

Arese, 27 luglio 2016

Spett.li quotisti del fondo Finanza e Sviluppo Impresa

In relazione all'incarico affidatoci, abbiamo prodotto una stima aggiornata del valore di mercato (Fair Market Value) delle partecipazioni attive e dei crediti derivanti dalle stesse presenti nel portafoglio del fondo Finanza e Sviluppo Impresa (FSI), tenuto conto dell'andamento storico e prospettico delle aziende partecipate, delle condizioni di mercato, dell'illiquidità intrinseca e degli eventuali *earn-out* previsti contrattualmente.

Il Fair Market Value del portafoglio è pari a **Euro 49, 125 milioni**. Di seguito il riepilogo delle stime:

	% delle quote detenuta	Valore di mercato della partecipazione (in Eur Mln)
OFI	32,00%	3,531
ObjectWay	26,11%	21,874
REM	n.d.	1,44
FVF	66,50%	12,979
Lisapharma	44,28%	9,301
TOTALE		49,125

Si fa presente che, dato il Fair Market Value stimato, il presumibile valore di mercato delle quote del fondo FSI in vostro possesso potrà essere influenzato da meccanismi negoziali tra le parti e da richieste di sconto che i venditori solitamente avanzano per ragioni di prudenza e di asimmetria informativa. Tuttavia si ritiene, per esperienza, che il valore di mercato effettivo non sarà inferiore di più del 10% rispetto al Fair Value.

Il documento con il dettaglio della metodologia di stima seguita e la perizia *asset per asset* è riprodotto in allegato.

Restiamo a disposizione per ogni chiarimento che fosse necessario. Cordiali saluti,



Roberto E. Botter

FONDO FINANZA E SVILUPPO IMPRESA FUTURIMPRESA

STIMA DEL VALORE DI MERCATO DELLE PARTECIPAZIONI ATTIVE IN PORTAFOGLIO AL 30 GIUGNO 2016

1. METODOLOGIA DI VALUTAZIONE

Lo scrivente Valutatore Esterno (il "Valutatore"), sulla base dell'incarico affidatogli da Futurimpresa SGR, ha proceduto alla valorizzazione al valore di mercato (cosiddetto Fair Market Value o "FMV") delle partecipazioni attive presenti nel portafoglio del Fondo Finanza e Sviluppo Impresa Futurimpresa (di seguito "FSI") al 30 giugno 2016. La valutazione delle società partecipate è stata predisposta in autonomia e nel rispetto dei principi internazionali EVCA, eventualmente integrati della nostra *policy* di valorizzazione interna.

Il Valutatore ha proceduto alla valorizzazione delle seguenti partecipazioni, tenendo conto degli eventuali accordi di *earn-out*:

- Objectway SPA;
- Officina Farmaceutica Italian SPA ("Gruppo OFI");
- REM SPA;
- FVF SRL;
- Lisapharma

Il Valutatore non ha proceduto alla valutazione delle partecipazioni in Berkel S.p.A. e Markab S.p.A., poiché già svalutate interamente: Berkel è stata ammessa alla procedura di concordato preventivo con omologa del Tribunale di dicembre 2014, mentre Markab è stata dichiarata fallita nel mese di novembre 2014.

▪ **Metodologia adottata**

L'approccio valutativo adottato si basa sul metodo dei Multipli di mercato. E' stata presa in esame la situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'impresa e gli eventi che possano stabilmente influire sulle prospettive della stessa e sul presumibile valore di realizzo dell'investimento. A tal fine il Valutatore ha verificato i presupposti della continuità aziendale delle partecipate sulla base dei dati forniti dalla SGR. Ha quindi proceduto a raccordare il patrimonio netto alla data di valutazione e il relativo andamento storico con il valore risultante dalla

metodologia suddetta, identificando l'eventuale presenza di deterioramenti economico-patrimoniali e riduzioni di patrimonio netto di natura non temporanea.

▪ **Dati e informazioni di input**

La Funzione ha utilizzato i dati finanziari delle partecipate forniti dalla SGR, senza verificarne in maniera diretta la veridicità e la completezza. Nello specifico sono stati utilizzati i valori di Ebitda e PFN *actual* e prospettici o pre-consuntivati ai fini della valorizzazione con il metodo dei multipli di mercato.

Il paniere di società comparabili impiegato è stato validato autonomamente partendo da quello utilizzato dalla SGR in fase di investimento. Per la sola partecipata FVF Il Valutatore ha proceduto ad allargare il *panel* poiché composto da un numero esiguo di società comparabili.

▪ **Assunzioni e Ipotesi valutative – Metodo dei Multipli**

Il processo valutativo ha considerato i risultati derivanti dall'applicazione del metodo dei multipli a grandezze economiche storiche e prospettiche/pre-consuntivate. Sono state utilizzate, contestualmente, due diverse fattispecie di multipli di mercato delle società comparabili:

- Multiplo *actual* 2014 e 2015, ottenuto confrontando i prezzi di Borsa con i risultati economici registrati nel 2014 e 2015¹;
- Multiplo *leading* 2016, ottenuto confrontando i prezzi di Borsa con i risultati economici attesi nell'esercizio al quale si riferisce la valutazione.

L'obiettivo del Valutatore è quello di calcolare l'*Equity value* della società partecipata e il corrispondente valore partecipativo pro quota. Al fine di calcolare l'*Equity Value* si determina l'Enterprise Value (EV) della società, al quale si sottrae la posizione finanziaria netta (PFN). Per stimare l'EV di una società non quotata, quindi priva di una stima di mercato del valore del capitale, è stato utilizzato il multiplo EV/Ebitda di società comparabili.

Si è proceduto quindi a determinare due stime di EV: difatti il multiplo di riferimento utilizzato, determinato secondo le modalità descritte in seguito, è stato moltiplicato per l'Ebitda storico e prospettico/pre-consuntivato al fine di determinare due rispettive stime di EV, dalle quali sono stati ricavati due *Equity Value*. L'*Equity Value* finale della società partecipata è stato ottenuto mediante media aritmetica dei due risultati predetti, rispettivamente *actual* e prospettico/pre-consuntivato. Il valore di pertinenza del Fondo è stato ottenuto tramite l'applicazione della quota di partecipazione al valore ricavato nel precedente *step*.

Le differenze a livello di liquidità esistenti tra società quotate e società non quotate sono state considerate tramite l'applicazione di uno sconto sull'*Equity Value* complessivo pari al 30%, in linea con la *best practice* di settore.

Il database e la rettifica del panel

Il Valutatore, utilizzando il database Infinancials, ha avuto cura di usare rapporti EV/Ebitda, *actual* e *leading*, il cui numeratore EV (dato dalla somma del valore di mercato del capitale e del debito

¹Il multiplo actual 2014 è stato utilizzato per la sola partecipata OFI

netto della società *comparable*) sia calcolato utilizzando come capitalizzazione di mercato il valore medio di quotazione registrato nei 12 mesi precedenti la data di valutazione. Tale accorgimento evita l'impiego di dati puntuali, riducendo la probabilità che la valutazione sia distorta da eventi o valutazioni di mercato di natura estemporanea. L'ultimo prezzo di quotazione potrebbe risentire, difatti, di distorsioni di mercato, meramente transitorie, frutto di eventi societari *una tantum* che ricadono nella sfera di azione della singola società costituente il *panel* o scaturenti da particolari *shock*, positivi o negativi, relativi all'andamento generale dei mercati o allo specifico settore di riferimento del *panel*. Si procede quindi a calcolare il valore della partecipata oggetto di valutazione sulla base di dati dei *comparables* il più possibile stabili e non influenzati da tali eventi o condizioni di mercato "particolari" che, se non tenuti in considerazione, inficerebbero la stabilità del suddetto valore nel tempo, aumentandone la variabilità. L'adozione di un valore medio di *market cap* ha quindi lo scopo di minimizzare l'eventuale varianza risultante da dati puntuali, permettendo una più efficace confrontabilità dei valori nel tempo.

I multipli ottenuti sono stati sottoposti ad un processo di standardizzazione mirato all'eliminazione di eventuali valori *outlier*; il valore del multiplo da impiegare è stato ottenuto tramite media geometrica calcolata sul paniere depurato da eventuali valori anomali.

La tecnica impiegata per la rettifica del *panel* si compone dei seguenti passaggi:

- Calcolo della media aritmetica e della deviazione standard dei multipli delle società costituenti il paniere selezionato;
- Calcolo di un primo valore massimo (media aritmetica + una deviazione standard) e di un primo valore minimo (media aritmetica – una deviazione standard);
- Ottenimento di un paniere rettificato tramite l'eliminazione dei multipli inferiori al valore minimo o superiori al valore massimo;
- Calcolo della media aritmetica e della deviazione standard del paniere rettificato;
- Calcolo di un secondo valore massimo e di un secondo valore minimo (media aritmetica +/- una deviazione standard) facendo riferimento al paniere rettificato;
- Sostituzione dei valori eliminati dal paniere originale (*outlier*) con il valore minimo fra i due valori massimi o con il valore minimo fra i due valori minimi, a seconda che il valore eliminato fosse maggiore del primo valore massimo o minore del primo valore minimo;
- Calcolo della media geometrica del paniere finale ottenuto in seguito alla reintegrazione dei valori *outlier*.

▪ **Assunzioni e Ipotesi valutative – Metodo del DCF**

Solo per la partecipata REM, si è proceduto alla valorizzazione attraverso il metodo DCF sulla base dei flussi di cassa previsti dall'accordo transattivo del luglio 2015. Si rinvia alla scheda della partecipata per maggiori dettagli.

2. OBJECTWAY FINANCIAL SOFTWARE SPA

Objectway Financial Software SpA (OW), con sede a Milano, è *leader* italiano e operatore europeo nella fornitura di *software* proprietario e nella realizzazione di soluzioni tecnologiche per istituzioni finanziarie ed aziende, in particolare nel settore del risparmio gestito (“*Wealth & Investment Management*”). Il portafoglio clienti è costituito da importanti istituzioni finanziarie ed aziende italiane e straniere (SGR, banche, multinazionali).

Data di acquisizione: novembre 2012

Settore: Fintech

Partecipazione del Fondo: 26,11%

Costo dell'investimento: € 10 mln

Valore iscritto nel precedente rendiconto: € 10 mln

Valutazione al 30 giugno 2016	
Dati	Note Metodologiche
Metodologia	Multipli di mercato
Financials utilizzati	Ebitda e PFN <i>actual</i> 2015 e forecast 2016 (<i>base case</i>)
Panel	Il paniere è costituito da 14 società comparabili
Sconto di comparabilità del panel	Lo sconto è stimato pari a zero alla data della presente valorizzazione
Sconto di liquidità	Lo sconto è stimato pari al 30%, in linea con la <i>best practice</i> di settore, considerando in minore grado di liquidità di una società non quotata e la partecipazione di minoranza detenuta dal Fondo
Earn-out	Presente a favore del management e pari a Euro 659 mila sulla base della seguente valutazione

Perizia valutativa al 30 giugno 2016

2015		2016	
Ebitda	€ 9.859.000	Ebitda	€ 11.061.529
PFN	€ 6.766.973	PFN	€ 5.846.000
Multiplo	14,2x	Multiplo	10,7x
Sconto Panel		Sconto Panel	
EV post sconto	€ 140.330.568	EV post sconto	€ 118.850.496
Equity value	€ 133.563.595,15	Equity value	€ 113.004.496,29
Sconto di Liquidità	30%	Sconto di Liquidità	30%
Valutazione partecipazione	€ 24.411.418,29	Valutazione partecipazione	€ 20.653.831,79
<i>Multiplo implicito</i>	<i>10,2x</i>	<i>Multiplo implicito</i>	<i>7,7x</i>

Il valore medio dell'*Equity Value* risultante dall'applicazione dei due multipli, *actual* e prospettico, è pari a € 22,533 mln. Al netto dell'earn-out che matura sulla base di questi valori, **la partecipazione in ObjectWay è valutata pari a Eur 21,874 mln.**

3. OFFICINA FARMACEUTICA ITALIANA SPA

Officina Farmaceutica Italiana SpA (OFI), con sede a Bergamo, è una società attiva nella produzione di prodotti dermo-cosmetici, integratori dietetico-alimentari e dispositivi medici sia per conto terzi (c.d. *Contract Manufacturing*) sia con marchi propri (Bottega di Lunga Vita ed Euronatural).

Data di acquisizione: novembre 2010

Settore: Cosmetico/Integratori alimentari

Partecipazione attuale del Fondo: 32,00%

Costo dell'investimento: € 1,2 mln (Equity) + € 1,3 mln (POC)

Valore iscritto nel precedente rendiconto: € 1,2 mln (Equity) + € 1,3 mln (POC)

Valutazione al 30 giugno 2016	
Dati	Note Metodologiche
Metodologia	Multipli di mercato
Financials utilizzati	Ebitda e PFN <i>actual</i> 2014 e 2015. Per la divisione EN/India è stata considerata la quota parte della società indiana, pari al 51%
Earn-out	Presente a favore del management e pari a Euro 0 mila sulla base della seguente valutazione
Divisione OFI	
Panel	Il <i>panel</i> è invariato rispetto alla precedente valutazione. A dicembre 2015 si è proceduto ad ampliare il campione inserendo, ove possibile,

Perizia valutativa al 30 giugno 2016

	ulteriori società che avessero un grado di <i>fit</i> , con i <i>comparables</i> storici, pari o superiore ad almeno il 50% (Fonte Infinancials). Il panel <i>adjusted</i> è composto da 6 società
Sconto di comparabilità del panel	Lo sconto è stimato pari a 15% alla data della presente valorizzazione, considerando l'ampiezza e il grado di comparabilità del presente <i>panel</i>
Divisione EN/India	
Panel	Il paniere è costituito da 7 società comparabili
Sconto di comparabilità del panel	Lo sconto è stimato pari a zero alla data della presente valorizzazione
Sconto di liquidità sul Gruppo OFI	Lo sconto è stimato pari al 30%, in linea con la <i>best practice</i> di settore, considerando in minore grado di liquidità di una società non quotata e la partecipazione di minoranza detenuta dal Fondo.

2014	
Ebitda OFI	€ 1.170.521
Multiplo	11,6x
Sconto Panel	15%
EV OFI post sconto	€ 11.587.276

2015	
Ebitda OFI	€ 1.389.012
Multiplo	13,7x
Sconto Panel	15%
EV OFI post sconto	€ 16.142.355

Ebitda BLV/EN/India	€ 76.898
Multiplo	10,4x
Sconto Panel	
EV BLV/EN/India post sconto	€ 802.595

Ebitda EN/India	-€ 115.268
Multiplo	9,0x
Sconto Panel	
EV EN/India post sconto	-€ 1.042.740

PFN Gruppo	€ 4.307.888,32
Equity value	€ 8.081.982,68

PFN Gruppo	€ 3.258.034,48
Equity value	€ 11.841.579,93

Sconto di Liquidità	30%
---------------------	-----

Sconto di Liquidità	30%
---------------------	-----

Valutazione partecipazione	€ 1.810.364,12
Multiplo implicito	8,0x

Valutazione partecipazione	€ 2.652.513,90
Multiplo implicito	9,1x

Il valore medio dell'*Equity Value* risultante dall'applicazione dei due multipli, *actual* e prospettico, è pari a € 2,231 mln. La partecipazione in OFI, comprensiva del valore nominale del POC sottoscritto, è valutata pari a Eur 3,53 mln.

4. REM SPA

La società ha come scopo la produzione, l'accumulo, il trasporto e la vendita di energia elettrica ricavata da fonti rinnovabili, nonché la progettazione e la produzione di componenti per la realizzazione di centrali che producono energia elettrica, la vendita di componenti e sistemi e la costruzione di impianti per la produzione di energia elettrica per conto terzi.

Settore: Energie e fonti rinnovabili

Partecipazione del Fondo: 11,36%

Costo dell'investimento: € 3,5 mln

Valore iscritto nel precedente rendiconto: € 1,39 mln

Il Fondo ha esercitato l'opzione Put in suo possesso per la cessione del suo pacchetto azionario agli

Proposta Azionisti Industriali	Totale
Sandrini	700.677
FPS	546.523
Dermotricos	198.816
Melis	84.184
Totale (netto Intergeo)	1.530.200
Importo Transazione Posizione Intergeo	1.858.736
% Chirografo	30%
Intergeo (da concordato)	556.134
Totale Incasso per FIMP	2.086.334

altri soci in solido, ad un valore pari al costo di acquisto più 5% IRR, per un totale di circa € 4 mln. Il Fondo e i soci industriali hanno avviato una mediazione arbitrale al fine di giungere ad un accordo sul corrispettivo della Put e sui tempi e modi di pagamento. L'accordo transattivo del mese di luglio 2015 prevede un totale di incasso previsto per il

Fondo pari a circa € 2,1 mln (tabella a lato).

Ad oggi la prima rata con scadenza al 31 gennaio 2016 è stata incassata. Di seguito le principali *assumption* utilizzate ai fini della valutazione.

Valutazione al 31 dicembre 2015	
Dati	Note Metodologiche
Metodologia	DCF
Financials utilizzati	Accordo transattivo del luglio 2015. Nel piano dei flussi si considera anche l'importo di € 130 mila che rappresenta l'ammontare di costi capitalizzati (in tre rate uguali)
Piano dei flussi	Il piano si estende fino al 31 dicembre 2021
Posizione Intergeo	L'importo da incassare dalla posizione Intergeo è pari a € 556 mila, data di incasso 31 dicembre 2017
Tasso di attualizzazione	
Discount rate utilizzato	12,80%
Risk Free	0,33% - BTP 5 anni; asta 30 giugno 2016 (Fonte Ministro delle Finanze)

Perizia valutativa al 30 giugno 2016

Equity risk premium	8,84% (Fonte Damodaran)
Rischio Controparte	3,63%, invariato rispetto alla precedente valutazione. A dicembre 2015 è stato stimato sulla base del mancato pagamento di Dermotricos rispetto al totale prima rata (€ 100 mila), depurato di € 2 mila, e di una quota di recupero del 33%. Dermotricos ha poi proceduto al completo pagamento della rata di propria competenza. Tale rischio controparte è stato tuttavia mantenuto in via prudenziale, nonostante sia anche in essere una garanzia che copra interamente la posizione del Fondo nei confronti dei debitori.

Data Flussi	31-gen-16	31-dic-16	30-giu-17	31-dic-17	30-giu-18	31-dic-18	30-giu-19	31-dic-19	31-dic-20	31-dic-21
Flusso		100.000	43.300	756.134	43.300	250.000	43.300	250.000	250.000	250.000
Discount period		0,51	1,01	1,53	2,03	2,54	3,04	3,55	4,57	5,58
Discount factor		0,94	0,89	0,83	0,78	0,74	0,69	0,65	0,58	0,51
Valore Attuale Flussi		94.031	38.323	629.276	33.918	184.143	30.020	162.978	144.198	127.624

Valore Attuale	1.444.512
Valore Partecipazione @ 31Dic2015	1.393.469 <small>comprensivo di costi capitalizzati € 130.200</small>
Importo incassato rate accordo @ 30Giu2016	100.000
Valore Partecipazione @ 30Giu2016	1.293.469

Il valore risultante dall'applicazione del DCF è pari a € 1,44 mln. **Il credito vantato nei confronti dei soci di REM è valutato pari a Eur 1,44 mln.**

5. FVF SRL

F.V.F. Srl, con sede a Burago di Molgora (MB), è una società attiva nel settore dei servizi ai ristoranti e alle catene di ristorazione, specializzata nella distribuzione di prodotti alimentari per la cucina etnica integrata con un servizio di consulenza ristorativa. FVF è il principale operatore italiano specializzato nel segmento "Tex Mex, Steak House e Burgers" grazie ad un assortimento molto ampio e prodotti a marchio proprio.

Data di acquisizione: luglio 2015

Settore: Food

Partecipazione del Fondo: 66,50%

Costo dell'investimento: € 8,92 mln

Valore iscritto nel precedente rendiconto: € 8,92 mln

Perizia valutativa al 30 giugno 2016

Valutazione al 30 giugno 2016	
Dati	Note Metodologiche
Metodologia	Multipli di mercato
Financials utilizzati	Ebitda e PFN <i>actual</i> 2015 e forecast 2016
Panel	Il paniere è costituito da 10 società comparabili
Sconto di comparabilità del panel	Lo sconto è stimato pari a 10% alla data della presente valorizzazione
Sconto di liquidità	Lo sconto è stimato pari al 30%, in linea con la <i>best practice</i> di settore, considerando in minore grado di liquidità di una società non quotata
Earn-out	Presente a favore del management e degli operating partners (OP); sulla base della seguente valutazione l'earn-out è pari a 0 nei confronti del management e pari a Euro 451 mila per gli OP

2015	
Ebitda	€ 2.410.048
PFN	-€ 1.627.235
Multiplo	10,4x
Sconto Panel	10%
EV post sconto	€ 22.634.440

2016	
Ebitda	€ 3.567.408
PFN	-€ 3.467.605
Multiplo	9,3x
Sconto Panel	10%
EV post sconto	€ 29.976.362

Equity value	€ 24.261.675,49
--------------	-----------------

Equity value	€ 33.443.966,32
--------------	-----------------

Sconto di Liquidità	30%
---------------------	-----

Sconto di Liquidità	30%
---------------------	-----

Valutazione partecipazione	€ 11.293.809,94
Multiplo implicito	6,4x

Valutazione partecipazione	€ 15.568.166,32
Multiplo implicito	5,6x

Il valore medio dell'*Equity Value* risultante dall'applicazione dei due multipli, *actual* e prospettico, è pari a € 13,430 mln. Al netto dell'earn-out che matura sulla base di questi valori, la partecipazione in FvF è valutata pari a Eur 12,979 mln.

6. Lisapharma

Lisapharma, con sede a Erba (CO), è una società attiva nella produzione di farmaci, prevalentemente in formato iniettabile, sia per conto terzi (c.d. Contract Manufacturing) sia con marchio proprio. La società, fondata nel 1925, vanta un ampio portafoglio clienti internazionale e si distingue per l'elevata qualità dei propri prodotti unita ad un know how riconosciuto nel segmento degli iniettabili sterili.

Perizia valutativa al 30 giugno 2016

Data di acquisizione: luglio 2015**Settore:** Farmaceutico**Partecipazione del Fondo:** 44,28%**Costo dell'investimento:** € 6,55 mln**Valore iscritto nel precedente rendiconto:** € 6,55 mln

Valutazione al 30 giugno 2016	
Dati	Note Metodologiche
Metodologia	Multipli di mercato
Financials utilizzati	Ebitda e PFN <i>actual</i> 2015 e forecast 2016
Panel	Il paniere è costituito da 5 società comparabili
Sconto di comparabilità del panel	Lo sconto è stimato pari a zero alla data della presente valorizzazione
Sconto di liquidità	Lo sconto è stimato pari al 30%, in linea con la <i>best practice</i> di settore, considerando in minore grado di liquidità di una società non quotata

2015	
Ebitda	€ 3.255.250
PFN	€ 5.949.698
Multiplo	12,3x
Sconto Panel	
EV post sconto	€ 39.973.924

2016	
Ebitda	€ 3.216.624
PFN	€ 7.015.667
Multiplo	10,3x
Sconto Panel	
EV post sconto	€ 33.009.326

Equity value	€ 34.024.226,45
--------------	-----------------

Equity value	€ 25.993.659,32
--------------	-----------------

Sconto di Liquidità	30%
---------------------	-----

Sconto di Liquidità	30%
---------------------	-----

Valutazione partecipazione	€ 10.546.149,23
Multiplo implicito	9,1x

Valutazione partecipazione	€ 8.056.994,64
Multiplo implicito	7,8x

Il valore medio dell'*Equity Value* risultante dall'applicazione dei due multipli, *actual* e prospettico, è pari a € 9,301 mln. La partecipazione in Lisapharma è valutata pari a Eur 9,3 mln.

IL SEGRETARIO GENERALE
(dr Massimo Ziletti)

IL PRESIDENTE
(dr Giuseppe Ambrosi)