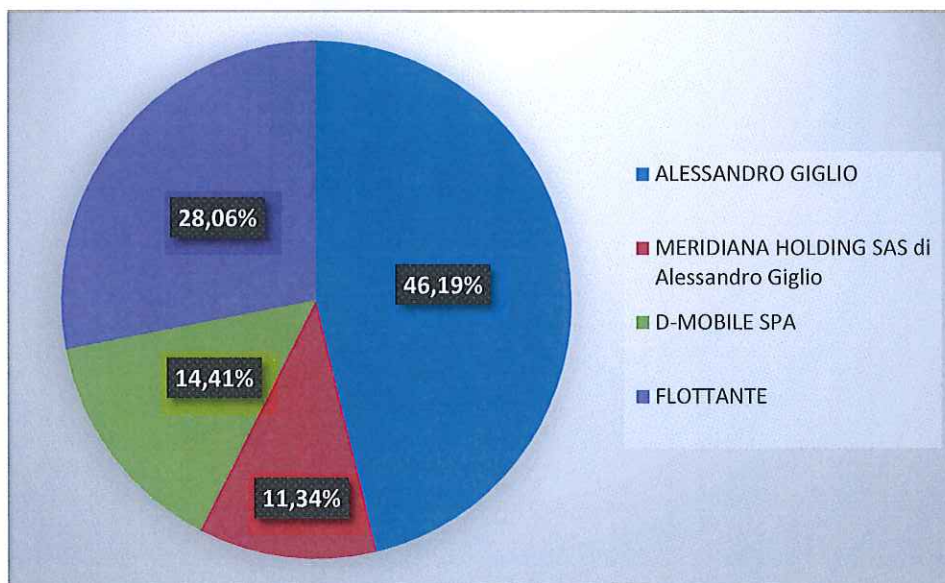
Notizie riguardanti Giglio Group

La Società

Il sistema di amministrazione adottato da Giglio Group SpA è quello tradizionale, il **Consiglio di Amministrazione** è formato da 5 membri: Alessandro Giglio (Presidente), Anna Maria Lezzi, Zhao Yue, Massimo Mancini e Giorgio Mosci (Indipendente). Il **Collegio Sindacale** è composto da 3 membri effettivi: Raffaele Pontesilli (Presidente), Giuseppe Ritucci e Cristian Tundo. La revisione dei conti è affidata alla società Reconta Ernest & Young SpA.

L'organico di Giglio Group SpA alla data del 31.12.2016 è di 20 dipendenti.

La **compagine sociale** alla data del 01.02.2017 risulta:



L'**oggetto sociale** della società, come si rileva dall'art. 3 dello statuto, è il seguente:

- A) L'attività di produzione, allestimento ed organizzazione di spettacoli di ogni genere; in via esemplificativa e non esaustiva: concerti di musica, spettacoli di varietà, spettacoli sportivi, spettacoli teatrali e televisivi, sia in Italia che all'estero e la relativa attività di agenzia;
- B) L'attività di produzione, fornitura ed acquisizione di programmi televisivi e cinematografici in via esemplificativa e non esaustiva: telefilm, film, fiction televisive, spettacoli di musica, spettacoli vari, video, home-video, spot televisivi, nonché la ricerca di sponsor per gli spettacoli stessi e la relativa attività di agenzia;
- C) L'attività di produzione e noleggio di ogni mezzo previsto dalla tecnologia per la trasmissione e riproduzione del suono e dell'immagine;
- D) L'attività di gestione di luoghi di spettacolo quali palasport, tende e tendoni da circo, stadi, teatri, cinematografi, l'editoria musicale e produzione discografica e le attività affini e connesse anche promozionali; l'editoria libraria e giornalistica, con esclusione della stampa di quotidiani, l'istituzione e la gestione di studi di registrazione audio-video.

All'uopo la società potrà:

1. editare opere complete di musica e testo e/o solo musicali;
2. depositare i prodotti artisticamente più qualificati, promuovere l'esecuzione da parte di complessi strumentali e/o singoli artisti predisponendo nei confronti degli autori e degli esecutori dei brani editati servizi coerenti con lo sviluppo della cultura musicale, della qualificazione degli operatori, della diffusione più ampia degli accadimenti musicali;
3. definire e siglare contratti editoriali con i singoli autori e/o con i loro rappresentanti;
4. definire e siglare contratti fonografici e video cinematografici con artisti, interpreti, gruppi artistici e simili, e/o con i loro rappresentanti;
5. concordare con altre società editrici la realizzazione di co-edizioni e di altre forme di collaborazione ovvero l'acquisto di prodotti audiovisivi;
6. ricercare autori interessati per l'inserimento di loro brani e/o della loro intera produzione in edizione;
7. curare la stampa, la distribuzione e la vendita dei brani editi sia direttamente che attraverso accordi con strutture commerciali;
8. compiere tutti gli adempimenti necessari per l'attività di produzione fonografica, editoriale e video-cinematografica;
9. installare, esercitare e gestire, per conto proprio e/o di terzi, in Italia ed all'estero, stazioni riceventi ed emittenti radio televisive per la emissione, ricezione e diffusione con qualsiasi mezzo di suoni e/o di immagini, nel limite delle normative vigenti;
10. realizzare, importare, esportare produrre e commercializzare in Italia ed all'estero, direttamente od indirettamente, format e programmi televisivi, lungo o corto metraggi, serie e fictions televisive, dischi grammofonici di qualsiasi specie, nastri e musicassette, nonché qualsiasi altro tipo di supporto fonomeccanico concepito per l'ascolto della musica;
11. la costituzione, l'allestimento e la gestione di studi di registrazione, sale prova, sale e scuole di ballo, discoteche ed impianti sportivi in genere, loro locazione e la realizzazione a mezzo di queste per conto di terzi, in Italia ed all'estero di registrazioni videofono, elettromeccaniche ed opere musicali, per films e documentari a lungo e corto metraggio;
12. la cura della realizzazione di registrazioni video fonografiche di opere musicali per conto proprio o di terzi in Italia ed all'estero;
13. la creazione, gestione e commercializzazione di tutto quanto precede attraverso mezzi multimediali quali internet.

E' esclusa l'edizione di quotidiani.

- E) La prestazione di servizi nel campo delle telecomunicazioni e delle tecnologie relative alla trasmissione dei dati e delle informazioni.

All'uopo la società potrà svolgere le seguenti attività:

1. la commercializzazione in ogni forma e modo, in Italia ed all'estero, di reti e di servizi e/o di sistemi di telecomunicazione, anche via satellite;
2. la progettazione, la realizzazione, l'installazione, la gestione, la manutenzione e lo sviluppo di reti e/o sistemi di telecomunicazione, nonché di stazioni terrestri, fisse e mobili, collegate al satellite e/o di servizi di telecomunicazione via cavo e/o via etere, di teleinformatica e/o di elettronica;
3. la progettazione, la realizzazione, lo sviluppo, l'organizzazione e la gestione di reti informatiche e/o telematiche interne ed esterne, ivi comprese le attività di connessione ed interconnessione in rete e/o con altri strumenti o mezzi di accesso o comunicazione con soggetti nazionali e internazionali operanti nel settore informatico, pubblicitario, televisivo e/o radiofonico e/o delle telecomunicazioni;
4. l'esercizio in proprio di stazioni terrestri, fisse e mobili, collegate al satellite e di servizi di telecomunicazione via cavo e via etere;
5. la produzione - in proprio e/o per conto terzi - e la commercializzazione di prodotti audiovisivi su supporti di qualsiasi natura e/o di prodotti idonei alla archiviazione, registrazione, conservazione e trattamento delle informazioni e/o dei dati;
6. l'esercizio di attività radiotelevisiva e di telecomunicazioni, in Italia ed all'estero, in via diretta e/o indiretta, per conto proprio e/o di terzi con tutte le modalità e i mezzi e/o i veicoli e/o elementi diffusivi o di trasmissione delle immagini e/o dei suoni conosciuti e/o conoscibili, compresi, in via esemplificativa e non limitativa, i sistemi di trasmissione terrestri, via cavo, via satellite, in formato sia analogico sia digitale, la rete internet e qualsiasi circuito virtuale;
7. la produzione per conto proprio e/o di terzi di spettacoli e/o programmi radiofonici e/o televisivi in genere, la produzione, riproduzione e commercializzazione in qualsivoglia regime di suoni e/o immagini, l'attività editoriale compresa quella informatica e/o su supporto informatico ed esclusa la stampa e la diffusione di giornali quotidiani;
8. la realizzazione, la gestione, la commercializzazione e la distribuzione, sia in Italia che all'estero, in via diretta e/o indiretta, per conto proprio e/o di terzi, di prodotti e programmi software, pagine world wide web (web) e siti cibernetici interattivi virtuali (internet) comprensivi di testi, immagini, suoni e informazioni;
9. l'attività di ricerca e di consulenza nell'ambito dei servizi di rete e di telecomunicazione multimediale in ambito broadcast ed in ambito aerospaziale, anche mediante l'utilizzo di attrezzature ed apparecchiature installate presso terzi;
10. l'esercizio di attività tecniche di engineering, nonché lo sviluppo e la commercializzazione di software per applicazioni nei settori delle telecomunicazioni, multimediale ed in ambito aerospaziale;



11. l'esercizio, in Italia ed all'estero, e nel rispetto della vigente normativa in tema di radiodiffusione sonora e/o televisiva e/o comunque del sistema delle telecomunicazioni, di tutte le attività relative, connesse e funzionali finalizzate al riconoscimento del ruolo e dello status giuridico di fornitore di contenuti, fornitore di servizi, gestore e/o operatore di rete;
 12. l'esercizio di tutte le iniziative ed attività finalizzate al rilascio e/o alla conferma da parte delle componenti autorità dei titoli abilitativi, autorizzativi e/o concessori utili e/o soltanto necessari per il raggiungimento dello status giuridico di fornitore di contenuti, fornitore di servizi, gestore e/o operatore di rete; la progettazione, realizzazione, produzione ed assemblaggio, importazione, esportazione, acquisto, distribuzione, concessione in licenza, locazione (non finanziaria);
 13. la commercializzazione in ogni forma e modo, di prodotti elettronici, sistemi hardware ed apparecchi inerenti il settore dell'informatica, della telematica, della telefonia fissa e mobile, delle telecomunicazioni, di programmi per il trattamento e l'elaborazione dati (software) e di tutti i prodotti secondari e derivati, nonché la gestione, l'assistenza manutenzione, l'installazione, il complemento e la riparazione degli stessi nonché tutte le attività di studio e di realizzazione di sistemi informatici e telematici integrati, sia alle aziende che ai privati, in Italia ed all'estero;
 14. l'assunzione di contratti di agenzia e di connessione per la somministrazione e fornitura di servizi di telecomunicazione, anche via satellite, nonché l'assunzione di rappresentanze per la commercializzazione, in Italia ed all'estero, di apparecchiature di telecomunicazione;
 15. l'assistenza in materia economica, organizzativa e gestionale alle imprese private, enti ed aziende, operanti nel settore delle comunicazioni e/o dei media, lo svolgimento di servizi di gestione aziendale, di addestramento e formazione manageriale e professionale, la predisposizione di assetti organizzativi e sistemi direzionali in imprese, enti, aziende varie in Italia e all'estero. Essa può svolgere tutte le attività industriali, commerciali e immobiliari, ritenute necessarie od utili per il raggiungimento dell'oggetto sociale ed infine può sempre che tali attività non assumano il carattere della prevalenza, e non siano svolte "nei confronti del pubblico" e siano funzionalmente connesse al raggiungimento dello scopo sociale;
- F) L'importazione, esportazione e commercio all'ingrosso ed al dettaglio di articoli di vestiario confezionati di qualunque tipo e pregio, compresi quelli di maglieria esterna e camiceria, di accessori di abbigliamento, di biancheria intima e prodotti in pelle, di prodotti tessili di qualunque tipo e pregio, compresi quelli per l'arredamento per la casa, di calzature e relativi accessori, di articoli in cuoio, di pellicceria in genere, occhiali, profumeria e cosmesi, giocattoli e giochi, articoli sportivi, articoli da viaggio di qualsiasi materiale, tappeti, orologi e gioielli, articoli per fotografia, cinematografia e ottica, prodotti alimentari e bevande anche alcoliche e superalcoliche.
- All'uopo la società potrà svolgere i seguenti servizi:
1. l'organizzazione dei servizi di magazzinaggio in proprio e per conto terzi;
 2. l'attività di supporto alla distribuzione, promozione e alla vendita dei prodotti innanzi indicati per conto terzi.

La società può inoltre compiere tutte le operazioni commerciali, industriali, mobiliari ed immobiliari, ritenute necessarie od utili per il conseguimento dell'oggetto sociale, nonché effettuare o ricevere finanziamenti fruttiferi o infruttiferi, aderire o promuovere accordi di conto correnti finanziari reciproci (cash pooling); dette attività saranno esercitate non nei confronti del pubblico ma esclusivamente nei confronti di società o enti giuridici controllanti, collegati, controllati, consociati, correlati o comunque facenti parte del gruppo di appartenenza. Sempre e solo al fine di realizzare l'oggetto sociale, la Società può infine compiere operazioni finanziarie e prestare fidejussioni, avalli ed ogni altra garanzia in genere, sia personale che reale, anche a favore di terzi, ed assumere partecipazioni in imprese, enti o società aventi oggetto analogo od affine o connesso al proprio, purché a scopo stabile di investimento e non di collegamento: il tutto purché non in via prevalente e non nei confronti del pubblico.

Restano comunque espressamente precluse le attività riservate ai sensi del D.L.vo 385/1993 e del D.L.vo 58/98.

Storia ed evoluzione ad oggi

Il **Gruppo Giglio** è un *network* televisivo e multimediale nato nel 2003, fondato da Alessandro Giglio. Giglio è l'unico gruppo italiano ad esportare canali televisivi dedicati a lusso, *lifestyle*, nautica e *Made in Italy*. Il Gruppo trasmette in Italia su 2 canali del digitale terrestre (Acqua e Play.me), in Cina attraverso accordi con emittenti locali, e diffonde Nautical Channel in altri 45 Paesi del mondo, raggiungendo i 5 continenti. Raggiunge quotidianamente oltre 150 milioni di telespettatori su un potenziale di oltre 2 miliardi. Possiede una banca dati di oltre 12.000 ore di contenuti televisivi tradotti in 6 lingue. Dal 2014 fa parte del programma Elite di Borsa Italiana e nell'agosto 2015 Giglio Group SpA è stata quotata su listino AIM Italia di Borsa Italiana raccogliendo sul mercato circa 6 milioni di euro.

Il 4 marzo 2015 è stata deliberata la fusione per incorporazione tra Giglio Group SpA (incorporante) e Music Box Factory Srl (incorporata), già precedentemente interamente detenuta da Alessandro Giglio, con effetti decorrenti dal 01.01.2015, con lo scopo di razionalizzare la struttura del Gruppo. Music Box era proprietaria di Nautical Channel Ltd., società di diritto inglese, che trasmette il canale "Nautical Channel" in diversi paesi. Attraverso tale operazione Giglio Group è diventata diretta proprietaria del 100% di Nautical Channel Ltd.

Il 30 settembre 2015 Giglio Group ha acquistato il 100% di M-Three SatCom Srl per un valore di 2,65 milioni di euro. L'acquisto della società che opera nella fornitura di servizi e soluzioni di massimo livello per il settore del *broadcast* radio televisivo ha permesso a Giglio di inglobare un *partner* strategico in grado di integrare la tecnologia di distribuzione del segnale televisivo con fibra ottica e via satellite, con la propria piattaforma di contenuti e di canali. La società con decorrenza 31.12.2016 è stata incorporata in Giglio Group.

Il 14 marzo 2016 è stato deliberato l'aumento di capitale sociale di Giglio Group SpA per 2,5 milioni di euro al servizio dell'acquisizione del 100% di MF Fashion SpA. Il controvalore dell'operazione è stato di 5 milioni di euro, di cui 2,5 milioni di euro sono stati pagati *cash* e 2,5 milioni di euro tramite l'emissione di 1 milione di nuove azioni riservate agli azionisti di MF Fashion (prezzo implicito per azione



pari a € 2,5). Tali azioni sono soggette al vincolo di *lock-up* per 12 mesi. La società con decorrenza 31.12.2016 è stata incorporata in Giglio Group.

Giglio Group il 10 marzo 2016 ha emesso un prestito obbligazionario denominato "Giglio Group SpA – 5,4% 2016-2022" non convertibile, finalizzato alla quotazione sul mercato ExtraMOT PRO gestito da Borsa Italiana SpA, per un valore nominale di emissione di 3,5 milioni di euro, con possibile riapertura da esercitarsi entro il 30.06.2017 per aumentare il valore nominale del prestito obbligazionario fino ad un massimo di ulteriori 3 milioni di euro.

Il *rating* assegnato da Cerved Rating Agency è pari a B1.2 della scala Cerved, e corrisponde ad una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari assunti e un rischio di credito relativamente contenuto.

Il Gruppo

Il Gruppo ad oggi risulta così composto:

Giglio Group SpA società capogruppo che possiede due canali televisivi sul digitale terrestre italiano - Acqua e Play.me - e fornisce servizi tecnologici alle società del Gruppo e a società terze.

Nautical Channel Ltd è l'unico canale internazionale, distribuito in 43 Paesi, 5 continenti e 6 lingue, interamente dedicato alla nautica e agli sport acquatici. Dal novembre 2014, Nautical Channel è totalmente controllato da Giglio Group. Dal 1° aprile 2015, Nautical Channel è visibile in HD in tutta Europa e in Russia.

Giglio TV HK Ltd *start up* nata a luglio 2014 che gestisce le attività del Gruppo in Cina. E' il primo ed unico Gruppo televisivo italiano ad essere presente in Asia su tutte le principali piattaforme televisive e *web* con i suoi contenuti interamente dedicati al *lifestyle* Italiano. La partecipazione di Giglio Group è pari al 51%, mentre il restante 49% è posseduto da SIMEST SpA e dal Ministero dello Sviluppo Economico.

M-Three SatCom fondata nel 2004, fornisce servizi e soluzioni di massimo livello per il settore *broadcast* radio televisivo, e per le aziende con particolari esigenze di collegamento e distribuzione delle informazioni. La società è stata recentemente incorporata.



Giglio Fashion SpA è oggi il maggior distributore italiano *business to business* interamente specializzato nella moda *online*, il nuovo *market place* a livello globale per il *Fashion*. Grazie alla creazione di una propria rete vendita in grado di coinvolgere i principali *players* dei maggiori mercati mondiali, Giglio Fashion approvvigiona i trenta principali *digital retailer* del mondo. La società è stata recentemente incorporata.

Giglio Usa LLT costituita nell'aprile 2016 con sede a New York, è la società che gestisce e presidia le attività del Gruppo nel Nord America, un mercato sempre più strategico per le attività di Giglio Group. È interamente posseduta da Giglio Group.

Giglio Shanghai è la società che presidia le attività del Gruppo in Cina, mercato storicamente rappresentato da Giglio Group, nonché uno dei mercati più strategici per il futuro.



Business overview

L'attività del Gruppo ad oggi si articola in tre divisioni.

Divisione Media

La Divisione Media è focalizzata sulla produzione di contenuti audiovisivi e sulla relativa distribuzione su propri canali, a terzi e su piattaforme *pay-tv*.

I canali del Gruppo sono presenti su oltre 100 piattaforme nel mondo, di cui 80 circa sono piattaforme Pay Tv con un totale di oltre 22 milioni di abbonati; sono visibili ad esempio su iTunes, Amazon, Klowd TV, Google Play.

A seguito degli accordi raggiunti con le autorità locali, Giglio TV è l'unico operatore straniero accessibile da tutti i dispositivi mobili legati alle compagnie telefoniche cinesi, e trasmette contenuti dedicati allo stile di vita italiano e al *Made in Italy*.

In connessione con tali attività, la società svolge anche raccolta pubblicitaria.

Divisione Tecnologica

La Divisione Tecnologica opera essenzialmente nell'ambito del *broadcast* radiotelevisivo, attraverso una articolata infrastruttura di telecomunicazioni via satellite e fibra ottica.

Tale attività faceva capo alla società M-Three SatCom, recentemente incorporata, e consiste essenzialmente in:

- Servizi di Teleporto;
- Servizi di *Outside Broadcasting*, offerti tramite una ampia flotta di mezzi di produzione e trasmissione, finalizzati alla realizzazione di qualsiasi tipo di trasmissione in diretta e alla copertura di "eventi *live*" (sport, spettacolo, informazione);
- *System Integration*, ossia progettazione e realizzazione di sistemi di produzione, contribuzione e trasporto/diffusione in campo *broadcast*.

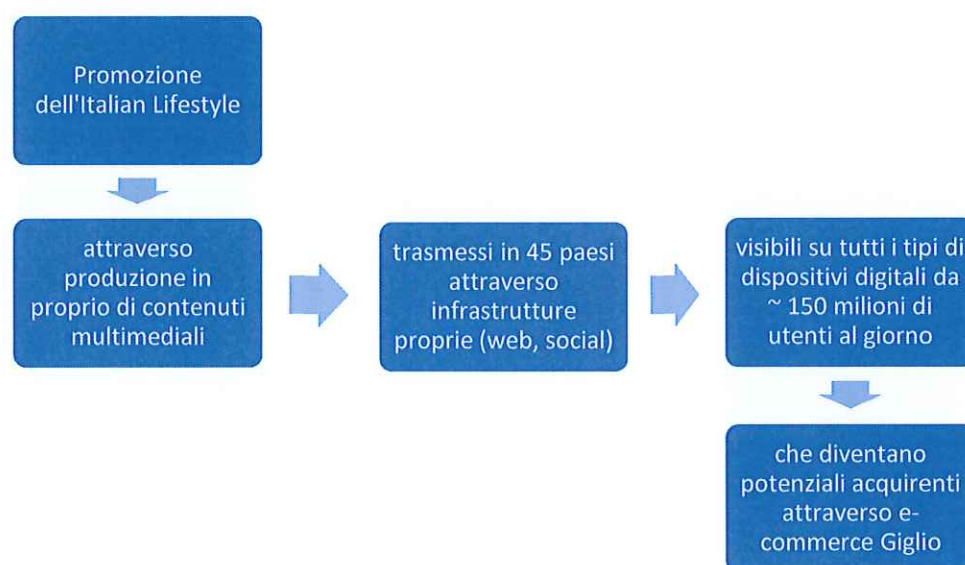
Divisione Fashion & E-commerce

Giglio Fashion è uno dei maggiori operatori italiani B2B del settore *e-commerce*, specializzato nella distribuzione di prodotti della categoria *fashion* e *luxury* ai *digital retailers* dei maggiori mercati mondiali.



Inoltre Giglio Fashion offre il proprio supporto ai maggiori marchi del settore *fashion* e *luxury* nella implementazione e gestione dei propri canali di vendita online.

Attraverso l'operazione Evolve, oggetto della presente relazione, Giglio Group si espanderà anche nel segmento B2C, portando a compimento il processo di integrazione delle tre divisioni che porterà ad articolare il business aziendale come segue:



I mercati di riferimento per il Gruppo sono rappresentati dal *global entertainment & media market*, con particolare riguardo ai segmenti *tv advertising* e *tv subscriptions & license free*, e dal *global advertising market*.

A livello mondiale il **mercato dei media** è stato, negli ultimi anni, in costante espansione, e anche per il prossimo futuro è prevista una forte crescita. La spesa globale per pubblicità si suddivide principalmente in pubblicità televisiva e pubblicità digitale, quest'ultima in forte incremento grazie all'utilizzo di *internet* e alla diffusione di *tablet* e *smartphone*. Anche il mercato cinese dei *media* ha avuto un forte incremento negli ultimi anni; grazie all'utilizzo di tecnologie sofisticate mantiene la *leadership* nel settore della trasmissione dei contenuti televisivi su *tablet*, *consolle* e cellulari. In Italia il mercato dei *media* ha visto negli ultimi anni

una leggera contrazione del proprio valore, tuttavia gli investimenti pubblicitari, sia in televisione che *digital*, sono previsti un aumento.

Il *mercato e-commerce* ha vissuto anni di forte crescita e si prevede che tale *trend* verrà confermato nei prossimi anni. All'*e-commerce* si sta affiancando l'*m-commerce* ovvero la vendita/acquisto di prodotti tramite *mobile*. Inoltre l'evoluzione del *second screen* abbinato all'*e-commerce* potrà rivoluzionare la *customer experience*.

La strategia che il Gruppo intende perseguire è quella di divenire un operatore di assoluto riferimento non solo nel *broadcasting*, ma anche nella realizzazione e presentazione di servizi tecnologici all'avanguardia miranti allo sviluppo di soluzioni multimediali per il *digital* e per l'*e-commerce*. Il modello di *business*, proposto da Giglio Group, prevede la totale integrazione tra comunicazione televisiva e *e-commerce*. Attraverso la produzione di contenuti multimediali trasmessi anche tramite M3 Satcom in 45 Paesi del mondo, sui canali televisivi del gruppo, si intende promuovere il meglio del *Made in Italy*.

In merito alle strategie di sviluppo la Società intende ricercare nuove opportunità di espansione verso nuovi Paesi e nuove piattaforme di distribuzione B2B; sviluppare una piattaforma *e-commerce* B2C in Cina; dare sviluppo alla tecnologia *second screen*.

Giglio Group ha definito il piano strategico necessario in previsione della transizione dal Mercato AIM al segmento STAR di Borsa Italiana, dedicato alle medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro, che si impegnano a rispettare requisiti di eccellenza in termini di:

- Elevata trasparenza e vocazione comunicativa;
- Alta liquidità (35% minimo di flottante);
- *Corporate Governance* allineata agli standard internazionali.

La tempistica ipotizzata per il *translisting* prevede la presentazione della domanda di ammissione e il deposito del prospetto informativo alla fine del prossimo mese di marzo per arrivare all'ammissione alla negoziazione entro luglio prossimo, compatibilmente con l'ottenimento delle autorizzazioni necessarie.



L'aumento di capitale sociale

Agli azionisti di Giglio Group SpA (di seguito "Giglio") il prossimo 20 marzo verrà chiesto di deliberare un aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quarto, quinto e sesto comma del Codice Civile. L'aumento di capitale sociale sarà liberato mediante conferimento del 68,75% delle azioni del capitale sociale di Evolve Service SA (di seguito Evolve).

Tale aumento di capitale si inquadra in una più complessa operazione diretta all'acquisizione, da parte di Giglio, della totalità delle azioni rappresentanti il capitale sociale di Evolve Service SA da realizzarsi nell'ambito del progetto finalizzato all'ingresso nel settore dell'e-commerce.

L'accordo quadro che sarà firmato il prossimo 15 febbraio tra Giglio Group SpA da una parte, e i Sigg.ri Claudio Orrea, Patrizia Bambi, Stefano Orrea, Ugo Pieretti, Marco Ruffa e Filippo Zuin (di seguito Soci Persone Fisiche) e E-Volve Group Holding SA dall'altra, definisce le fasi dell'operazione e costituisce la motivazione del presente documento. Esso prevede, *inter alia*:

- A. Soci Persone Fisiche ed E-Volve Group Holding SA, insieme ai "Soci di Minoranza di Evolve Service SA" (tutti insieme di seguito Venditori) alla "data di esecuzione"¹ deterranno la totalità del capitale sociale di Evolve Service SA (di seguito Evolve), che sarà suddiviso come segue:
 - Soci Persone Fisiche: quota di partecipazione pari all'81% del capitale sociale. La partecipazione sarà così ripartita: Claudio Orrea 22,68%, Patrizia Bambi 22,68%, Stefano Orrea 21,06%, Ugo Pieretti 4,05%, Marco Ruffa 7,29% e Filippo Zuin 3,24%;
 - E-Volve Group Holding: quota di partecipazione pari a circa il 12% del capitale sociale;
 - Soci di minoranza: quota di partecipazione pari a circa il 7% del capitale sociale;
- B. Evolve, a sua volta, detiene l'intero capitale sociale di Sodalux Srl;

¹ Per data di esecuzione si intende la data in cui si terrà l'assemblea straordinaria dell'Acquirente e verrà data esecuzione agli obblighi delle Parti di cui all'art. 6 dell'Accordo quadro, in ogni caso non successiva al 31 maggio 2017.



C. Giglio acquisterà *pro quota* dai Venditori, subordinatamente alle condizioni previste, nonché sulla base degli accordi intercorsi con il socio Andrea Zini, circa il 27,72% del capitale di Evolve (di seguito la Partecipazione) a fronte del pagamento di un corrispettivo complessivo pari a € 1.500.000 e più precisamente:

- a) Giglio acquisterà dai Soci Persone Fisiche le seguenti partecipazioni:
da Claudio Orrea il 6,29% per € 346.118,80, da Patrizia Bambi il 6,29% per € 346.118,80, da Stefano Orrea il 5,84% per € 321.390,24, da Ugo Pieretti l'1,12% per € 61.861,95, da Marco Ruffa il 2,02% per € 111.237,99 e da Filippo Zuin l'0,90% per € 49.457,13 (corrispondente al 22,46% per € 1.236.184,91);
- b) Giglio acquisterà da E-Volve Group una partecipazione pari al 3,33% del capitale sociale Evolve, a fronte di un corrispettivo pari a € 180.047,82;
- c) Giglio acquisterà pro-quota dai soci di minoranza una partecipazione pari al 1,94% del capitale sociale Evolve, a fronte di un corrispettivo pari ad € 83.767,27.

L'accordo quadro disciplina tuttavia eventuali trasferimenti di partecipazioni in Evolve prima della data di esecuzione²;

D. L'assemblea straordinaria di Giglio sarà chiamata a deliberare un aumento del capitale sociale, senza diritto di opzione, riservato ai Venditori per l'importo di € 3.910.400; tale aumento di capitale comporterà l'emissione di n. 1.222.000 nuove azioni, e sarà integralmente liberato mediante conferimento – da parte dei Venditori – della totalità delle residue quote di partecipazione nel capitale sociale Evolve, ed in particolare:

² Le Parti concordano che, prima della Data di Esecuzione ed in aggiunta al trasferimento di cui alla Premessa E, uno o più Soci Persone Fisiche potranno acquistare dai Soci di Minoranza una parte o anche tutte le loro azioni in Evolve. In tal caso, i Soci Persone Fisiche ne dovranno dare pronta comunicazione all'Acquirente e la relativa quota parte di Corrispettivo e di Azioni Giglio sarà ridistribuita proporzionalmente.



- a) I Soci Persone Fisiche riceveranno n. 974.579 azioni Giglio di nuova emissione a fronte del conferimento della loro quota di partecipazione nel capitale sociale Evolve;
 - b) E-Volve Group riceverà n. 146.679 azioni Giglio di nuova emissione a fronte del conferimento della quota di partecipazione nel capitale sociale Evolve;
 - c) I soci di minoranza riceveranno complessivamente n. 100.742 azioni Giglio di nuova emissione a fronte del conferimento della loro quota di partecipazione nel capitale sociale Evolve;
- E. Al fine di procedere con l'aumento del capitale sociale Giglio ha conferito ad un esperto, in conformità e ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 3, C.C. l'incarico di redigere e giurare la relazione di stima avente ad oggetto la valutazione delle azioni di Evolve da conferire per la liberazione dell'aumento di capitale, che diviene parte integrante del presente documento;
- F. Ai termini e condizioni di cui all'accordo quadro, subordinatamente all'avveramento delle condizioni sospensive in esso riportate, Giglio diventerà proprietaria del 100% del capitale sociale di Evolve.

L'accordo quadro prevede, inter alia, che qualora «la Relazione di Stima attesti che il valore del 72,28% (settantadue virgola ventotto per cento) di Evolve, vale a dire la quota del capitale sociale di Evolve pari alle Partecipazioni in conferimento, sia inferiore a € 3.910.400,00 (tre milioni novecento diecimila quattrocento/00), vale a dire il controvalore delle azioni di nuova emissione nell'ambito dell'aumento del capitale [...] il presente Accordo Quadro dovrà intendersi definitivamente risolto e privo di efficacia, automaticamente e senza necessità di ulteriori comunicazioni o attività di nessuna delle Parti. [...]».

Dalla relazione giurata di stima ex art. 2343-ter C.C. risulta che il valore della partecipazione in Evolve Consolidata (ovvero la somma dei valori del capitale economico delle società appartenenti al Gruppo Evolve: E-Volve Service SA, compresa la stabile organizzazione italiana, Sodalux Srl e E-Volve Service USA Corp) è pari a 5,7 milioni di euro, e pertanto è "almeno pari a quello attribuito ai



fini della determinazione dell'aumento di capitale sociale - incluso il sovrapprezzo".

L'operazione consiste quindi nell'aumento di capitale sociale di Giglio riservato ai Venditori, soci di Evolve, da liberarsi mediante conferimento in natura del 72,28% del capitale di Evolve a fronte dell'emissione, da parte di Giglio, di n. 1.222.000 nuove azioni ad un prezzo unitario pari a € 3,20 di cui € 3,00 a titolo di sovrapprezzo, per un controvalore complessivo pari a € 3.910.400.

A conclusione dell'operazione i soci di Evolve, in virtù delle azioni di Giglio che riceveranno a fronte del conferimento in natura, deterranno una quota pari a circa il 7,62% del capitale sociale di Giglio.

Giova infine ricordare che l'accordo quadro prevede altresì che: *«le Parti concordano che, nel caso in cui tutti o solo alcuni dei Soci di Minoranza fossero inadempienti, rispetto ai loro obblighi derivanti dagli accordi di cui alla Premessa D, e, così facendo, non trasferissero le loro partecipazioni in Evolve all'Acquirente, alla Data di Esecuzione (di seguito i "Soci di Minoranza Inadempienti"), i Venditori riconosceranno uno sconto all'Acquirente, a valere interamente sulle Azioni Giglio (come di seguito definite) a loro destinate [...]³».*

Quanto al gruppo Evolve esso è contraddistinto principalmente da due realtà: la capogruppo Evolve Service SA, società di diritto svizzero, che detiene il 100% del capitale sociale di Sodalux Srl. Entrambe le società sono *leader* nel campo dell'*e-commerce* B2C.

Premesso che ad oggi Giglio è leader nel campo dell'*e-commerce fashion* B2B, le ragioni che hanno indotto il Consiglio di Amministrazione di Giglio a valutare

³ [...] ai sensi del successivo Articolo 2.2.(v), che sarà pari all'intero controvalore (Prezzo Partecipazione Soci di Minoranza più Azioni Giglio, come di seguito definiti) che i Soci di Minoranza Inadempienti avrebbero ricevuto, quale corrispettivo per il trasferimento della loro partecipazione in Evolve all'Acquirente, ai sensi dei successivi Articoli 2.1.(viii) e 2.2.(v).(h), laddove questo fosse avvenuto (di seguito lo "Sconto"). Per chiarezza, si formula il seguente esempio: nel caso in cui un Socio di Minoranza Inadempiente, a fronte del trasferimento della sua partecipazione in Evolve all'Acquirente, avesse avuto diritto a ricevere una quota di Prezzo Partecipazione Soci di Minoranza ed un numero di Azioni Giglio (come di seguito definiti e tenuto conto del prezzo di emissione di cui alla premessa H), pari complessivamente ad Euro 32.000,00 (trentaduemila/00), lo Sconto che i Venditori concederanno all'Acquirente sarà pari ad Euro 32.000,00 (trentaduemila/00), ed essi riceveranno un totale di 10.000 (diecimila) Azioni Giglio, come di seguito definite, in meno rispetto a quanto loro spetterebbe, ai sensi del successivo Articolo 2.2.(v) (Sconto di € 32.000 ÷ € 3,2 del prezzo di emissione di cui alla premessa H = 10.000 Azioni Giglio in meno). Le azioni eventualmente oggetto dello Sconto saranno ripartite tra i Venditori in proporzione alla partecipazione da ciascuno di essi detenuta in Evolve. Le Parti concordano che, ad eccezione dello Sconto, nulla sarà dovuto dai Venditori o dai Soci di Minoranza all'Acquirente, ad alcun titolo, a seguito della situazione prospettata. Resta inteso tra le Parti che laddove non sia possibile procedere ad applicare lo Sconto sulle Azioni Giglio da attribuire ai Venditori, lo stesso sarà applicato agli stessi termini e condizioni sul Corrispettivo dovuto dall'Acquirente ai Venditori ai sensi del successivo Articolo 3.

positivamente l'operazione di aumento di capitale sociale da liberarsi mediante conferimento in natura di Evolve trovano ragione nello sviluppo dell'attività anche nel settore dell'*e-commerce fashion* B2C mediante la creazione di un modello di *business e-commerce 4.0*, nonché nell'integrazione tra il settore della comunicazione con quello dell'*e-commerce*, così da proseguire la politica di crescita e sviluppo già intrapresa con precedenti acquisizioni ed integrazioni.

Dal punto di vista finanziario la scelta di procedere con l'aumento di capitale mediante conferimento in natura è dettata dal minor esborso per cassa a carico di Giglio. Come sopra evidenziato l'operazione consiste in un preliminare acquisto da parte di Giglio del 27,72% delle azioni di Evolve da pagare per cassa per l'importo di € 1.500.000, mentre il corrispettivo per il restante 72,28% verrà corrisposto mediante emissione di nuove azioni di Giglio.



Scelta del metodo di valutazione

Il valore effettivo

Prima di procedere all'illustrazione ed esecuzione delle operazioni di valutazione, è opportuno chiarire quale sia il "valore effettivo" del patrimonio netto della Società, nei limiti della correttezza del metodo estimativo applicato e dei dati messi a disposizione.

Come noto, l'esperto per procedere alla valutazione del patrimonio sociale, può utilizzare i metodi di stima che ritiene più idonei per compiere il suo mandato, e così, non esistendo una metodologia migliore delle altre, deve, a giudizio del referente, prima di individuare il metodo o i metodi più idonei, effettuare una disamina dell'attività svolta dall'impresa oggetto di stima e delle informazioni disponibili o acquisibili su di essa.

Stante la struttura dell'operazione, e quindi la conseguente necessità di definire la congruità del prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento del capitale sociale, è lo stesso legislatore che nell'art. 2441 al comma 6 del Codice Civile prevede quali devono essere i criteri di da adottare, ed in particolare «...*La deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre.*»

A giudizio della sottoscritta è quindi ai principi generali che occorre riferirsi; pertanto vengono presi in esame altri metodi di valutazione per poi scegliere quelli che a giudizio del valutatore e, in disparte quanto disposto dal Codice Civile, possono esprimere in maniera ragionevolmente attendibile il valore della Società.



La valutazione delle aziende in generale

La dottrina aziendale e la pratica professionale hanno elaborato differenti metodi per la valutazione delle aziende e dei rami d'azienda. Tra essi si ricordano sinteticamente:

- **I criteri patrimoniali**, si fondano sul principio della valutazione analitica dei singoli beni dell'attivo e del passivo che compongono il capitale. Tale criterio esprime il valore dell'azienda (o del ramo d'azienda) in funzione del suo patrimonio mediante adeguamento dei valori patrimoniali ai valori correnti. A seconda del trattamento riservato in sede di stima agli elementi che formano il "patrimonio immateriale", ovvero alle risorse intangibili, si distingue tra:

- a) metodi patrimoniali semplici, che prendono in considerazione i beni immateriali iscritti a bilancio;
- b) metodi patrimoniali complessi, che comportano la valorizzazione specifica delle risorse invisibili anche se non iscritte in bilancio (ad esempio *know-how*, marchi, avviamento, organizzazione, licenze ecc.).

Per gli elementi dell'attivo patrimoniale destinati allo scambio e per i crediti, il criterio di riferimento per la determinazione del valore corrente è il valore di presumibile realizzo.

In relazione ai beni strumentali, invece, si adotta il criterio del valore di sostituzione.

Per le passività patrimoniali occorre fare riferimento al valore di presunta estinzione.

Per la valutazione delle poste appartenenti alla categoria dei beni immateriali gli approcci valutativi comunemente utilizzati possono essere distinti come segue:

- metodi basati sui costi;
- metodi basati sui risultati differenziali;
- metodi empirici.

I metodi basati sui costi vengono adottati preferibilmente in relazione a risorse immateriali relativamente "giovani" - ossia di recente acquisizione



- oppure per quei beni che al momento della valutazione devono ancora manifestare il proprio "potenziale economico".

Il metodo dei risultati differenziali ha lo scopo di determinare analiticamente i benefici economici prodotti dal bene oggetto di valutazione, evidenziando la riduzione dei costi e/o l'incremento dei ricavi ad esso attribuibili; tale criterio viene adottato principalmente per marchi, brevetti, licenze e simili.

I metodi empirici, infine, si articolano a loro volta in diverse tipologie:

- a) metodi basati sui "multipli" o "moltiplicatori";
- b) le cosiddette "regole del pollice" (*rules of thumb*);
- c) algoritmi statistici.

Tutti e tre gli approcci si basano sull'"esperienza", sulla prassi, ossia sull'osservazione del mercato (transazioni comparabili, operazioni similari, in alcuni casi convenzioni radicate tra gli operatori del mercato di riferimento).

Non sono supportati da modelli o teoremi elaborati dalla dottrina economica.

Solitamente i metodi empirici vengono utilizzati con funzione di "riscontro", di controllo della "verosimiglianza" del risultato valutativo raggiunto con l'utilizzo del metodo principale prescelto.

La Società redige il bilancio ordinario e consolidato secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS.

In particolare, Giglio Group SpA ha adottato i principi contabili internazionali a partire dall'esercizio 2014, con data di transizione agli IFRS al 1° gennaio 2014.

Come noto, i principali aspetti che contraddistinguono gli *standard* internazionali possono essere sintetizzati come segue:

- 1) adozione del *fair value* (valore equo), a fronte di criteri basati sul costo storico tipici dei principi contabili nazionali;
- 2) principio del trasferimento dei benefici e dei rischi, che si contrappone al criterio del trasferimento legale della proprietà;



3) prevalenza della sostanza sulla forma, nell'individuazione del contenuto economico dei fatti aziendali.

Il fatto che il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato siano redatti secondo i principi contabili internazionali comporta come conseguenza che le principali voci dell'attivo e del passivo patrimoniale siano già espresse, in tali documenti, al *fair value*.

Pertanto nel caso in cui, ai fini della presente valutazione, si ritenesse utile l'impiego di criteri patrimoniali - in via principale o a supporto di altre metodologie valutative - occorre tener presente che il patrimonio netto di bilancio è già espressione di valori correnti, per cui - verosimilmente - non sarebbero necessarie ulteriori rettifiche.

- I **criteri reddituali**, che ravvisano nella capacità dell'azienda di generare risultati economici positivi l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei redditi futuri (considerati per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato). Il tasso utilizzato ai fini dell'attualizzazione (o capitalizzazione) del reddito è, di norma, basato sul tasso di rendimento del capitale di rischio.

Le valutazioni effettuate con criteri reddituali sono elaborate, per lo più, in ottica *equity side*, vale a dire al netto delle passività finanziarie.

I flussi reddituali futuri da considerare ai fini della valutazione potranno essere relativi ad un orizzonte temporale

- a) limitato ad alcuni anni;
- b) illimitato.

Il riferimento ad un periodo di tempo limitato si rende necessario in presenza di alcune circostanze particolari, quali ad esempio concessioni di durata predeterminata, o aziende la cui attività si esaurisce con il compimento di determinate operazioni di cui si conosce la durata.

Nella generalità dei casi, appare invece più corretta l'adozione di un orizzonte temporale illimitato.

I flussi di reddito futuri stimati che costituiscono la base dei criteri reddituali possono essere espressi con diverse configurazioni:

- a) stima di un valore medio, riferito ad un periodo futuro limitato o illimitato;
- b) stima analitica di una serie di risultati annuali;
- c) stima analitica di una serie di risultati annuali e di un conseguente valore sintetico riferito ad un periodo futuro limitato o illimitato.

L'orizzonte temporale prescelto e la configurazione dei flussi di reddito individueranno la formula matematica da utilizzare nel caso specifico per l'attualizzazione dei flussi di reddito attesi.

Di seguito si riepilogano le formule relative al metodo reddituale:

$$W = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1 + K_e)^i} + \frac{TV}{(1 + K_e)^n} - PFN$$

Dove:

W = valore del capitale dell'azienda oggetto di valutazione;

K_e = costo del capitale proprio;

PFN = Posizione finanziaria netta al momento della valutazione;

n = 5 ovvero la previsione dei flussi copre gli anni 2016, 2017, 2018, 2019 e 2020.

TV = Terminal Value;

Con quest'ultimo che è stato determinato secondo la seguente formula:

$$TV = R_n * \frac{(1 + g)}{(K_e - g)}$$

Dove *g* rappresenta il tasso di crescita perpetua, mentre *R_n* è il reddito all'ultimo anno.

La stima dei flussi reddituali futuri può essere articolata in base:

- a) alla proiezione dei risultati storici osservati negli ultimi esercizi;
- b) ai risultati programmati;
- c) alla crescita attesa della capacità reddituale.

L'utilizzo dei risultati programmati trova il suo fondamento documentale nel *budget* annuale e nei piani a medio e lungo termine (3- 5 anni), e tale metodo è largamente utilizzato nella pratica.



Ai fini della valutazione è necessaria una verifica preventiva sull'attendibilità e ragionevolezza delle ipotesi e degli scenari sulla cui scorta sono stati elaborati gli obiettivi economici espressi dal *budget*.

La stima dei flussi reddituali sulla base della crescita attesa prende in considerazione la capacità di sviluppo dell'azienda in termini di volume d'affari e di reddito.

- I **criteri misti patrimoniali – reddituali**, che associano i principi essenziali dei metodi patrimoniali e reddituali. Tali metodi, in sostanza considerano unitamente nella stima del capitale economico d'impresa, la consistenza patrimoniale e le potenzialità reddituali del complesso aziendale.

I criteri misti apportano una "correzione reddituale" al valore risultante dall'applicazione dei metodi patrimoniali, così da tenere nella dovuta considerazione la capacità dell'azienda di generare profitti in misura tale da garantire la remunerazione del capitale investito.

In sostanza, il confronto tra redditività prospettica e redditività giudicata "soddisfacente" per l'azienda oggetto di valutazione consente la quantificazione di un avviamento positivo o negativo da portare ad incremento o diminuzione del patrimonio netto rettificato.

Tra questi i più diffusi sono i metodi che prevedono la stima autonoma del valore di avviamento, che può essere determinata applicando una delle seguenti formule:

- a) attualizzazione limitata del reddito differenziale medio;
- b) attualizzazione dei redditi differenziali analitici per n anni;
- c) capitalizzazione illimitata del reddito differenziale medio.

Il metodo maggiormente utilizzato è l'attualizzazione limitata del reddito differenziale medio, in base alla quale il valore dell'azienda è espresso dalla seguente formula:

$$W = K + \alpha_{n-i'} * (R - i''K)$$

Dove:

W = valore dell'azienda

K = capitale netto rettificato



R = reddito medio normale atteso

i' = tasso di attualizzazione del reddito differenziale

i'' = costo del capitale proprio (K_e)

n = numero di anni dell'orizzonte temporale considerato

$a_{n-t'}$ = simbolo indicante il valore attuale di una rendita avente durata definita

Il dato iniziale, pertanto è il capitale netto rettificato (K) secondo i criteri propri del metodo patrimoniale, al quale andrà aggiunto il valore dell'avviamento, inteso come valore attuale della rendita - di durata n anni – determinata dalla differenza tra:

- reddito annuale medio atteso

- remunerazione annua del capitale proprio

La remunerazione annua del capitale proprio è determinata applicando il tasso di interesse " i " espressione del "rendimento normale medio" degli investimenti in capitale di rischio riscontrabile nello specifico settore di appartenenza.

- I **criteri finanziari**, che ravvisano nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della valutazione.

L'applicazione del metodo finanziario, prevede due possibili formulazioni: Unlevered Discounted Cash Flow (Asset side), che prevede che il valore del capitale economico di un'azienda sia pari al valore attualizzato dei flussi di cassa che essa genererà in futuro (valore operativo) e che saranno disponibili per tutti i soggetti che apportano risorse finanziarie in azienda – a titolo di capitale di rischio (azionisti) o capitale di debito (tutti gli altri finanziatori).

In questo caso i flussi di cassa saranno calcolati al lordo degli interessi passivi, ed il relativo tasso di attualizzazione rispecchierà il costo medio ponderato di tutte le fonti di capitale (WACC)

Levered Discounted Cash Flow (Equity side), che invece prende in considerazione il valore attualizzato dei flussi di cassa futuri che saranno disponibili per i soli azionisti, e quindi al netto della posizione finanziaria netta alla data di valutazione.



I flussi di cassa saranno assunti al netto degli interessi passivi, ed il relativo tasso di attualizzazione sarà rappresentativo della remunerazione del capitale proprio, che a sua volta ne riflette il grado di rischio.

Sulla base del criterio maggiormente utilizzato (*Unlevered*), il valore del capitale economico si ottiene come segue:

$$W = EV - D$$

Dove:

W = valore dell'azienda

EV = Valore totale delle attività delle aziende

D = Posizione finanziaria netta valori correnti

Dove, a sua volta:

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFO_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

$FCFO$ = Free Cash Flow From Operations, pari all'utile operativo dell'impresa al netto delle imposte più gli ammortamenti e gli accantonamenti e meno gli investimenti in capitale circolante e fisso operativo;

$WACC$ = Weighted Average Cost of Capital, rappresenta il costo opportunità del capitale impiegato e viene calcolato:

$$WACC = K_e * \frac{E}{D+E} + K_d * (1-t) * \frac{D}{D+E}$$

Dove:

K_e = costo del capitale proprio, cioè il rendimento richiesto dai soci-investitori

K_d = costo del debito finanziario

E = capitale proprio

D = capitale di debito

t = aliquota fiscale societaria applicabile

Nel caso si utilizzasse il metodo dei flussi di cassa scontati al WACC, il *Terminal Value* assume la seguente formulazione:

$$TV = \frac{FCFO_n(1+g)}{WACC-g}$$

Con g che rappresenta il tasso di crescita perpetua e $FCFO_n$ il flusso di cassa percepibile all'anno n .

Anche in questo caso l'orizzonte temporale di riferimento dei flussi di cassa può essere limitato o illimitato.

Tuttavia la stima puntuale dei flussi di cassa, di per sé già complessa, se proiettata oltre un certo numero di anni risulterebbe di attendibilità piuttosto limitata.

Nel caso di società non quotate, inoltre, la determinazione del tasso di remunerazione del capitale proprio - e quindi del tasso di attualizzazione dei flussi di cassa - presenta un elevato grado di soggettività.

- I **criteri di mercato**, che si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile facendo riferimento al prezzo registrato sul mercato in scambi di beni simili avvenuti nel recente passato. L'assunto generale è che i prezzi di mercato rappresentano la migliore approssimazione del valore dell'impresa. I metodi di mercato stimano il valore dell'impresa, costruendo rapporti fondati sugli effettivi prezzi dei titoli della società comparabili, finalizzati ad individuare la relazione che lega il valore delle imprese con specifiche variabili aziendali, ad esempio economico - patrimoniali, come ricavi, utili, flussi di cassa, patrimonio netto ed indicatori empirici specifici del particolare settore a cui appartiene l'azienda oggetto della valutazione.

Nell'ambito dei criteri di mercato ha assunto progressivamente rilevanza significativa soprattutto l'impiego dei "moltiplicatori di borsa" e il raffronto con transazioni comparabili.

Nel caso dei moltiplicatori di borsa, il riferimento per la determinazione del valore di una azienda è costituito dalla quotazione di un campione di società quotate "comparabili"; si assume inoltre che il valore dell'impresa sia proporzionalmente collegato all'andamento di una variabile quantitativa (economica o patrimoniale) prescelta come "parametro di performance".

Ad esempio, per un campione di società quotate "comparabili" si ritiene che l'utile netto costituisca un significativo "parametro di performance".

Dall'esame dei dati economici del campione di società comparabili e delle relative quotazioni si arriva a stabilire - per ipotesi - che il prezzo medio per azione risulta essere pari a 15 volte l'utile netto per azione.

Pertanto conoscendo l'utile netto per azione è possibile ottenere una stima del prezzo medio per azione e di conseguenza dell'intero capitale sociale.

Essendo basato sull'osservazione di dati empirici relativi ad altre società - per quanto comparabili - il metodo dei moltiplicatori di borsa può apparire semplicistico. Si consideri inoltre che non è supportato da considerazioni dottrinali che ne dimostrino la razionalità.

Presupposto del metodo dei moltiplicatori di borsa è quindi l'individuazione e la scelta di alcuni rapporti tra prezzo di borsa e variabile di *performance*; tali rapporti vengono comunemente definiti "multipli", e possono essere riconducibili a due categorie fondamentali:

- a) multipli di capitale, finalizzati alla quantificazione diretta del valore dell'impresa (*Equity Value*);
- b) multipli del valore complessivo dell'impresa, costituito dalla somma algebrica tra valore di mercato dell'impresa (*Enterprise Value*) e posizione finanziaria netta.

Di seguito si riportano alcuni esempi relativi ai moltiplicatori usati più comunemente, con una sintetica descrizione:

Price to Earning (P/E)

Il *Price to Earning* ratio costituisce forse il più noto moltiplicatore di borsa ed è determinato dal rapporto tra il valore di borsa di una azione e l'utile netto annuale per azione.

Tale rapporto si basa sull'assunto che l'acquisto di una azione equivalga all'acquisto del diritto ad incassare un flusso illimitato di dividendi annui pari all'utile netto per azione.

Nell'ipotesi di stato "stazionario" di impresa che non cresce e che quindi necessita di soli investimenti di rinnovo/mantenimento che assumono in misura pari agli ammortamenti, l'utile netto coincide con il flusso di cassa, il quale può essere completamente distribuito agli azionisti.



Sulla base di tali assunti di base, utilizzando la formula relativa alla rendita perpetua, si ha:

$$P = D/K_e$$

Dove:

P = prezzo

D = dividendo annuo, assunto pari all'utile netto per azione (E)

K_e = tasso di capitalizzazione del dividendo, assunto pari alla remunerazione del capitale di rischio

Rielaborando la formula, assumendo l'ipotesi che il dividendo annuo coincida con l'utile netto, si ottiene:

$$\frac{P}{E} = \frac{1}{K_e}$$

Di fatto, pertanto, il *Price to Earning ratio* corrisponde al reciproco del tasso di remunerazione del capitale proprio.

Price to Book Value (P/BV)

Il *Price to Book Value* rappresenta un altro moltiplicatore di borsa piuttosto noto, ed è definito come rapporto tra il prezzo di borsa (o meglio la capitalizzazione di borsa) e il patrimonio netto contabile, costituito dalla differenza tra le attività e le passività patrimoniali, espresse entrambe a valori contabili.

L'utilizzo di tale parametro è consigliabile solo se risultano verificate alcune condizioni, che però nella pratica non sempre si riscontrano.

In particolare, deve essere verificato che il patrimonio netto contabile della società oggetto di valutazione sia "omogeneo" rispetto a quello delle imprese "comparabili" facenti parte del campione di riferimento.

Per alcune poste patrimoniali possono essere utilizzati differenti criteri di valutazione ai fini dell'iscrizione in bilancio; si pensi ad esempio alle rimanenze di magazzino, all'avviamento, e ad alcuni beni immateriali.

L'applicazione di criteri di valutazione difforni per le medesime poste di bilancio può comportare differenze significative nella determinazione del patrimonio netto contabile.



Occorre quindi verificare la sostanziale corrispondenza tra i criteri di valutazione adottati dalla società di riferimento e dalle società "comparabili" comprese nel campione.

- **Il criterio dell'andamento delle quotazioni del mercato regolamentato**, identifica il valore di una società con la sua "capitalizzazione di borsa", corrispondente al prodotto tra prezzo medio di mercato del titolo e il numero delle azioni che sono rappresentative del capitale sociale.

La capitalizzazione esprime una configurazione di valore complessivo di tutti i titoli azionari rappresentativi del capitale sociale di una società quotata.

Il prezzo medio di mercato, tuttavia, si riferisce al "flottante" cioè al numero di azioni emesse da una società e disponibili per la negoziazione nel mercato regolamentato.

Il flottante rappresenta dunque una parte della capitalizzazione dell'azienda.

L'analisi dell'andamento delle quotazioni del titolo nel mercato regolamentato di riferimento costituisce quindi un valido parametro di riferimento per la valutazione della congruità del prezzo di emissione nella prospettata operazione di aumento di capitale.



Il criterio metodologico adottato

Selezionando l'approccio più idoneo a valutare la società in funzione della sua natura, il passo successivo è rappresentato dalla scelta dei criteri.

Come sopra evidenziato è il legislatore che al comma 6 dell'art. 2441 del Codice Civile ha definito i criteri di determinazione del prezzo di emissione delle azioni prevedendo che «...*La deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre*», ne deriva che il metodo di valutazione adottato è il metodo del patrimonio netto, tenendo conto anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre.

Di seguito si illustrano le risultanze cui si perviene, quindi, applicando i criteri indicati dall'art. 2441 comma 6 Codice Civile.

Il valore del Patrimonio Netto

Come precisato nella parte introduttiva, il presente lavoro si basa sui dati del bilancio ordinario e consolidato al 31.12.2016, ed in particolare sul patrimonio netto consolidato.

L'approvazione di tali documenti è all'ordine del giorno del Consiglio di Amministrazione che si riunirà il prossimo 15 febbraio.

Sono state prese quindi in esame le bozze di bilancio ordinario e consolidato, fornite dalla Direzione Amministrativa di Giglio Group unicamente per le finalità della presente relazione, ed oggetto di revisione da parte della funzione di controllo contabile.

Il bilancio consolidato è espressione della situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'intero gruppo. Il consolidato predisposto secondo i principi contabili internazionali è altresì espressione delle aggregazioni aziendali così come previsto da IFRS 3.

Di seguito si riportano i dati relativi allo Stato Patrimoniale consolidato al 31.12.2016:



Bilancio Consolidato al 31 dicembre 2016

	Consolidato
STATO PATRIMONIALE	
ATTIVITA' NON CORRENTI	20.661.211
a Attività materiali	7.146.801
b.1 Diritti di distribuzione	0
b.2 Diritti di edizione	8.426.571
b.3 Altre attività immateriali	319.940
b Attività immateriali	8.756.506
c Avviamento	4.511.610
d Partecipazioni	0
e Crediti	246.293
f Attività fiscali differite	0
ATTIVITA' CORRENTI	26.397.746
g Rimanenze di magazzino	2.237.247
h Crediti commerciali e altri	19.869.462
i Crediti finanziari	0
l Crediti Tributarî	1.942.475
m Altre attività	531.552
n Disponibilità liquide	1.817.010
TOTALE ATTIVITA'	47.058.957
PASSIVITA' NON CORRENTI	9.722.522
aa Fodi per rischi e oneri	243.452
bb Passività fiscali differite	424.551
cc Debiti finanziari	9.054.519
PASSIVITA' CORRENTI	23.869.671
dd Debiti commerciali e altri debiti	18.792.299
ee Debiti finanziari	3.000.057
ff Debiti d'imposta	1.350.477
gg Altre passività	726.839
TOTALE PASSIVITA'	33.592.192
hh Capitale sociale	2.963.650
ii Riserve	7.789.076
pp Riserva straordinaria	0
qq Costi di quotazione	(738.292)
ss Riserva FTA	3.814
ll Risultati portati a nuovo	0
xx Riserva di consolidamento	1.378.916
mm Utile (perdita) del periodo	2.069.598
nn TOTALE PATRIMONIO NETTO DI GRUPPO	13.466.764
Patrimonio netto di terzi	0
oo TOTALE PATRIMONIO NETTO	13.466.764
TOTALE PASSIVITA'+ PATRIMONIO NETTO	47.058.957

Il documento evidenzia i seguenti valori di patrimonio netto consolidato:

TOTALE PATRIMONIO NETTO	13.466.764
--------------------------------	-------------------

Come già evidenziato, la società redige i bilanci ordinario e consolidato secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS.

L'applicazione di criteri di valutazione improntati al *fair value* per la generalità delle poste patrimoniali attive e passive consente di sostenere, in prima approssimazione, che il patrimonio netto consolidato sia di per sé espressione di valori correnti.

Esaminato il contenuto delle singole voci patrimoniali, e preso atto dei criteri di valutazione specificamente adottati, non si ritiene necessario apportare alcuna rettifica finalizzata ad una maggiore corrispondenza al "valore equo", in quanto si può affermare che il patrimonio netto consolidato esprima una ragionevole approssimazione della differenza tra attività e passività patrimoniali espresse a valori correnti.

Pertanto, nell'ambito della presente valutazione di congruità si possono assumere i medesimi valori, arrotondati per difetto, quale espressione del valore patrimoniale corrente di Giglio Group SpA:

TOTALE PATRIMONIO NETTO	13.400.000
--------------------------------	-------------------

Andamento quotazioni mercato regolamentato

In ossequio alle previsioni dell'art. 2441 comma 6 del Codice Civile, la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni nell'ambito delle proposte di aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, deve tener conto - in caso di azioni quotate nei mercati regolamentati - anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre.

La tabella che segue evidenzia nel dettaglio le quotazioni osservate nel periodo 01.08.2016 ÷ 31.01.2017 per le azioni Giglio Group nel segmento di mercato AIM.



	<u>Data</u>	<u>Apertura</u>	<u>Min</u>	<u>Max</u>	<u>Chiusura</u>	<u>Volumi</u>
1	02/08/2016	1,957	1,952	1,957	1,952	4.500
2	04/08/2016	1,965	1,965	1,997	1,997	2.250
3	17/08/2016	1,93	1,93	1,93	1,93	750
4	18/08/2016	1,999	1,999	1,999	1,999	750
5	23/08/2016	1,921	1,903	1,979	1,979	9.000
6	24/08/2016	1,922	1,921	2,03	2,03	3.000
7	25/08/2016	1,95	1,93	1,999	1,999	8.250
8	26/08/2016	1,951	1,95	1,988	1,988	3.000
9	29/08/2016	2,02	2,02	2,02	2,02	750
10	30/08/2016	2,03	1,98	2,054	2,04	54.000
11	01/09/2016	1,972	1,959	2,01	2,01	6.750
12	02/09/2016	1,954	1,95	1,984	1,984	8.250
13	05/09/2016	1,956	1,956	1,994	1,994	2.250
14	06/09/2016	2	1,98	2,05	2	69.750
15	07/09/2016	1,969	1,969	1,999	1,999	7.500
16	08/09/2016	2,04	2,04	2,04	2,04	3.000
17	09/09/2016	1,977	1,943	1,99	1,99	30.750
18	12/09/2016	1,948	1,9	1,98	1,98	12.750
19	13/09/2016	1,912	1,902	1,986	1,986	24.000
20	14/09/2016	1,923	1,9	1,995	1,995	29.250
21	15/09/2016	1,932	1,928	1,96	1,928	15.000
22	16/09/2016	1,918	1,88	1,99	1,933	26.250
23	19/09/2016	1,93	1,88	1,958	1,925	23.250
24	20/09/2016	1,877	1,86	1,917	1,917	19.500
25	21/09/2016	1,874	1,854	1,9	1,9	34.500
26	22/09/2016	1,858	1,84	1,893	1,893	20.250
27	26/09/2016	1,88	1,8	1,89	1,89	29.250
28	27/09/2016	1,816	1,815	1,889	1,889	6.000
29	28/09/2016	1,83	1,829	1,919	1,915	17.250
30	29/09/2016	1,949	1,949	1,949	1,949	2.250
31	30/09/2016	1,949	1,949	2,01	2,01	8.250
32	03/10/2016	1,942	1,94	2	2	7.500
33	04/10/2016	2,01	2,01	2,01	2,01	7.500
34	05/10/2016	2,03	1,954	2,048	2,048	19.500
35	06/10/2016	2,02	2,02	2,054	2,054	9.000
36	07/10/2016	2,054	2,054	2,09	2,09	35.250
37	10/10/2016	2,12	2,06	2,216	2,15	28.500
38	11/10/2016	2,062	2,06	2,144	2,142	15.000
39	12/10/2016	2,146	2,146	2,246	2,246	12.750

40	13/10/2016	2,244	2,168	2,25	2,248	20.250
41	14/10/2016	2,25	2,25	2,344	2,3	63.000
42	17/10/2016	2,35	2,26	2,35	2,35	15.750
43	18/10/2016	2,33	2,32	2,41	2,368	44.250
44	19/10/2016	2,362	2,362	2,366	2,366	2.250
45	20/10/2016	2,302	2,28	2,348	2,334	42.750
46	21/10/2016	2,334	2,334	2,34	2,34	3.000
47	24/10/2016	2,314	2,308	2,314	2,31	6.000
48	25/10/2016	2,29	2,29	2,31	2,31	1.500
49	26/10/2016	2,25	2,25	2,32	2,32	5.250
50	28/10/2016	2,3	2,3	2,32	2,3	23.250
51	31/10/2016	2,34	2,34	2,34	2,34	750
52	02/11/2016	2,33	2,32	2,33	2,32	2.250
53	03/11/2016	2,25	2,25	2,25	2,25	1.500
54	04/11/2016	2,33	2,25	2,33	2,316	9.750
55	07/11/2016	2,316	2,316	2,316	2,316	2.250
56	08/11/2016	2,318	2,318	2,318	2,318	1.500
57	10/11/2016	2,32	2,32	2,32	2,32	750
58	11/11/2016	2,326	2,326	2,354	2,354	3.750
59	14/11/2016	2,342	2,342	2,358	2,358	4.500
60	15/11/2016	2,36	2,36	2,36	2,36	750
61	16/11/2016	2,36	2,344	2,42	2,42	27.000
62	17/11/2016	2,508	2,472	2,75	2,574	42.000
63	18/11/2016	2,5	2,5	2,6	2,6	8.250
64	21/11/2016	2,526	2,526	2,658	2,624	15.000
65	22/11/2016	2,59	2,524	2,662	2,608	20.250
66	23/11/2016	2,63	2,62	2,7	2,7	11.250
67	24/11/2016	2,73	2,67	2,78	2,77	13.500
68	25/11/2016	2,77	2,67	2,78	2,78	24.000
69	28/11/2016	2,782	2,782	2,784	2,784	1.500
70	29/11/2016	2,778	2,7	2,792	2,75	17.250
71	30/11/2016	2,754	2,73	2,77	2,77	18.750
72	01/12/2016	2,79	2,59	2,79	2,704	27.000
73	02/12/2016	2,704	2,64	2,764	2,64	20.250
74	05/12/2016	2,706	2,7	2,738	2,7	29.250
75	06/12/2016	2,74	2,6	2,82	2,604	66.000
76	07/12/2016	2,668	2,544	2,674	2,64	28.500
77	08/12/2016	2,552	2,552	2,648	2,648	3.750
78	09/12/2016	2,64	2,636	2,758	2,678	4.500
79	12/12/2016	2,67	2,59	2,73	2,688	29.250
80	13/12/2016	2,718	2,566	2,718	2,662	18.000



81	14/12/2016	2,664	2,6	2,72	2,678	29.250
82	15/12/2016	2,7	2,638	2,7	2,638	1.500
83	16/12/2016	2,698	2,658	2,738	2,738	7.500
84	19/12/2016	2,888	2,748	3	2,808	79.500
85	20/12/2016	2,808	2,78	2,844	2,838	14.250
86	21/12/2016	2,862	2,85	2,92	2,89	29.250
87	22/12/2016	2,916	2,8	2,916	2,904	29.250
88	23/12/2016	2,91	2,824	2,91	2,906	8.250
89	27/12/2016	2,92	2,828	2,92	2,916	3.750
90	28/12/2016	2,898	2,894	2,92	2,91	8.250
91	29/12/2016	2,9	2,834	2,908	2,908	9.750
92	30/12/2016	2,836	2,832	2,94	2,94	18.000
93	03/01/2017	2,908	2,762	2,91	2,838	68.250
94	04/01/2017	2,868	2,77	2,892	2,842	24.750
95	05/01/2017	2,878	2,826	2,888	2,886	5.250
96	06/01/2017	2,884	2,85	2,91	2,91	3.000
97	09/01/2017	2,926	2,926	2,99	2,976	14.250
98	10/01/2017	2,968	2,878	2,986	2,918	74.250
99	11/01/2017	2,898	2,852	2,918	2,918	12.000
100	12/01/2017	2,92	2,758	2,924	2,8	42.750
101	13/01/2017	2,8	2,78	2,906	2,824	12.000
102	16/01/2017	2,85	2,85	2,85	2,85	750
103	17/01/2017	2,864	2,756	2,908	2,848	12.000
104	18/01/2017	2,81	2,768	2,888	2,81	25.500
105	19/01/2017	2,838	2,79	2,868	2,816	19.500
106	20/01/2017	2,852	2,71	2,852	2,798	36.750
107	23/01/2017	2,77	2,744	2,81	2,808	12.750
108	24/01/2017	2,776	2,776	2,828	2,828	1.500
109	25/01/2017	2,882	2,754	2,882	2,848	156.000
110	26/01/2017	2,808	2,74	2,86	2,762	25.500
111	27/01/2017	2,772	2,67	2,85	2,848	26.250
112	30/01/2017	2,836	2,73	2,838	2,752	35.250
113	31/01/2017	2,762	2,718	2,794	2,788	9.750

Per ciascuna delle 113 sessioni di negoziazione registrate nel semestre di riferimento, la tabella evidenzia:

- quotazione di apertura
- quotazione minima giornaliera
- quotazione massima giornaliera
- quotazione di chiusura
- volumi scambiati

La dinamica delle quotazioni e il relativo scostamento rispetto al prezzo di emissione oggetto di valutazione di congruità possono essere sintetizzati come segue:

PERIODO	1° agosto 2016 31 gennaio 2017
PREZZO MEDIO PER AZIONE (€)	2,422
PREZZO MASSIMO PER AZIONE (€)	2,976
PREZZO MINIMO PER AZIONE (€)	1,889
VOLUMI MEDI GIORNALIERI	19.062
VOLUMI MASSIMI GIORNALIERI	156.000
VOLUMI MINIMI GIORNALIERI	750
Prezzo per azione determinato per aumento di capitale	3,20
PREMIO SUL PREZZO MEDIO	32,12%
PREMIO SUL PREZZO MASSIMO	7,52%
PREMIO SUL PREZZO MINIMO	69,40%

Considerando che il capitale sociale di Giglio Group SpA si compone di n. 14.818.250 azioni, si può quantificare la **capitalizzazione di borsa** relativa al semestre di riferimento come segue:

PERIODO	1° agosto 2016 31 gennaio 2017
CAPITALIZZAZIONE – VALORE MEDIO	35.889.802
CAPITALIZZAZIONE – VALORE MASSIMO	44.099.112
CAPITALIZZAZIONE – VALORE MINIMO	27.991.674

CAPITALIZZAZIONE PUNTUALE ALLA DATA DEL 31 gennaio 2017
41.165.198



Tenuto conto del *trend* crescente registrato dalle quotazioni nel semestre di riferimento, che a sua volta è in linea con la forte crescita registrata dalla capitalizzazione di borsa dall'ammissione alla quotazione (agosto 2015) ad oggi, passando da **25 milioni** di euro a **41 milioni** di euro circa, si ritiene che il livello di capitalizzazione maggiormente rappresentativo del valore complessivo della società possa essere individuato nella media tra il valore alla data del 31 gennaio 2017 e il livello massimo registrato nel semestre di riferimento, vale a dire

$$\text{€ } (41.165.198 + 44.099.112)/2 = \text{€ } 42.632.135$$

Ad ulteriore confronto di quanto evidenziato, si riportano di seguito alcuni grafici che esprimono l'andamento di crescita tendenziale della quotazione del titolo

Andamento relativo ai 3 mesi precedenti la data dell' 1 febbraio 2017



Andamento relativo ai 6 mesi precedenti la data dell' 1 febbraio 2017



Andamento relativo ai 12 mesi precedenti la data dell' 1 febbraio 2017



*Raffronto tra andamento della quotazione del titolo e andamento dell'indice FTSE
– AIM dal 7.08.2015 (inizio delle negoziazioni) al 31.01.2017*



L'andamento di crescita tendenziale del titolo risulta peraltro in con la crescita registrata dalle borse mondiali, ivi compreso anche il mercato italiano, con alcune eccezioni che tuttavia riguardano settori economici diversi da quelli in cui opera Giglio.

Di seguito si riportano alcuni grafici che illustrano l'andamento tendenziale - negli ultimi tre mesi - dei principali indici di borsa italiani, europei, americani e nipponici:

FTSE MIB ▲ **18.999,50** +137,39 (+0,73%)



FTSE Italia All Share ▲ **20.761,71** +121,91 (+0,59%)



Euro Stoxx 50 ▲ 3.291,50 +19,90 (+0,61%)



Dow Jones Industrial Average ▲ 20.269,37 +96,97 (+0,48%)



Nikkei 225 ▲ 19.459,15 +80,22 (+0,41%)



Una volta tenuti in debita considerazione i parametri di riferimento prescritti dall'art. 2441 comma 6 del Codice Civile, si ritiene utile - ai fini del presente lavoro - esporre ulteriori ipotesi valutative di carattere indiretto, ottenute applicando alternativamente criteri reddituali e multipli di mercato.

Criterio reddituale

La stima è stata operata assumendo i dati quali le previsioni di costi e ricavi forniti da Banca Finnat per i prossimi 5 anni.

Nella determinazione dei parametri valutativi si è tenuto conto della prassi e dei dati reperibili presso istituzioni finanziarie e/o istituti di ricerca e pertanto la formula applicata è stata la seguente:

$$W = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1 + K_e)^i} + \frac{TV}{(1 + K_e)^n} - PFN$$

Con il *Terminal Value* che è stato determinato secondo la seguente formula:

$$TV = R_n * \frac{(1+g)}{(K_e-g)}$$

Il tasso di crescita g è stato prudenzialmente stimato pari a 1.05%

Determinazione del costo del capitale proprio

Il costo del capitale proprio (K_e) viene calcolato secondo la metodologia *CAPM* – *Capital Asset Pricing Model*, secondo la quale K_e corrisponde al rendimento minimo richiesto dai soci/investitori ed è così stimato:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Dove:

K_e : tasso di rendimento del capitale di rischio, ossia del capitale proprio;

R_f : tasso di rendimento degli impieghi finanziari privi di rischio;

R_m : rendimento del portafoglio di mercato, ossia dell'intero mercato azionario

β : indice di rischio

Sono quindi state effettuate le seguenti stime delle variabili in questione:

Rendimento delle attività prive di rischio: è stato determinato sulla base del tasso dei BTP decennali italiani alla data di valutazione, pari al 2.19%.

Premio per il rischio: rappresenta il premio richiesto da chi investe nel capitale di rischio dell'impresa, viene desunto dalla banca dati del professor A. Damodaran pari a 7.95%





β : può essere assunto sulla base dei valori medi di settore (*unlevered* = 1.23),

fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Applicando quindi la formula, il costo del capitale proprio risulta pari a:

$$K_e = 2.19\% + 1.23 * (7.95\% - 2.19\%) = 9.27\%$$

Per una maggior sicurezza confrontiamo questo dato, ottenuto analiticamente, con il costo del capitale proprio ottenuto da una stima su 59 aziende europee operanti nel settore dell'*e-commerce*: mediando i vari tassi otteniamo un K_e medio pari a 11.27%. Utilizzeremo quindi per il caso in esame una media tra i due parametri, il costo del capitale proprio che verrà utilizzato in questa perizia sarà quindi pari a 10.27%.

Determinazione dei flussi di reddito

I flussi di reddito sono stati stimati dalla Banca Finnat e, al fine di questa valutazione, vengono considerati come già normalizzati. Per cui i redditi considerati sono i Risultati Netti della seguente tabella, con 2016 come anno di partenza ($i = 1$).



EUR (K)	FY 2015PF	FY2016E	FY2017E	FY2018E	FY2019E	FY2020E	CAGR 15/20
Ricavi di Vendita	30.665	39.860	41.050	43.102	46.119	46.120	9
Materiali	12.910	17.937	18.473	19.396	20.754	20.754	
%	42	45	45	45	45	45	
Servizi	12.849	14.190	14.450	15.000	16.049	16.050	
%	42	36	35	35	35	35	
Beni di Terzi	650	917	944	948	1.015	1.015	
%	2	2	2	2	2	2	
Costi Operativi	26.409	33.044	33.866	35.344	37.818	37.818	
%	86	83	83	82	82	82	
VALORE AGGIUNTO	7.462	10.066	10.714	11.708	12.927	12.952	
%	24	25	26	27	28	28	
Costo del Lavoro	1.206	1.913	2.463	2.586	2.767	2.767	
%	4	5	6	6	6	6	
Oneri di Gestione	53	60	62	65	69	69	
%	0	0	0	0	0	0	
EBITDA	6.203	8.093	8.189	9.058	10.090	10.115	10
%	20	20	20	21	22	22	
Ammortamenti & Svalutazioni	3.553	4.385	4.516	4.741	5.073	5.073	
%	12	11	11	11	11	11	
EBIT	2.650	3.708	3.674	4.316	5.017	5.042	14
%	9	9	9	10	11	11	
Oneri finanziari	500	832	350	350	350	350	
%	2	2	1	1	1	1	
Utile Ante Imposte	2.150	2.876	3.324	3.966	4.667	4.692	
%	7	7	8	9	10	10	
Imposte	387	920	1.064	1.269	1.494	1.501	
Tax rate (%)	18	32	32	32	32	32	
RISULTATO NETTO	1.763	1.956	2.260	2.697	3.174	3.191	13
%	6	5	6	6	7	7	
Cash Flow	5.316	6.341	6.776	7.438	8.247	8.264	
%	17	16	17	17	18	18	
PFN	-	- 8.708	- 4.500	251	5.675	11.540	
Equity	11.929	14.972	17.232	19.930	23.103	26.294	
CIN	-	23.680	21.732	19.679	17.428	14.754	
ROI	-	16	17	22	29	34	
ROE	17	14	14	15	15	13	

Stime: Banca Finnat

Posizione finanziaria netta

Come Posizione Finanziaria Netta di riferimento viene presa l'ultima fornita dalla Borsa Italiana, che indica un indebitamento della compagnia pari a 9,03 M€.

Valore finale

Sulla base dei sopra indicati parametri e valori, la stima del valore della società Giglio Group, secondo il metodo della previsione dei flussi reddituali e stima di un valore terminale, ai quali viene aggiunto il valore dell'indebitamento, risulta pari a:

$$W = 40.429.758 \text{ €}$$

Arrotondato a 40,5 milioni di euro.

Criterio dei multipli di mercato

Accanto all'impostazione metodologica tradizionale fondata sui valori-flusso, si è considerato anche l'approccio che ricorre ai cosiddetti "moltiplicatori di mercato" – comunemente definiti nella prassi "multipli" – e rientra tra i "criteri relativi" di stima del valore dell'azienda. Esso stima il valore dell'azienda tramite la diretta osservazione delle valutazioni sintetiche espresse dal mercato attraverso i prezzi "fatti" nelle negoziazioni di quote di controllo e/o di minoranza qualificata del capitale d'impresa.

Il moltiplicatore utilizzato in questo caso è il *Price/Sales*, i motivi della scelta di tale parametro sono sintetizzati nei seguenti punti:

- è di facile calcolo;
- a differenza di EBIT e utile netto, le vendite sono influenzate in misura minimale dalle politiche contabili;
- molto utile per valutare aziende in fase di *start-up* o in espansione/ristrutturazione, che potrebbero presentare perdite a fronte di grossi investimenti. Non avendo quindi senso utilizzare il multiplo P/E, risulta interessante sapere quanto il mercato è disposto a pagare il fatturato.

A gennaio 2017 il prof. A. Damodaran fornisce un multiplo *Price/Earning* per il settore *Online retail* pari a 1,42, parametro che deriva da un confronto di 59 imprese. Questo è poi stato scontato tenendo conto di due fattori principali:

1. Alla data di valutazione l'azienda in oggetto è quotata sul mercato AIM, e non sul mercato più "significativo";
2. In confronto alle grandi aziende di *e-commerce* quotate in borsa (Amazon, Ebay, Zalando ecc...) le dimensioni del gruppo Giglio sono nettamente più contenute.

A fronte di queste motivazioni si è valutato uno sconto del 25% sul multiplo in questione, giungendo quindi ad un valore P/S pari a 1.065.

Applicandolo quindi al valore del fatturato alla data di valutazione, ovvero fine 2016, si giunge ad un prezzo pari a:

$$P = 1,136 * 39.860.000,00 = 42.450.900 \text{ €}$$



In linea con il risultato ottenuto applicando il metodo reddituale.

Determinazione del valore di Giglio Group S.p.A. e rapporto di congruità

A seguito dell'esame delle metodologie estimative descritte nelle pagine precedenti si ritiene che il valore da attribuire alla Società Giglio Group S.p.A. possa essere adeguatamente espresso dall'andamento della capitalizzazione media di borsa nel semestre precedente la data di valutazione, con particolare riguardo al crescente *trend* registrato dalle quotazioni. Dall'applicazione di tale criterio, del quale - peraltro - il Codice Civile dispone si debba tenere conto, risulta una valutazione pari ad **€ 42.632.135**.

Tale risultato non si discosta in maniera significativa da quelli ottenuti attraverso l'impiego di altri due criteri ampiamente utilizzati nella prassi e - ad opinione della sottoscritta - confacenti al caso specifico di Giglio Group SpA.

In particolare, l'utilizzo di criteri reddituali (nella configurazione sopra descritta nel dettaglio) ha determinato un risultato di **€ 40.429.758** mentre con l'impiego di multipli di mercato il valore si attesta a **€ 42.450.900**.

A fronte dei valori raggiunti si ritiene ragionevole, tenuto conto delle finalità della presente relazione e in ottica prudenziale, di poter definire il valore economico del capitale sociale di Giglio Group SpA in

€ 41.500.000

Tale valore corrisponde ad un importo unitario per azione pari ad € 2,8.

Se si considera il patrimonio netto consolidato alla data del 31.12.2016, il valore economico unitario per azione è pari a € 0,91.



Al fine di poter definire la congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni relative all'aumento di capitale sociale per l'operazione precedentemente descritta, occorre altresì ricordare che:

- l'accordo quadro tra Giglio ed i soci di Evolve prevede *«che sia deliberato, in occasione dell'assemblea di cui al precedente punto (iv), un aumento di capitale sociale riservato ai Venditori ed ai Soci di Minoranza, per un importo complessivo di Euro 3.910.400 (tre milioni novecento diecimila quattrocento/00), di cui Euro 0,20 (zero virgola venti) da imputarsi a capitale sociale ed Euro 3,00 (tre/00) a sovrapprezzo, da realizzarsi mediante l'emissione di n. 1.222.000 (un milione duecento ventiduemila) azioni (di seguito, rispettivamente, l'«Aumento di Capitale» e le «Azioni Giglio») [...]»;*
- la relazione giurata di stima ha determinato il valore di Evolve Consolidata in 5,7 milioni di euro, il cui corrispondente 68,75% è pari a € 3.918.750;
- il controvalore complessivo dell'aumento di capitale sociale è pari a € 3.910.400, e pertanto inferiore al valore stimato;
- la quotazione delle azioni di Giglio sul mercato AIM sulle 113 sessioni di negoziazione registrate ha raggiunto il valore massimo € 2,986 in data 10.01.2017;
- il prezzo di emissione previsto per le nuove azioni si colloca molto al di sopra del valore del patrimonio netto aziendale.

Tenuto conto di quanto sopra, si ritiene che il prezzo di emissione di € 3,20 (di cui € 0,20 per valore nominale ed € 3,00 per sovrapprezzo) esprima una equa protezione per gli azionisti di minoranza, e si ritiene pertanto congruo.

Milano, 1 febbraio 2017

In fede

Dott.ssa Barbara Premoli