

# Orsero S.p.A.

Valutazione della partecipazione del 34,21% detenuta da Grupo Fernández S.A. in Hermanos Fernández López S.A. al 31 marzo 2017

19 July 2017



**EY S.p.A.**  
Via Meravigli 12-14  
20123 Milano  
**ey.com**

**Franz Hermann Schütz**  
Partner – Valuation & Business  
Modelling

Transaction Advisory Services  
**T** +39 [02] 806693715  
**M** +39 [335] 6041990  
**E** Franz.Schutz@it.ey.com

**Francesco Spinosa**  
Senior Manager – Valuation &  
Business Modelling

Transaction Advisory Services  
**T** +39 [02] 806699183  
**M** +39 [335] 7352606  
**E** Francesco.Spinosa@it.ey.com

Spettabile  
Orsero S.p.A.  
Via Gaudenzio Fantoli, 6/15  
20138 Milano

e per conoscenza:  
Grupo Fernandez SA  
Longitudinal 7 Mercabarna  
Barcellona - Spagna

**Valutazione della partecipazione del 34,21% detenuta da Grupo Fernández S.A. in Hermanos Fernández López S.A. al 31 marzo 2017**

**19 July 2017**

Egregi Signori,

Orsero S.p.A. (di seguito anche "Orsero" o la "Conferitaria") ha affidato a EY S.p.A. ("EY"), in qualità di esperto indipendente, l'incarico di effettuare la valutazione relativa al conferimento (l' "Operazione" o il "Conferimento") in Orsero della partecipazione del 34,21% detenuta da Grupo Fernández S.A. ("Grupo Fernández" o la "Conferente") in Hermanos Fernández López S.A. (la "Società" o "HFL"), società di diritto spagnolo, ai sensi di quanto disposto dall'art. 2343-ter, comma 2 lettera (b), del Codice Civile.

Grupo Fernández intende trasferire mediante conferimento in Orsero la partecipazione sopra indicata (la "Partecipazione"), come dettagliatamente descritto nel presente documento. È previsto che la Conferitaria subentrerà alla Conferente negli obblighi, impegni, diritti e rapporti giuridici attivi e passivi esistenti.

La presente relazione ha per oggetto la valutazione della Partecipazione con riferimento alla data del 31 marzo 2017 (di seguito anche "Data di Riferimento").

In conformità al disposto dell'art. 2343-ter del Codice Civile, ed in considerazione degli scopi che la richiamata disposizione di legge intende perseguire – ossia evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria, unica garanzia per i terzi creditori trattandosi di società di capitali, risulti alterato – il nostro lavoro ha avuto come obiettivo l'individuazione del valore economico dei beni oggetto di conferimento, sulla base di criteri e metodi generalmente riconosciuti ed adottati dalla dottrina e dalla prassi professionale in tema di valutazione d'azienda.

In particolare, le tutele legali sono rappresentate nello specifico da: (i) l'interesse della Conferitaria; (ii) l'interesse dei creditori della Conferitaria ad evitare l'annacquamento del capitale sociale, con conseguente dissimulata restrizione delle garanzie sulle quali possono fare affidamento i terzi; (iii) l'interesse dei terzi in genere, intesi come soggetti direttamente interagenti con il comportamento dell'esperto; (iv) nonché, seppur non espressamente previsto dalla norma, l'interesse del conferente di non subire un ingiustificato deprezzamento della Partecipazione detenuta nella conferitaria.

La relazione di stima a noi demandata è volta, dunque, a tutelare interessi diversificati e contrapposti, verso i quali, per effetto dell'art. 2343-ter, comma 4, del Codice Civile, siamo chiamati a rispondere secondo i dettami dell'art. 64 c.p.c..



È evidente, pertanto, che risulta di fondamentale importanza l'individuazione da parte dell'esperto di un valore neutrale ed obiettivo.

Rimaniamo a Vostra disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento e, con l'occasione, porgiamo i nostri più cordiali saluti.

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

**Franz Hermann Schütz**

EY S.p.A.

Partner | Valuation & Business Modelling

## Indice

- 1 Introduzione
- 2 Le Società coinvolte ...
- 3 Previsioni inerziali 2017-2019
- 4 Metodologie di valutazione
- 5 Valutazione
- 6 Allegati

## Introduzione

1

Pag 5

## Le Società coinvolte nell'Operazione

2

Pag 10

## Previsioni inerziali 2017-2019

3

Pag 19

## Metodologie di valutazione

4

Pag 22

## Valutazione

5

Pag 32

## Allegati

6

Pag 39

# 1

## Introduzione

In this section	Pag
Contesto dell'operazione	6
Natura e finalità dell'incarico	7
Assunzioni e limiti dell'incarico	8
Documentazione di riferimento	9

# 1 Introduzione

## Contesto dell'operazione

### 1 Introduzione

- 2 Le Società coinvolte ...
- 3 Previsioni inerziali 2017-2019
- 4 Metodologie di valutazione
- 5 Valutazione
- 6 Allegati

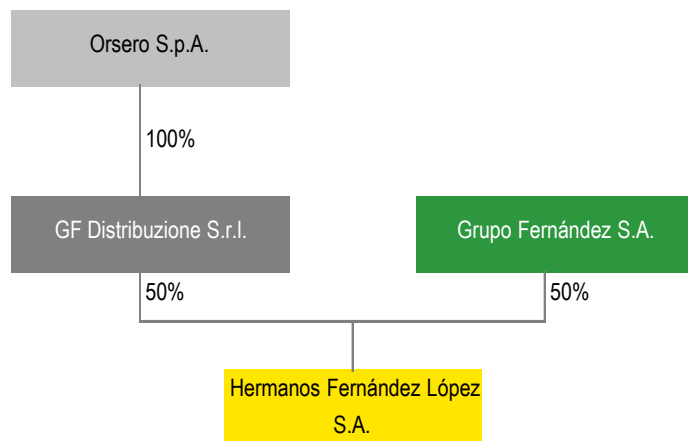
HFL è una società di diritto spagnolo, con capitale sociale pari a Euro 258.910,80, rappresentato da n. 8.616 azioni detenute pariteticamente da GF Distribuzione S.r.l. («GFD») e Grupo Fernández.

Orsero, nel più ampio contesto di una razionalizzazione del gruppo e con l'obiettivo di coinvolgere nel proprio azionariato anche il Grupo Fernández, intende acquisire, tramite la GFD, il controllo di HFL con un'operazione articolata in maniera tale da arrivare a detenere il 100% del capitale di quest'ultima.

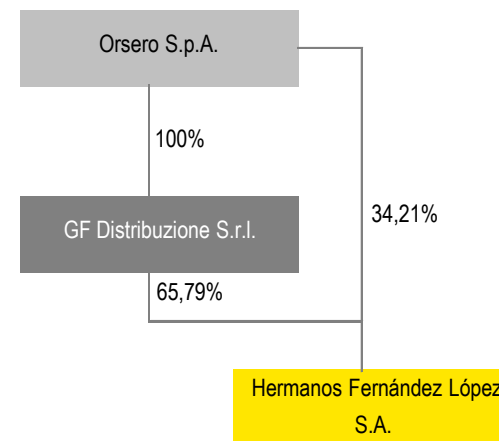
L'operazione sarà strutturata attraverso:

- ▶ l'acquisto da parte di GFD di n. 1.360 azioni della HFL detenute da Grupo Fernández, pari a circa il 15,79% del capitale sociale, a fronte di un corrispettivo in denaro pari a Euro 6 milioni; e
- ▶ il conferimento in natura in Orsero delle residue n. 2.948 azioni della HFL detenute da Grupo Fernández, pari a circa il 34,21% del capitale sociale, a fronte dell'emissione di n. 1.000.000 nuove azioni di Orsero riservate in sottoscrizione a Grupo Fernández.

#### Struttura pre-operazione



#### Struttura post-operazione



## 1 Introduzione

### Natura e finalità dell'incarico

#### 1 Introduzione

2	Le Società coinvolte ...
3	Previsioni inerziali 2017-2019
4	Metodologie di valutazione
5	Valutazione
6	Allegati

- ▶ Sulla base dell'incarico conferito, EY ha proceduto alla stima del valore economico della Partecipazione, nel contesto dell'operazione di conferimento da parte di Grupo Fernández in Orsero. In particolare, la nostra valutazione è rilasciata ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343-ter del Codice Civile, il quale richiede la stima del valore dei beni oggetto di conferimento da parte di un esperto indipendente.
- ▶ La finalità del nostro lavoro è stata, pertanto, quella di determinare un valore teorico di riferimento, da non confondere con il possibile prezzo di cessione o acquisizione. Questo, infatti, viene generalmente stabilito dalle parti sulla base di ulteriori considerazioni e di altri elementi contingenti e soggettivi, tra i quali si ricordano, senza pretese di completezza:
  - ▶ Specifiche considerazioni strategiche od operative svolte da una delle parti sulle attività in oggetto;
  - ▶ Eventuale urgenza di una delle parti contraenti a concludere l'operazione;
  - ▶ Esistenza, per una delle parti, di eventuali benefici o costi di natura fiscale connessi all'operazione;
  - ▶ Possibili sinergie emergenti, per una delle parti, dall'eventuale transazione.
- ▶ Le procedure da noi svolte hanno riguardato le seguenti principali attività:
  - ▶ Incontri con il management della Società (il "Management") finalizzati a discutere sulla storia, l'attività e la situazione economica, patrimoniale e finanziaria della Società, nonché sul mercato di riferimento e l'evoluzione attesa dello stesso;
  - ▶ Analisi dei bilanci storici della Società con lo scopo specifico di estrarre dati ed informazioni utili ai fini valutativi;
  - ▶ Esame di ulteriori informazioni e dati forniti dal Management;
  - ▶ Stima del valore economico della Partecipazione, utilizzando i criteri metodologici, tra quelli proposti dalla prevalente dottrina e utilizzati dalla prassi professionale, giudicati più idonei allo scopo;
  - ▶ Giustificazione delle metodologie valutative scelte (metodo principale e di controllo).

## 1 Introduzione

### Assunzioni e limiti dell'incarico

#### 1 Introduzione

2	Le Società coinvolte ...
3	Previsioni inerziali 2017-2019
4	Metodologie di valutazione
5	Valutazione
6	Allegati

- ▶ Il nostro lavoro si riferisce esclusivamente alla determinazione del valore corrente teorico della Società in ipotesi di continuità aziendale (cd. going concern) e alla predisposizione della relazione di stima di tale valore.
- ▶ Il lavoro da noi svolto si è basato su dati e informazioni storiche e prospettive forniteci dal Management. Non abbiamo svolto alcuna verifica indipendente, o controlli di altro tipo, sui dati e sulle informazioni ottenute e, pertanto, non esprimiamo alcuna opinione o altra forma di giudizio sulla loro accuratezza, correttezza o completezza. Non è stata inoltre effettuata alcuna indagine circa i titoli di proprietà dei beni stimati, né circa l'eventuale esistenza di diritti o gravami su di essi.
- ▶ Nell'utilizzo dei dati previsionali e delle analisi economiche, patrimoniali e finanziarie che ci sono state fornite, abbiamo presupposto che queste siano state preparate in modo obiettivo su elementi di ipotesi che riflettano le migliori previsioni attualmente disponibili per il Management in relazione ai futuri risultati finanziari e alle condizioni economiche della Società. I dati e le informazioni forniteci rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità del Management.
- ▶ La nostra opinione di valore inclusa nella presente relazione è espressa alla Data di Riferimento. Cambiamenti nelle condizioni di mercato, per i quali non ci assumiamo responsabilità, potrebbero condurre ad indicazioni di valore diverse da quella stimata alla Data di Riferimento.
- ▶ Il nostro parere è formulato alla luce degli elementi aziendali e di mercato ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, etc.).
- ▶ Il nostro lavoro non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile o di due diligence sui bilanci della Società, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di natura legale, fiscale, contrattuale, previdenziale o connesse a problematiche di tipo ambientale, all'infuori di quelle eventualmente portate a nostra conoscenza da parte del Management;
- ▶ Le condizioni del nostro incarico non prevedono alcun aggiornamento dei risultati ottenuti rispetto alla data di consegna del rapporto;
- ▶ Il presente documento Vi è fornito esclusivamente per le finalità del lavoro definito nella lettera d'incarico e non deve essere utilizzato per qualsiasi altra finalità, o divulgato o essere preso a riferimento o discusso con una qualsiasi altra parte senza il nostro previo consenso scritto.



## 1 Introduzione

### Documentazione di riferimento

#### 1 Introduzione

- 2 Le Società coinvolte ...
- 3 Previsioni inerziali 2017-2019
- 4 Metodologie di valutazione
- 5 Valutazione
- 6 Allegati

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

#### Fonti di informazione interne

- ▶ Bilanci civilistici e consolidati relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2015 e 2016 di HFL, corredati di nota integrativa;
- ▶ dati economico-finanziari riclassificati inviatici dal Management;
- ▶ “Therm Sheet” dell’Operazione;
- ▶ altri dati ed informazioni forniteci dal Management.

#### Fonti di informazioni esterne

- ▶ Bilanci di società comparabili;
- ▶ broker reports per informazioni sulle società comparabili;
- ▶ Bloomberg e S&P Capital IQ per prezzi di borsa, attese sui risultati economici, multipli, transazioni comparabili, ecc.;
- ▶ studi e dati di settore.

# 2

## Le Società coinvolte nell'Operazione

In this section	Pag
Orsero	11
HFL	12
HFL - product mix 2016	13
HFL - Key figures	14
HFL - Key Financials	15
Overview sui dati economico-patrimoniali storici	16

## 2 Le Società coinvolte nell'Operazione

### Orsero

1 Introduzione

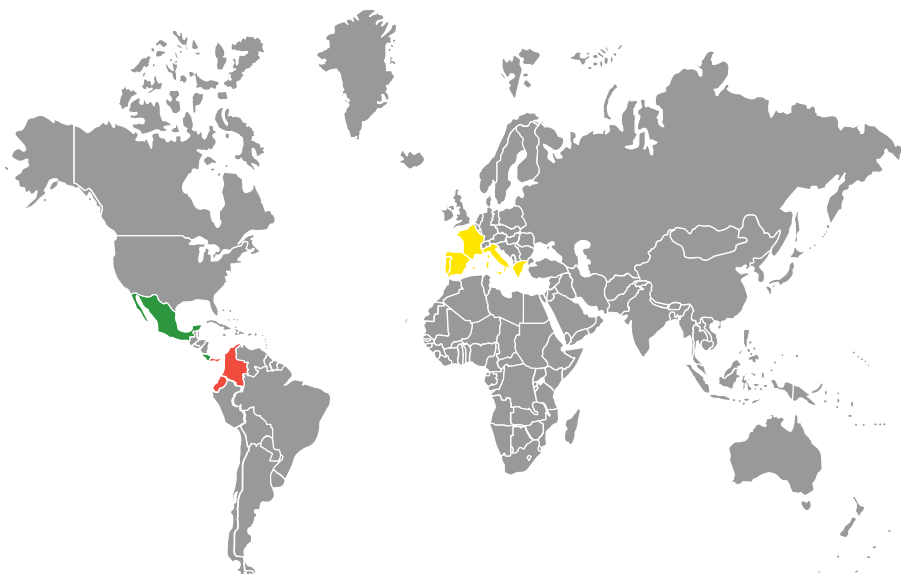
**2 Le Società coinvolte ...**

3 Previsioni inerziali 2017-2019

4 Metodologie di valutazione

5 Valutazione

6 Allegati



Orsero è una società leader nella importazione e distribuzione di frutta e ortaggi, sia a marchio proprio che di terzi.

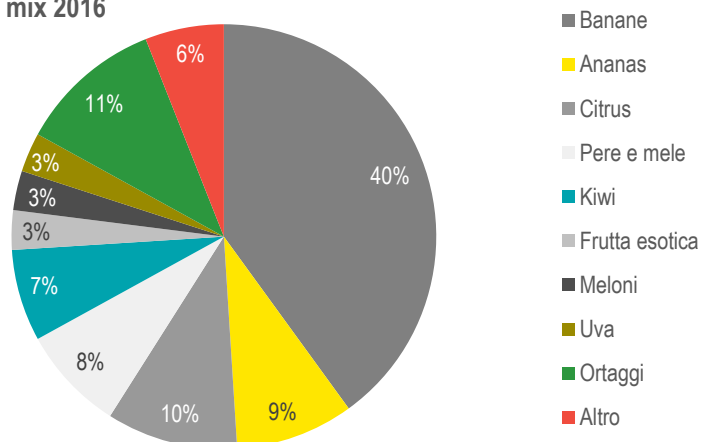
Con più di mezzo milione di tonnellate di prodotti distribuiti ogni anno, la società ha una forte presenza nell'area mediterranea, soprattutto in Italia, Francia, Spagna, Portogallo e Grecia.

La società importa annualmente circa 14 milioni di *boxes* di banane e ananas da Costa Rica, Panama, Ecuador, Colombia e Repubblica Dominicana.

Oltre all'attività di cui sopra, la società è attiva nella produzione di banane e avocado, rispettivamente in Costa Rica e Messico (4.500 ettari di terreno disponibili, di cui oltre la metà in produzione), integrando le attività di trasporto con navi di proprietà.

I principali clienti sono grossisti o appartengono alla grande distribuzione organizzata.

Product mix 2016



## 2 Le Società coinvolte nell'Operazione

### HFL

1 Introduzione

**2 Le Società coinvolte ...**

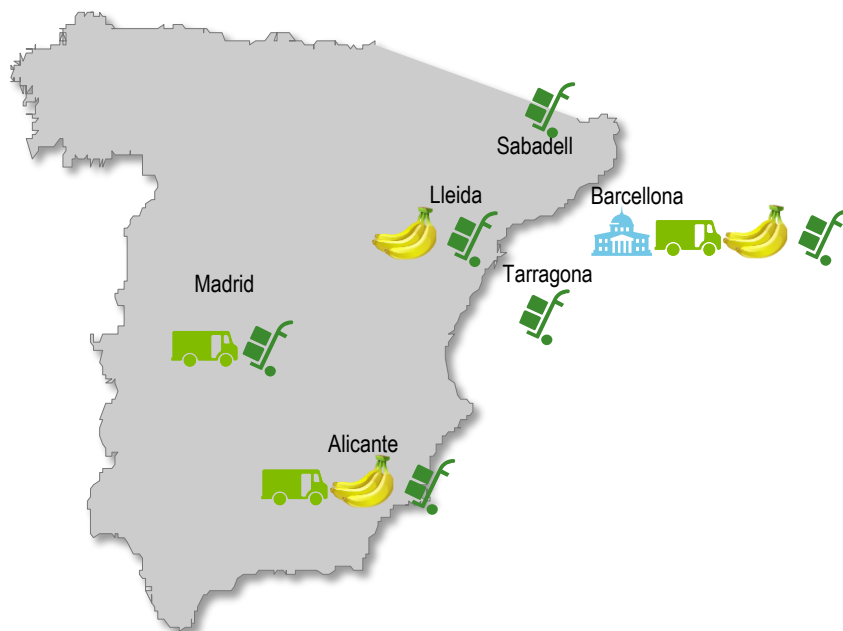
3 Previsioni inerziali 2017-2019

4 Metodologie di valutazione

5 Valutazione

6 Allegati

#### Sedi del Gruppo



Tenerife

#### Legenda



Sede principale



Logistica



Centro di maturazione e imballaggio banane



Punto di vendita all'ingrosso

Fonte: elaborazione EY su dati Management e sito web

HFL nasce negli anni 60 a Barcellona come gruppo familiare dedicato alla distribuzione di frutta e verdura. A partire dal 1980 la Società avvia un'importante crescita nei principali mercati all'ingrosso spagnoli.

Come indicato in precedenza, Grupo Fernández detiene il 50% di HFL, oltre a detenere partecipazioni, in Simba Spain SL e Supro Novo SL (anch'esse attive nell'importazione di frutta e verdura), Finanzas Forum SL e Euro Trade Flooring SL (società operanti nelle costruzioni edilizie) e Fersotrans SL (società attiva nel trasporto e magazzinaggio).

Attualmente, la Società è impegnata nella distribuzione di un vasto portafoglio di prodotti ortofrutticoli con una rete commerciale costituita da:

- ▶ 4 centri di maturazione banane,
- ▶ 3 piattaforme logistiche principali (Barcellona, Madrid e Alicante)
- ▶ 33 stand su 7 mercati generali all'ingrosso. Nel 2016, la distribuzione ha raggiunto le 177 mila tonnellate.

La Società è la seconda realtà sul mercato spagnolo nel settore della distribuzione ortofrutticola ed è gestita dal 2002 da Orsero in partnership con i soci locali.

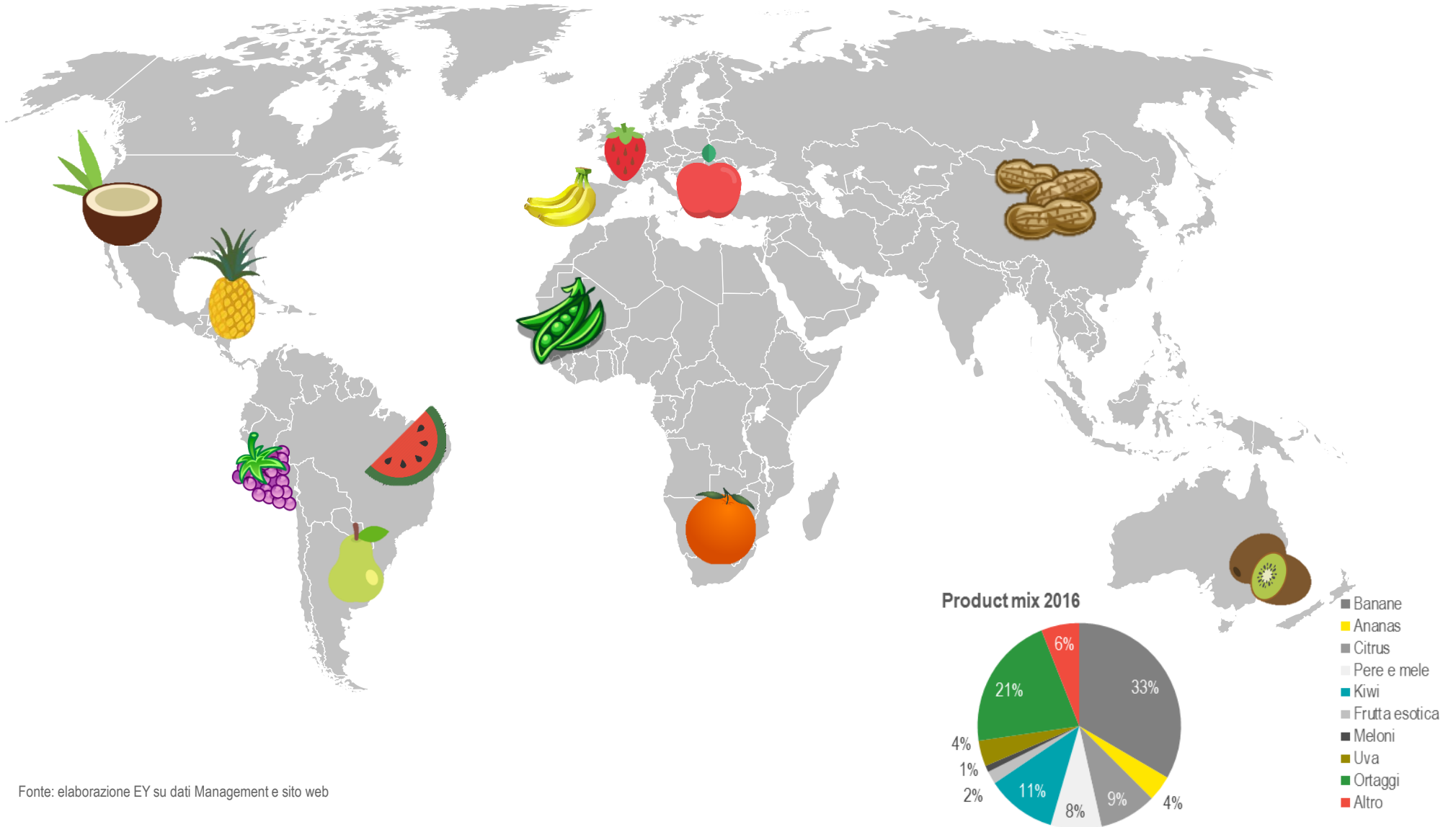
#### Principali marchi distribuiti



## 2 Le Società coinvolte nell'Operazione

### HFL - product mix 2016

- 1 Introduzione
- 2 Le Società coinvolte ...**
- 3 Previsioni inerziali 2017-2019
- 4 Metodologie di valutazione
- 5 Valutazione
- 6 Allegati



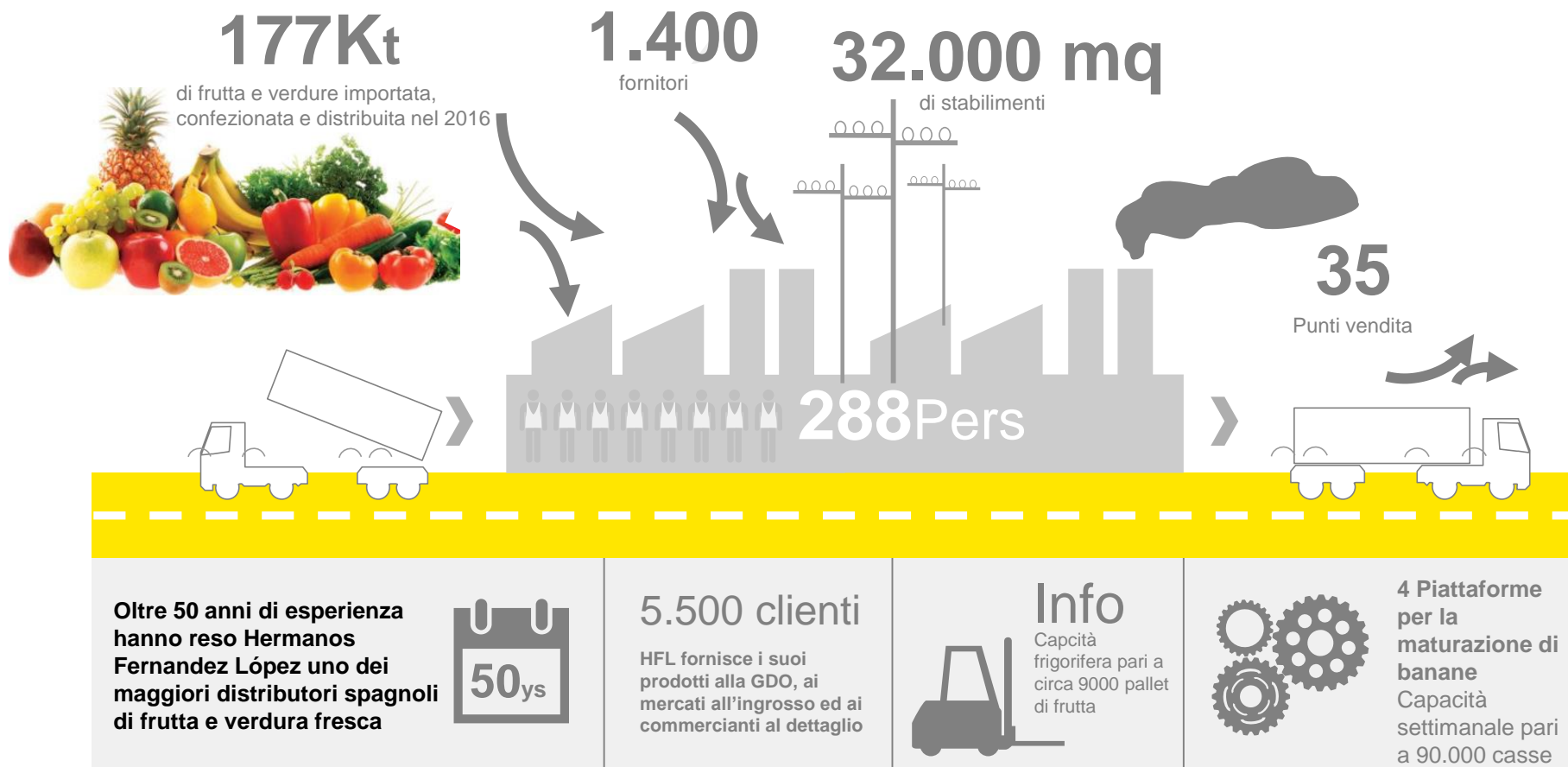
Fonte: elaborazione EY su dati Management e sito web

## 2 Le Società coinvolte nell'Operazione

### HFL - Key figures

- 1 Introduzione
- 2 Le Società coinvolte ...**
- 3 Previsioni inerziali 2017-2019
- 4 Metodologie di valutazione
- 5 Valutazione
- 6 Allegati

All'interno delle piattaforme logistiche sono svolte attività di ricevimento merci, di stoccaggio a temperatura controllata, di confezionamento in packaging consumer oltre alla preparazione e spedizione degli ordini dei clienti, dopo averne verificato la qualità secondo gli standard IFS cash carry / wholesale.



## 2 Le Società coinvolte nell'Operazione

### HFL - Key Financials

- 1 Introduzione
- 2 Le Società coinvolte ...**
- 3 Previsioni inerziali 2017-2019
- 4 Metodologie di valutazione
- 5 Valutazione
- 6 Allegati

#### Conto Economico 2014 - 2015 - 2016 e marzo 2017

HFL - Conto Economico				
Euro/milioni	2014 A	2015 A	2016 A	mar 2017 A
<b>Ricavi</b>	<b>156,3</b>	<b>171,3</b>	<b>181,0</b>	<b>49,0</b>
Y.o.Y.	-	9,6%	5,6%	<i>n.m.</i>
<b>Costi operativi</b>	<b>(153,5)</b>	<b>(167,8)</b>	<b>(174,8)</b>	<b>(46,9)</b>
Revenues %	-98,2%	-97,9%	-96,6%	-95,8%
<b>EBITDA</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>6,2</b>	<b>2,1</b>
Revenues %	1,8%	2,1%	3,4%	4,2%
Svalutazione crediti	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,2)
<b>EBITDA adjusted</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>	<b>5,6</b>	<b>1,9</b>
Revenues %	1,5%	1,7%	3,1%	3,8%
Ammortamenti	(1,8)	(1,5)	(1,4)	(0,4)
Revenues %	-1,2%	-0,9%	-0,8%	-0,8%
<b>EBIT</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>	<b>4,2</b>	<b>1,5</b>
Revenues %	0,3%	0,8%	2,3%	3,1%
Proventi (Oneri) finanziari	(0,4)	(0,6)	(0,1)	(0,0)
<b>EBT</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>4,1</b>	<b>1,5</b>
Revenues %	0,1%	0,5%	2,2%	3,0%
Imposte	0,1	(0,2)	(1,2)	(0,4)
<b>Risultato Netto</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>2,9</b>	<b>1,1</b>
Revenues %	0,1%	0,4%	1,6%	2,3%

Fonte: elaborazione EY su dati Management

#### Stato Patrimoniale 2014 - 2015 - 2016 e marzo 2017

HFL - Stato Patrimoniale				
Euro/milioni	2014 A	2015 A	2016 A	mar 2017 A
Capitale circolante commerciale	10,8	13,8	9,9	8,8
Altri crediti/debiti	0,8	0,0	0,1	1,4
Fondi	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Immobilizzazioni	20,6	19,1	18,4	18,3
<b>Capitale investito netto</b>	<b>32,1</b>	<b>32,8</b>	<b>28,3</b>	<b>28,3</b>
Posizione finanziaria netta	12,1	12,2	5,4	4,4
Patrimonio netto	19,9	20,7	22,9	24,0
<b>Fonti di finanziamento</b>	<b>32,1</b>	<b>32,8</b>	<b>28,3</b>	<b>28,3</b>

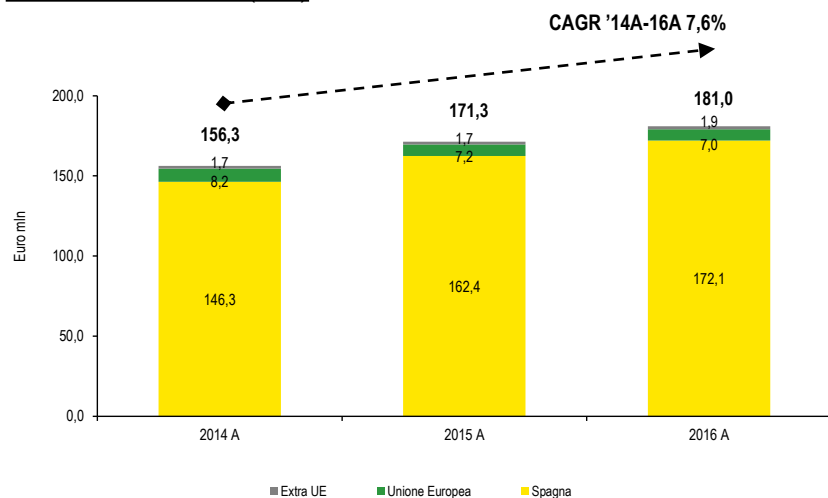
Fonte: elaborazione EY su dati Management

## 2 Le Società coinvolte nell'Operazione

### Overview sui dati economico-patrimoniali storici

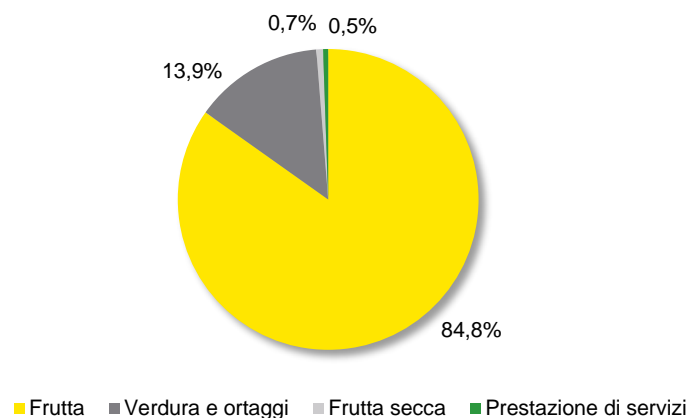
1	Introduzione
<b>2</b>	<b>Le Società coinvolte ...</b>
3	Previsioni inerziali 2017-2019
4	Metodologie di valutazione
5	Valutazione
6	Allegati

#### Evoluzione fatturato (€/M)



Fonte: elaborazione EY su dati Management

#### Breakdown dei ricavi per prodotto\*



\*Ultimi dati disponibili anno 2015

Fonte: elaborazione EY su dati Management

Nel 2016 i ricavi di vendita di HFL sono stati pari a Euro 181 milioni, in crescita ad un CAGR 2014-2016 del 7,6%

L'incremento del fatturato è riconducibile principalmente allo sviluppo organico grazie a modesti ma continui incrementi del mercato dei consumi di frutta e verdura ed il consolidamento del mercato europeo a causa dell'uscita di operatori medio piccoli a vantaggio di players più strutturati.

HFL distribuisce principalmente in Spagna, dove nel triennio 2014-2016 si è registrata una crescita del fatturato pari all'8%, mentre il volume d'affari generato fuori dal paese iberico non ha registrato variazioni significative.

Analizzando nel dettaglio la composizione del fatturato\* per categorie di prodotti, si rileva che:

- ▶ la maggior parte dei ricavi è generata dalla vendita di frutta, le cui vendite nel 2015 hanno registrato circa Euro 145 milioni;
- ▶ la verdura e gli ortaggi pesano circa il 13,9% sul fatturato complessivo, per un ammontare pari a circa Euro 24 milioni;
- ▶ il fatturato derivante dalla vendita di frutta secca e dalla prestazione di servizi risulta marginale e genera complessivamente circa Euro 2 milioni di ricavi.

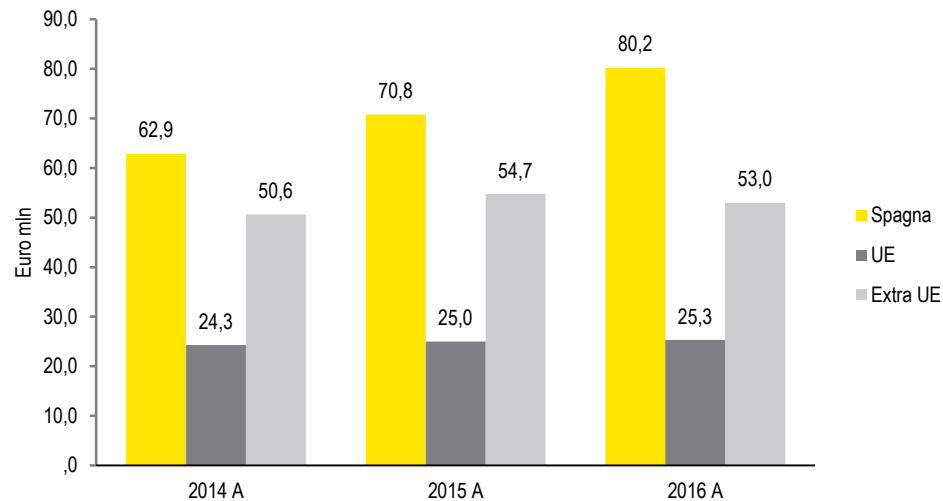


## 2 Le Società coinvolte nell'Operazione

### Overview sui dati economico-patrimoniali storici

- 1 Introduzione
- 2 Le Società coinvolte ...**
- 3 Previsioni inerziali 2017-2019
- 4 Metodologie di valutazione
- 5 Valutazione
- 6 Allegati

#### Costo per acquisti materie prime e di consumo per area geografica (€/M)



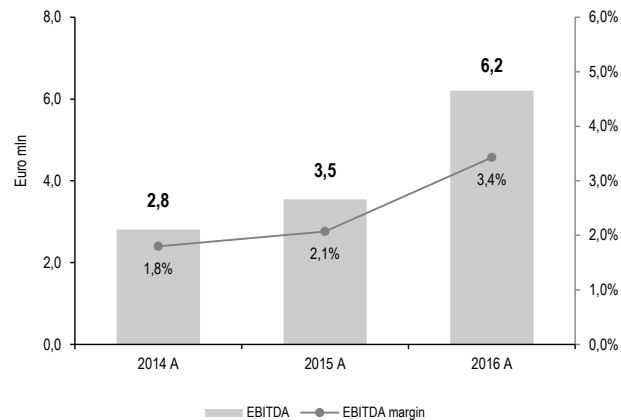
*Il volume di acquisti è in crescita in linea con la crescita dei ricavi. Nel '16 la marginalità "adjusted" si è attestata al 3,1%, in aumento rispetto al biennio 14-15*

Il volume degli acquisti di materie prime in Spagna è in crescita rispetto agli acquisti negli altri paesi europei ed extra-europei. Nel 2016, circa il 50% degli acquisti effettuati dalla Società è stato realizzato in Spagna, con una crescita composta annua nel triennio '14-'16 pari al 13%.

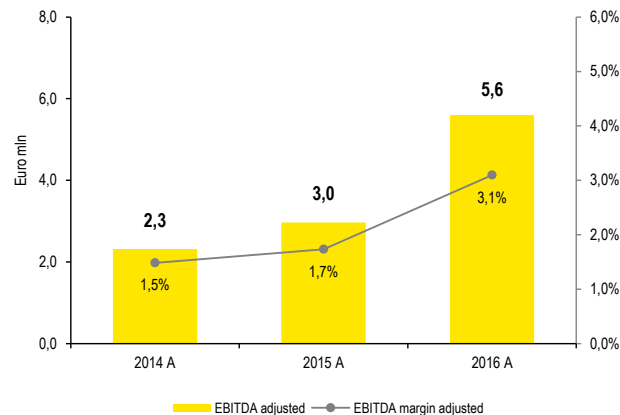
L'EBITDA *adjusted* è al netto degli accantonamenti per la svalutazione dei crediti, ritenuti «recurrent» per la tipologia di clienti presenti nel portafoglio vendite (soprattutto clienti al dettaglio). Nel 2016 si è registrato un sensibile aumento dell'EBITDA *adjusted*, il quale si attesta a circa Euro 5,6 milioni. Nei primi 3 mesi consuntivati nel 2017 ("31.03.2017 A" o "31 marzo 2017") l'EBITDA *margin adjusted* registrato è pari al 3,8%.

Fonte: elaborazione EY su dati Management

#### EBITDA ed EBITDA margin (%)



#### EBITDA adjusted ed EBITDA margin adjusted (%)



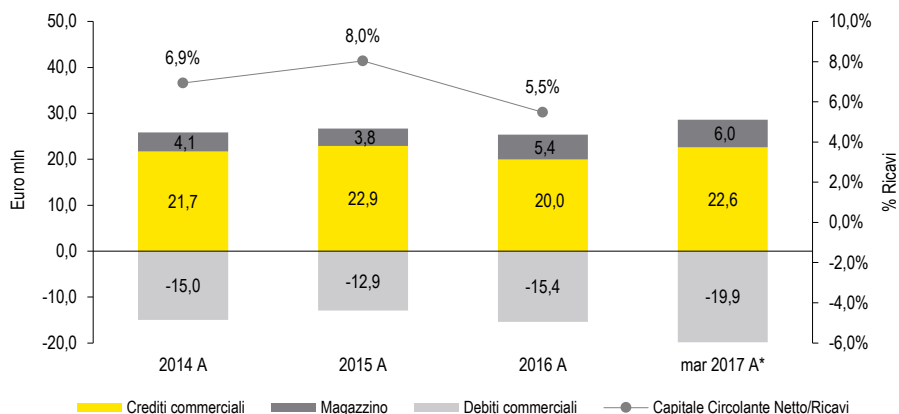
Fonte: elaborazione EY su dati Management

## 2 Le Società coinvolte nell'Operazione

### Overview sui dati economico-patrimoniali storici

- 1 Introduzione
- 2 Le Società coinvolte ...**
- 3 Previsioni inerziali 2017-2019
- 4 Metodologie di valutazione
- 5 Valutazione
- 6 Allegati

#### Evoluzione del Capitale circolante commerciale ed incidenza sul fatturato (%)



\*Nota: il capitale circolante commerciale mar 2017 A fa riferimento ai primi 3 mesi actual disponibili (incidenza CCC/Ricavi mar 2017 A not meaningful)

Fonte: elaborazione EY su dati Management

Nel periodo 2014-2016 il capitale circolante netto ("CCN") registra un decremento pari a circa Euro 0,9 milioni, passando da Euro 10,8 milioni nel 2014 a Euro 9,9 milioni nel 2016, grazie soprattutto ad un miglioramento delle posizioni creditizie. Al 31 marzo 2017 il CCN si attesta a circa Euro 8,8 milioni.

Le immobilizzazioni registrano nel periodo 2014-2016 un decremento da attribuirsi ai relativi ammortamenti materiali ed immateriali. Pur non trattandosi di un settore ad alta intensità di capitale fisso, la Società sta effettuando investimenti per incrementare la produttività (Tenerife) e per ampliare i punti vendita esistenti (mercato di Madrid).

Le immobilizzazioni finanziarie (Euro 3,8 milioni al 31 marzo 2017), fanno riferimento principalmente alle partecipazioni di HFL.

Il periodo 2014-2016 ha evidenziato un miglioramento della posizione finanziaria netta, passata da Euro 12,1 milioni nel 2014 ad Euro 5,4 milioni a dicembre 2016. Il decremento di PFN è legato da un lato alla migliore redditività conseguita, dall'altro alla dinamica favorevole del CCN. La PFN rilevata al 31 marzo 2017 risulta pari a circa Euro 4,4 milioni.

# 3

## Previsioni inerziali 2017-2019

In this section	Pag
Proiezioni economiche	20
Proiezioni patrimoniali	21

### 3 Previsioni inerziali 2017-2019

#### Proiezioni economiche

1	Introduzione
2	Le Società coinvolte ...
<b>3</b>	<b>Previsioni inerziali ...</b>
4	Metodologie di valutazione
5	Valutazione
6	Allegati

HFL - Conto Economico					
Euro/milioni	2016 A	mar 2017 A	2017 B	2018 E	2019 E
<b>Ricavi</b>	<b>181,0</b>	<b>49,0</b>	<b>191,4</b>	<b>200,9</b>	<b>211,0</b>
Y.o.Y.	6,3%	n.m.	5,7%	5,0%	5,0%
<b>Costi operativi</b>	<b>(174,8)</b>	<b>(46,9)</b>	<b>(184,5)</b>	<b>(195,2)</b>	<b>(204,9)</b>
Revenues %	-96,6%	-95,8%	-96,4%	-97,1%	-97,1%
<b>EBITDA</b>	<b>6,2</b>	<b>2,1</b>	<b>6,9</b>	<b>5,7</b>	<b>6,0</b>
Revenues %	3,4%	4,2%	3,6%	2,9%	2,9%
Svalutazione crediti	(0,6)	(0,2)	(0,8)	(0,8)	(0,8)
<b>EBITDA adjusted</b>	<b>5,6</b>	<b>1,9</b>	<b>6,1</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>
Revenues %	3,1%	3,8%	3,2%	2,5%	2,5%
Ammortamenti	(1,4)	(0,4)	(1,5)	(1,5)	(1,6)
Revenues %	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%
<b>EBIT</b>	<b>4,2</b>	<b>1,5</b>	<b>4,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>
Revenues %	2,3%	3,1%	2,4%	1,7%	1,7%

Fonte: elaborazione EY su dati Management

*Le proiezioni economiche e patrimoniali si basano sui dati actual al 31 marzo 2017 e sono state elaborate da EY con criteri inerziali basati sui dati storici ai soli fini valutativi, nell'ottica della predisposizione di un Unlevered Discounted Cash Flow Analysis.*

#### Ricavi

I ricavi sono attesi in crescita del 5,7% nel 2017 B, e poi ipotizzati in crescita del 5% per i successivi anni di Proiezioni anche sulla base dei trend storici.

#### EBITDA adjusted

L'EBITDA *margin adjusted* è stato stimato per l'anno 2017 sostanzialmente in linea rispetto ai dati consuntivati nel 2016, ossia pari al 3,2% dei ricavi, mentre per i successivi esercizi è stato ipotizzato sulla base della media storica '13-'17, pari a 2,5%.

#### EBIT

L'EBIT segue lo stesso andamento dell'EBITDA (e dell'EBITDA *Adjusted*) e, lungo l'orizzonte temporale considerato, è stato proiettato in linea con il dato medio storico '13-'17, attestandosi nell'intorno del 1,7% circa dei ricavi.

### 3 Previsioni inerziali 2017-2019

#### Proiezioni patrimoniali

1	Introduzione
2	Le Società coinvolte ...
<b>3</b>	<b>Previsioni inerziali ...</b>
4	Metodologie di valutazione
5	Valutazione
6	Allegati

HFL - Stato Patrimoniale Euro/milioni	2016 A	mar 2017 A	2017 B	2018 E	2019 E
Capitale circolante commerciale	9,9	8,8	12,0	13,7	14,4
Altri crediti/debiti	0,1	1,4	1,3	1,3	1,3
Fondi	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Immobilizzazioni	18,4	18,3	17,5	16,3	15,3
<b>Capitale investito netto</b>	<b>28,3</b>	<b>28,3</b>	<b>30,6</b>	<b>31,1</b>	<b>30,8</b>

Fonte: elaborazione EY su dati Management

### Capitale Circolante Netto

Il capitale circolante netto, positivo per Euro 8,8 milioni a marzo 2017, è previsto in crescita, fisiologicamente, in linea con il previsto aumento del volume d'affari.

Abbiamo ipotizzato per il periodo 2017-2019 DSO, DPO e DIO in linea con i dati consuntivati nel 2016.

### Capex

Con riferimento alle immobilizzazioni, gli investimenti attesi nel 2017 sono pari a circa Euro 0,5 milioni. Nei successivi anni, le Capex previste risultano dello stesso ordine di grandezza (circa Euro 0,5 milioni annui).

### Altri crediti/debiti e Fondi

Le voci relative agli altri crediti/debiti ed ai Fondi sono state ipotizzate *flat* nel periodo 2017-2019 (circa Euro 1,3 milioni di Altri crediti ed Euro 0,1 milioni di Fondi)

# 4

## Metodologie di valutazione

In this section	Pag
Criteri di valutazione	23
Metodi di valutazione adottati: il metodo finanziario (1/3)	27
Metodi di valutazione adottati: il metodo finanziario (2/3)	28
Metodi di valutazione adottati: il metodo finanziario (3/3)	29
Metodi di valutazione adottati: il metodo dei multipli di borsa	30
Metodi di valutazione adottati: il metodo delle transazioni comparabili	31

## 4 Metodologie di valutazione

### Criteri di valutazione

1	Introduzione
2	Le Società coinvolte ...
3	Previsioni inerziali 2017-2019
<b>4</b>	<b>Metodologie di valutazione</b>
5	Valutazione
6	Allegati

#### Metodologie valutative

##### Criteri finanziari

- ▶ Metodi reddituali
- ▶ Metodi finanziari

##### Criteri di mercato

- ▶ Metodo dei prezzi di Borsa
- ▶ Metodo dei multipli di Borsa
- ▶ Metodo delle transazioni comparabili

##### Criteri del costo

- ▶ Costo di rimpiazzo
- ▶ Costo di sostituzione

### Premessa

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

### Principali metodologie valutative

Tre sono i criteri di valutazione tradizionalmente utilizzati:

- ▶ criteri finanziari;
- ▶ criteri di mercato;
- ▶ criteri del costo.

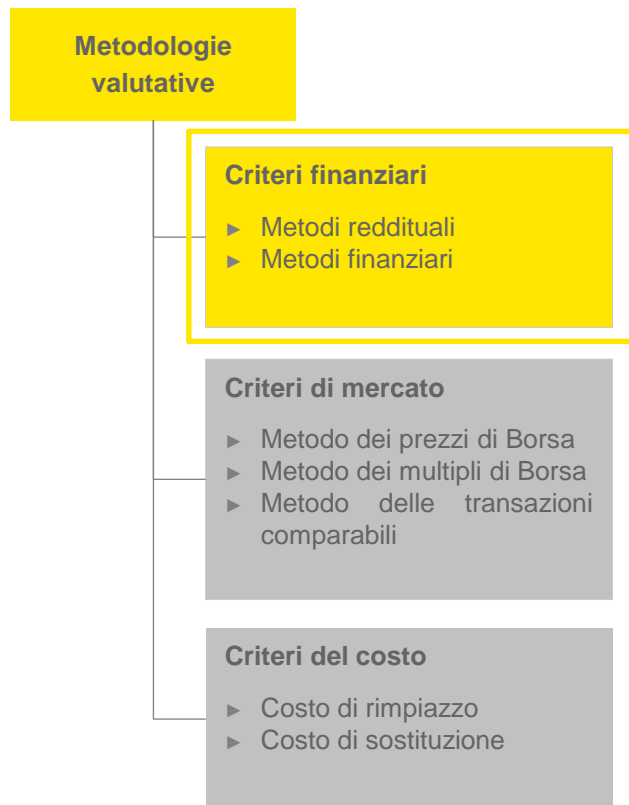
Vi è un generale consenso sul fatto che tutti i metodi di valutazione possono essere alternativamente considerati come una derivazione di uno di questi criteri o come un "ibrido" ottenuto combinando due o più di essi.

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

## 4 Metodologie di valutazione

### Criteri di valutazione

1	Introduzione
2	Le Società coinvolte ...
3	Previsioni inerziali 2017-2019
<b>4</b>	<b>Metodologie di valutazione</b>
5	Valutazione
6	Allegati



I criteri finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo.

I criteri economico finanziari sono di norma applicati mediante l'utilizzo delle seguenti metodologie.

#### Metodi reddituali

I metodi reddituali 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.

Tali metodi trovano spesso applicazione nelle aziende commerciali e di servizi, o qualora gli aspetti reddituali siano prevalenti rispetto a quelli patrimoniali.

#### Metodi finanziari

I metodi finanziari ravvisano nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare in futuro. Il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare i flussi di cassa attesi può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato del capitale, a seconda della configurazione di flusso di cassa considerato.

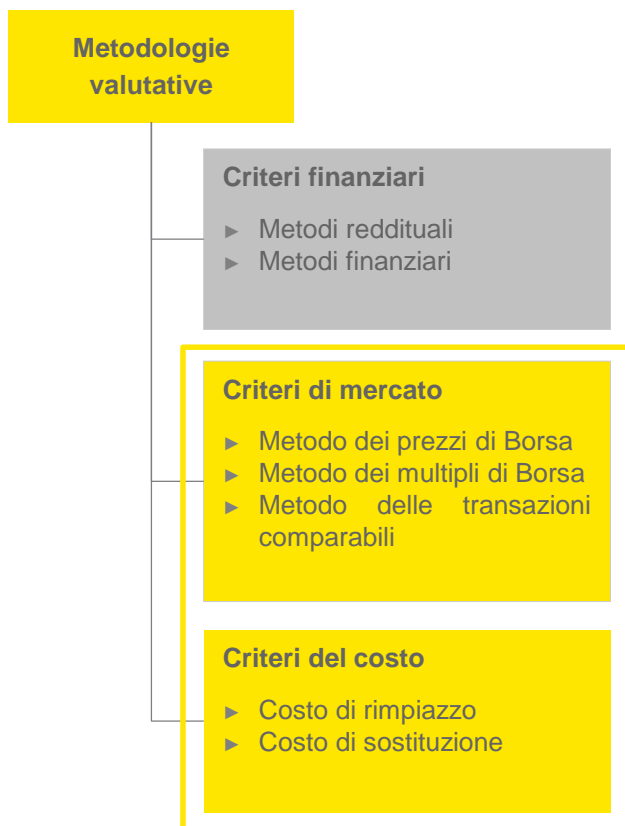
Tali metodi trovano spesso applicazione nei casi in cui sono disponibili proiezioni economiche e patrimoniali di medio-lungo termine.



## 4 Metodologie di valutazione

### Criteri di valutazione

1	Introduzione
2	Le Società coinvolte ...
3	Previsioni inerziali 2017-2019
<b>4</b>	<b>Metodologie di valutazione</b>
5	Valutazione
6	Allegati



I criteri di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di beni simili avvenuti nel recente passato.

I criteri di mercato sono di norma applicati mediante l'utilizzo delle seguenti metodologie.

#### **Metodo dei multipli di Borsa**

Il metodo dei multipli di borsa consiste nel raffrontare la società da valutare con società quotate simili. Tale metodo è utilizzato per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche assimilabili a società quotate.

#### **Metodo delle transazioni comparabili**

Il metodo delle transazioni comparabili consiste nel riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi fatti in transazioni recenti fuori mercato, aventi per oggetto aziende simili.

#### **Criteri del costo**

I criteri del costo si fondano sull'ipotesi che un investitore razionale attribuisca ad un bene esistente un valore non superiore al suo costo di sostituzione (o di riproduzione). Il costo di sostituzione (o di riproduzione) include gli oneri associati alla costruzione, ai prezzi applicabili alla data di riferimento della valutazione, di beni simili aventi utilità equivalente.

I criteri del costo sono di norma applicati mediante l'utilizzo di metodi patrimoniali. Secondo tali metodologie, il valore è il risultato di una stima, a valori di mercato e in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività materiali ed immateriali (nei casi in cui esse possano essere determinate singolarmente), diminuite di tutte le passività.

Tali metodi non prendono in esplicita considerazione gli aspetti inerenti la capacità dell'azienda di produrre risultati economici.

## 4 Metodologie di valutazione

### Criteri di valutazione

1	Introduzione
2	Le Società coinvolte ...
3	Previsioni inerziali 2017-2019
<b>4</b>	<b>Metodologie di valutazione</b>
5	Valutazione
6	Allegati

#### Scelta dei metodi di valutazione

- ▶ Come specificato nelle pagine precedenti, la Società svolge attività di importazione e distribuzione di frutta e verdura fresca.
- ▶ Nella fattispecie, riteniamo che la tipologia di attività svolta dalla Società implichi che gli aspetti di natura finanziaria assumano la massima rilevanza a fini valutativi. In particolare, le previsioni circa l'evoluzione del fatturato e dei costi operativi, da un lato, e l'evoluzione delle poste di capitale circolante, dall'altro, sono i driver che assumono la maggiore significatività giustificando l'adozione del metodo finanziario dell'Unlevered Discounted Cash Flow ("UDCF").
- ▶ Il metodo dell'UDCF, infatti, correla il valore del capitale economico di un'azienda alla capacità attesa di produrre flussi di cassa a livello operativo per la remunerazione di terzi finanziatori e degli azionisti.
- ▶ Tale scelta risulta confortata dall'orientamento della dottrina prevalente e della prassi professionale, che indicano il metodo dell'UDCF come quello maggiormente diffuso ed utilizzato nella valutazione d'azienda.
- ▶ Inoltre, poiché la Società non svolge un'attività ad elevata intensità di capitale fisso, abbiamo escluso l'applicazione di metodologie basate in tutto o in parte sui valori patrimoniali correnti.
- ▶ Ai fini di conferire maggiore solidità ai risultati ottenuti mediante l'applicazione del metodo principale dell'UDCF, abbiamo deciso di applicare delle metodologie di controllo scelte nell'ambito dei criteri di mercato, in particolare i moltiplicatori di borsa e di transazioni comparabili. Tali metodi consistono nello stimare il valore corrente della società o dell'azienda oggetto di valutazione considerando le indicazioni espresse dal mercato relativamente ad un campione (panel) di società quotate aventi un profilo di business assimilabile ed analizzando i prezzi delle principali transazioni avvenute all'interno del settore (anche su aziende non quotate).

## 4 Metodologie di valutazione

### Metodi di valutazione adottati: il metodo finanziario (1/3)

1	Introduzione
2	Le Società coinvolte ...
3	Previsioni inerziali 2017-2019
<b>4</b>	<b>Metodologie di valutazione</b>
5	Valutazione
6	Allegati

Secondo il metodo finanziario, nella versione dell'Unlevered Discounted Cash Flow ("UDCF"), il valore economico del patrimonio netto di un'azienda ad una certa data, ovvero la Data di Riferimento della valutazione, è rappresentato dalla somma algebrica dei seguenti elementi:

- ▶ Valore operativo, pari al valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa dell'azienda. In considerazione della difficoltà pratica insita nell'effettuare tale stima dalla data di riferimento della valutazione alla data di estinzione dell'azienda, la dottrina e la prassi professionale prevalente suggeriscono di scomporre il valore "operativo" dell'azienda in due parti stimate autonomamente:
  - ▶ valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa dell'azienda in un arco di tempo definito (periodo di proiezione esplicita);
  - ▶ valore attuale delle attività operative dell'azienda al termine del periodo di proiezione esplicita (valore residuo).
- ▶ Valore delle attività accessorie non strumentali alla data di riferimento o *surplus assets* ("Surplus Assets").
- ▶ Posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione.

Con l'adozione del metodo dell'UDCF, il valore del capitale economico di un'azienda viene determinato sulla base della seguente formula:

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

dove:

W	Valore dell'azienda oggetto di valutazione
F(t)	Flussi finanziari <i>unlevered</i> per ciascuno degli n anni considerati nel periodo di proiezione esplicita
F(tv)	Valore residuo dell'attività operativa al termine del periodo di proiezione esplicita
WACC	Costo medio ponderato del capitale investito
SA	<i>Fair value</i> dei Surplus Assets
L	Consistenza della posizione finanziaria netta alla data di riferimento

## 4 Metodologie di valutazione

### Metodi di valutazione adottati: il metodo finanziario (2/3)

1	Introduzione
2	Le Società coinvolte ...
3	Previsioni inerziali 2017-2019
<b>4</b>	<b>Metodologie di valutazione</b>
5	Valutazione
6	Allegati

### II WACC

Nel metodo dell'UDCF, i flussi finanziari individuati sono quelli di natura operativa, destinati alla remunerazione di tutti i fornitori di capitale finanziario, azionisti e terzi. Ai fini dell'attualizzazione dei flussi finanziari e del valore residuo, deve essere pertanto utilizzato un tasso rappresentativo del costo medio del capitale investito nella società. Tale tasso è denominato *Weighted Average Cost of Capital*.

Il WACC è definito come segue:

$$WACC = w_e \cdot k_e + w_d \cdot k_d \cdot (1 - t)$$

dove:

$w_e$	Peso attribuito al costo del capitale proprio
$w_d$	Peso attribuito al costo del capitale di terzi
$k_e$	Costo del capitale proprio
$k_d$	Costo del capitale di terzi
$t$	Aliquota fiscale

### Il costo del capitale proprio

Il costo del capitale proprio  $k_e$  è comunemente definito come il rendimento medio atteso dal capitale di rischio investito nell'impresa, ossia il costo opportunità del capitale azionario dell'impresa considerata. Nella valutazione in oggetto, in conformità con le indicazioni fornite dalla dottrina e dalla prassi professionale, la stima del costo del capitale proprio  $k_e$  è stata effettuata sulla base del Capital Asset Pricing Model (CAPM), che trova espressione nella seguente formula:

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

dove:

$r_f$	Tasso di rendimento di attività prive di rischio ( <i>risk-free rate</i> )
$\beta$	Beta, espressione del rischio sistematico del capitale proprio
$E(r_m)$	Tasso di ritorno atteso del mercato borsistico nel suo complesso
$E(r_m) - r_f$	Premio per il rischio di mercato ( <i>market risk premium</i> )
$\alpha$	Premio per il rischio specifico

## 4 Metodologie di valutazione

### Metodi di valutazione adottati: il metodo finanziario (3/3)

1	Introduzione
2	Le Società coinvolte ...
3	Previsioni inerziali 2017-2019
<b>4</b>	<b>Metodologie di valutazione</b>
5	Valutazione
6	Allegati

#### Il beta

Il beta del capitale proprio (*equity beta* o *levered beta*) viene determinato sulla base del beta delle attività operative (*asset beta* o *unlevered beta*) delle società comparabili selezionate, tenendo in considerazione la struttura finanziaria obiettivo e l'aliquota fiscale della società. La formula utilizzata è presentata di seguito:

$$\beta_e = \beta_u \cdot [1 + D/E \cdot (1 - t)]$$

dove:

$\beta_u$             *Asset (unlevered) beta*

D/E             Debt/Equity ratio

#### La determinazione del terminal value

Al valore attuale dei flussi di cassa futuri previsti nelle Proiezioni viene poi aggiunto un *terminal value* per rappresentare il valore dell'azienda considerata come entità in funzionamento perpetuo.

Il terminal value è generalmente calcolato tramite la seguente formula:

$$TV_{(n)} = FCF_{t+1} / (WACC - g)$$

dove:

$FCFF_{t+1}$        Flusso di cassa normalizzato relativo al primo anno successivo al periodo di previsione esplicito

g                Tasso di crescita dell'attività nel lungo periodo

## 4 Metodologie di valutazione

### Metodi di valutazione adottati: il metodo dei multipli di borsa

1	Introduzione
2	Le Società coinvolte ...
3	Previsioni inerziali 2017-2019
<b>4</b>	<b>Metodologie di valutazione</b>
5	Valutazione
6	Allegati

Nella valutazione con il metodo dei multipli di borsa, il valore di una società o di un ramo di azienda è stimato attraverso il confronto con società comparabili quotate. Il metodo si basa sul calcolo di moltiplicatori tra valori di mercato e i più rilevanti parametri economici di ogni società comparabile: il valore della società si ottiene dunque moltiplicando il multiplo di mercato per il parametro utilizzato nel ratio.

Di seguito illustrati i principali temi legati all'applicazione del metodo:

- ▶ selezione di un panel di società quotate omogenee rispetto alle seguenti caratteristiche principali:
  - ▶ settore;
  - ▶ dimensione;
  - ▶ struttura finanziaria;
  - ▶ area geografica;
  - ▶ fase del ciclo di vita;
  - ▶ modello di business.
- ▶ Selezione dei multipli più significativi, considerando:
  - ▶ Market value (“equity value” e/o “enterprise value”);
  - ▶ parametri economici come: fatturato, EBITDA, EBIT, utile (E), Book value (BV), Cash flow (CF).

#### Aspetti rilevanti

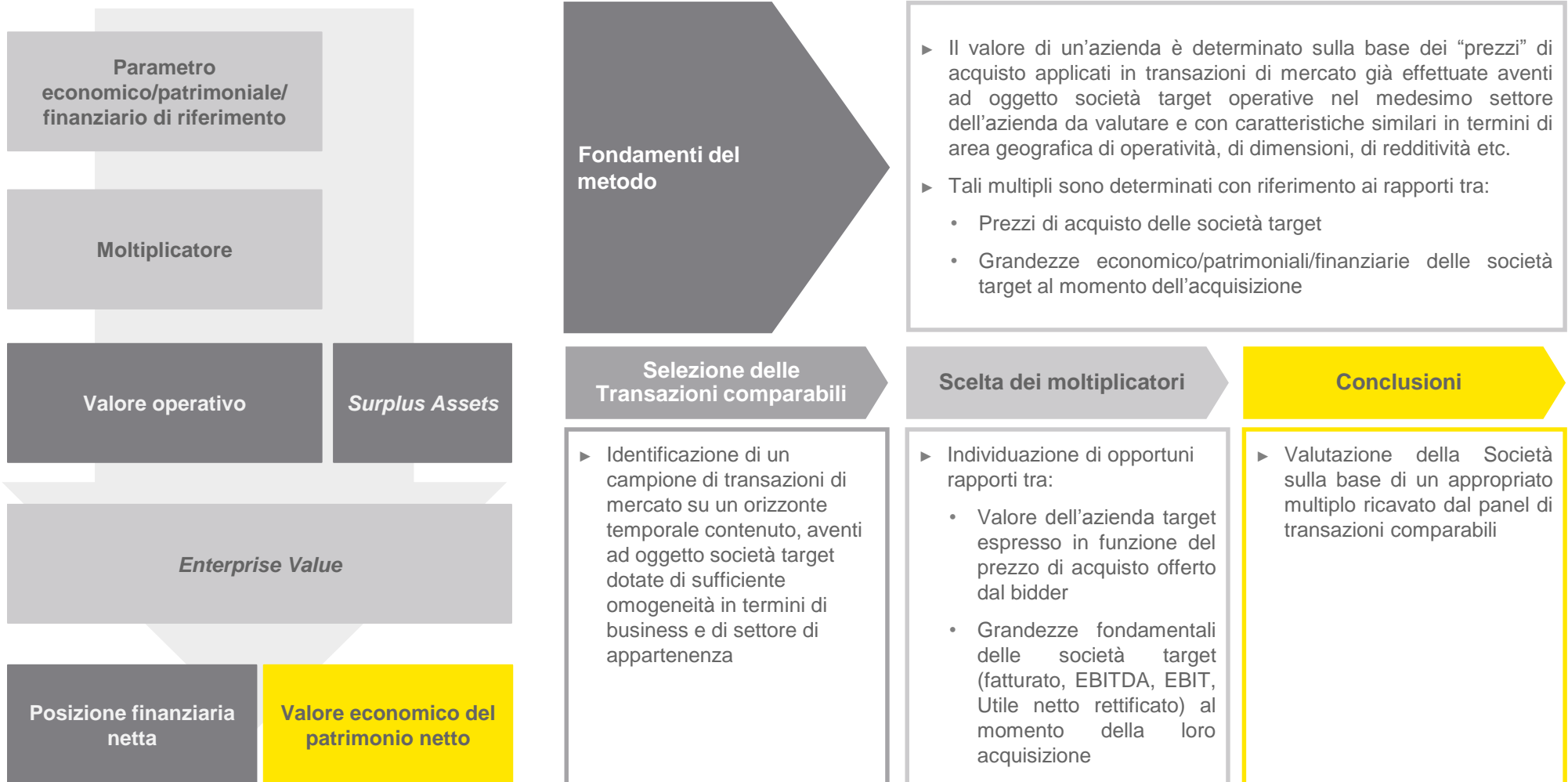
- ▶ Coerenza: i multipli devono essere calcolati avendo a riguardo coerenza e comparabilità tra numeratore e denominatore.
- ▶ Orizzonte temporale: il periodo da prendere a riferimento per il calcolo della grandezza posta al numeratore dovrebbe essere adeguatamente lungo in modo tale da ridurre la volatilità che caratterizza solitamente le analisi di breve termine.
- ▶ Proiezione dei parametri selezionati: generalmente la significatività dei multipli è maggiore quando vengono utilizzate delle proiezioni.

## 4 Metodologie di valutazione

### Metodi di valutazione adottati: il metodo delle transazioni comparabili

- 1 Introduzione
- 2 Le Società coinvolte ...
- 3 Previsioni inerziali 2017-2019
- 4 Metodologie di valutazione**
- 5 Valutazione
- 6 Allegati

#### Metodo delle transazioni comparabili



# 5

## Valutazione

In this section	Pag
Metodo finanziario Unlevered Discounted Cash Flow (1/3)	33
Metodo finanziario Unlevered Discounted Cash Flow (2/3)	34
Metodo finanziario Unlevered Discounted Cash Flow (3/3)	35
Metodo dei multipli di borsa	36
Metodo delle transazioni comparabili	37
Conclusioni	38



## 5 Valutazione

### Metodo finanziario Unlevered Discounted Cash Flow (1/3)

1	Introduzione
2	Le Società coinvolte ...
3	Previsioni inerziali 2017-2019
4	Metodologie di valutazione
<b>5</b>	<b>Valutazione</b>
6	Allegati

#### Dettagli di calcolo del WACC

Parametri	Valori
Tasso Risk Free	1,47%
Premio per il rischio azionario di mercato	6,00%
Beta Unlevered	0,66
D/E Target	0,32
Aliquota Fiscale	25,00%
Relevered Beta	0,82
Premio per il rischio specifico	3,67%
<b>Costo del capitale proprio (Ke)</b>	<b>10,03%</b>
Tasso di riferimento	0,68%
Credit Spread	3,75%
<b>Costo del debito lordo</b>	<b>4,43%</b>
Aliquota Fiscale	25,00%
<b>Costo del debito (Kd)</b>	<b>3,32%</b>
E/(E+D)	75,91%
D/(E+D)	24,09%
<b>WACC</b>	<b>8,41%</b>

Fonte: SP Capital IQ, EY Consensus, EY Corporate TAX Guide, D&P Valuation Handbook, Management della società

Il tasso di attualizzazione individuato è pari a **8,41%** ed è stato determinato sulla base delle seguenti assunzioni:

- ▶ **Risk-free rate** – Il risk-free rate adottato è pari al tasso sui titoli di stato a scadenza decennale emessi dal governo spagnolo rilevato come media dei sei mesi precedenti la Data di Riferimento. Tale tasso risulta pari all'1,47%.
- ▶ **Equity Risk Premium** – L'equity risk premium adottato è pari al 6,0%, parametro in linea sia con i risultati delle analisi di lungo periodo relative ai Paesi industrializzati sia con la prassi professionale (Fonte: EY consensus).
- ▶ **Beta** – Il coefficiente beta è stato stimato sulla base di un panel di società quotate attive nel settore della distribuzione di frutta e verdura fresca. I prezzi di borsa sono stati osservati su un orizzonte temporale di 2 anni con frequenza settimanale (si vedano gli allegati).
- ▶ **Premio aggiuntivo** – Ai fini della presente valutazione, abbiamo applicato un premio per rischio specifico pari al 3,67%, ritenuto idoneo a tenere conto della rischiosità connessa alle dimensioni della Società (small size premium; fonte: D&P Valuation Handbook), rispetto alle peer companies individuate nel calcolo del coefficiente beta.
- ▶ **Costo dei debiti onerosi** – Il costo del debito di natura finanziaria è stato stimato in misura pari alla media degli ultimi sei mesi del tasso EurIRS a 10 anni (alla Data di Riferimento) maggiorato di un credit spread determinato sulla base del dato medio dei peer (sulla base dei rating di fonte S&P Capital IQ e della definizione dei cluster di Damodaran ai fini dell'associazione di uno spread), al fine di privilegiare l'ottica di un partecipante al mercato (market participant).
- ▶ **Aliquota fiscale** – È stata adottata l'aliquota vigente in Spagna, pari al 25%.
- ▶ **Struttura finanziaria** – È stato adottato un debt/equity ratio calcolato sulla base del dato medio espresso dal panel di società comparabili selezionato. Il dato di market capitalization utilizzato ai fini della stima è pari alla media dei valori registrati nei sei mesi precedenti la Data di Riferimento.

## 5 Valutazione

### Metodo finanziario Unlevered Discounted Cash Flow (2/3)

1	Introduzione
2	Le Società coinvolte ...
3	Previsioni inerziali 2017-2019
4	Metodologie di valutazione
<b>5</b>	<b>Valutazione</b>
6	Allegati

#### Principali assunzioni valutative

Il valore della Società è stato determinato sulla base delle seguenti ipotesi principali.

- ▶ **Periodo di previsione esplicita** - Il numero di anni utilizzato ai fini della proiezione esplicita dei flussi di cassa è pari a 3 (nello specifico 9 mesi del 2017 e il 2018 e 2019 interi), coincidente con l'orizzonte temporale delle Proiezioni.
- ▶ **Estensione del periodo per la stima del *terminal value*** - La Società ha una consolidata storia di operatività sul mercato, e ad oggi non si palesano elementi tali da fare ipotizzare una interruzione dell'attività nel medio-lungo termine. In base a tali considerazioni, si è ritenuto ragionevole adottare un'ipotesi di *going concern in perpetuity*.
- ▶ **Flusso di cassa normale** - Ai fini del calcolo del *terminal value*, abbiamo adottato le seguenti ipotesi principali:
  - ▶ *EBITDA adjusted* - In sede di stima del *terminal value*, è stato considerato un EBITDA adjusted pari al livello atteso nel 2019;
  - ▶ *Investimenti in immobilizzazioni ed ammortamenti* - Gli investimenti annui sono stati stimati pari alle Capex previste nel 2019. Gli ammortamenti annuali sono stati allineati alle Capex, ipotizzando quindi che gli investimenti siano principalmente di mantenimento e/o di sostituzione;
  - ▶ *Capitale circolante netto* - È stata ipotizzata una variazione nulla del CCN nel lungo termine.
  - ▶ *Altri crediti/debiti e Fondi* - È stata ipotizzata una variazione nulla per entrambe le voci nel lungo termine.
- ▶ **Partecipazioni** – Abbiamo considerato le Partecipazioni di HFL come *Surplus Asset* valorizzato al *Book Value* alla Data di Riferimento (Euro 3,3 milioni), ipotizzando una monetizzazione nell'anno 2019.
- ▶ **Imposte** - Le imposte figurative utilizzate per il calcolo del NOPLAT sono state determinate applicando all'EBIT il *Corporate Tax Rate* medio spagnolo, pari al 25%.
- ▶ **Posizione finanziaria netta** - Ai fini della determinazione del valore economico (*Equity Value*) abbiamo sommato algebricamente all'Enterprise Value la PFN alla Data di Riferimento (Euro 4,4 milioni).
- ▶ **Costo medio ponderato del capitale (WACC)** - È pari a 8,41%, come dettagliato nella pagina precedente.
- ▶ **Tasso di crescita di lungo periodo (*g rate*)** – Abbiamo ipotizzato una crescita pari all' 1%, in linea con i tassi di crescita del PIL dell'UE e della Spagna nel lungo periodo (Fonte: *Oxford Economics*).

## 5 Valutazione

### Metodo finanziario Unlevered Discounted Cash Flow (3/3)

1	Introduzione
2	Le Società coinvolte ...
3	Previsioni inerziali 2017-2019
4	Metodologie di valutazione
<b>5</b>	<b>Valutazione</b>
6	Allegati

#### Determinazione Equity Value

Hermanos Fernández López Euro/mln	Proiezioni 2017 (9 mesi)	Proiezioni 2018	Proiezioni 2019	Terminal Value
<b>EBITDA adjusted</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>
Ammortamenti materiali ed immateriali	(1,1)	(1,5)	(1,6)	(0,6)
<b>EBIT</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>4,6</b>
Imposte figurative	(0,8)	(0,9)	(0,9)	(1,2)
<b>NOPLAT</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,5</b>
+ Ammortamenti	1,1	1,5	1,6	0,6
+/- Variazione capitale circolante	(3,2)	(1,7)	(0,7)	-
+/- Variazione Altri crediti/debiti	0,2	-	-	-
+/- Variazione Fondi	0,0	-	-	-
+/- (Investimenti)/Disinvestimenti	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,6)
<b>Flussi di cassa operativi (UFCF)</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>
Periodo di attualizzazione	0,75	1,75	2,75	2,75
Fattore di attualizzazione	0,94	0,87	0,80	0,80
<b>Flussi di cassa operativi attualizzati (UFCF)</b>	<b>0,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	
<b>Sommatoria UFCF</b>	<b>4,1</b>			
Flusso di cassa operativo anno terminale	3,5			
Tasso di attualizzazione	8,41%			
Tasso di crescita perpetua	1,0%			
Valore del Terminal Value non attualizzato	46,8			
<b>Valore attuale del valore terminale</b>	<b>37,4</b>			
+Surplus Asset (Partecipazioni)	3,3			
<b>Valore attuale dei Surplus Asset</b>	<b>2,6</b>			
<b>Enterprise Value</b>	<b>44,2</b>			
+/- Posizione finanziaria netta (+Debito /-Liquidità)	4,4			
<b>Equity Value 100%</b>	<b>39,8</b>			
% da conferire	34,21%			
<b>Equity Value 31 marzo 2017 @ 34,21%</b>	<b>13,6</b>			

Fonte: elaborazione EY su dati Management

Il metodo UDCF è stato applicato considerando i flussi di cassa generati dalla Società nel periodo dal 1 aprile 2017 al 31 dicembre 2019 ed il flusso di cassa normalizzato nel Terminal Value.

L'Equity Value della Partecipazione così determinato risulta pari ad Euro 13,6 milioni

## 5 Valutazione

### Metodo dei multipli di borsa

1	Introduzione
2	Le Società coinvolte ...
3	Previsioni inerziali 2017-2019
4	Metodologie di valutazione
<b>5</b>	<b>Valutazione</b>
6	Allegati

#### Determinazione Equity Value

#	Nome	Valuta	EV	EBITDA E 2017	EV/EBITDA 2017
1)	Booker Group PLC	GBP	3.141,1	199,9	n.s.
2)	Colabor Group Inc.	CAD	247,9	32,3	7,67x
3)	MARR S.p.A.	EUR	1.422,2	115,1	12,35x
4)	Total Produce plc	EUR	703,2	88,5	7,95x
5)	United Natural Foods, Inc.	USD	2.802,8	321,8	8,71x
6)	Sysco Corporation	USD	36.239,4	3.225,6	11,23x
7)	Greenyard Foods NV	EUR	989,3	147,0	6,73x
<b>Media</b>					<b>1</b> <b>9,11x</b>
Sconto di liquidità		%		<b>2</b>	20%
Multiplo EV/EBITDA applicato					7,29x
EBITDA adjusted HFL 2017		EUR/mln			6,1
<b>Enterprise Value</b>		<b>EUR/mln</b>		<b>3</b>	<b>44,6</b>
+/- Posizione finanziaria netta (+Debito /-Liquidità)		EUR/mln			4,4
<b>Equity Value 100%</b>		<b>EUR/mln</b>			<b>40,2</b>
% da conferire		%			34,21%
<b>Equity Value @ 34,21%</b>		<b>EUR/mln</b>			<b>13,8</b>

Note: dati società comparabili espressi in milioni

Fonte: elaborazione EY su dati S&P Capital IQ

Per il calcolo dei multipli di borsa sono state prese a riferimento le società quotate comparabili utilizzate per il calcolo del WACC.

Con riferimento alla capitalizzazione di Borsa, abbiamo considerato la capitalizzazione media dei sei mesi precedenti la Data di Riferimento e rilevato i multipli di sintesi EV/EBITDA.

Abbiamo inoltre applicato uno sconto di liquidità pari al 20%, in linea con la prassi professionale.

#### Risultati

- ▶ Sulla base delle società selezionate ed utilizzando l'EBITDA atteso nel 2017 dalle *comps* stesse, il valore del multiplo EV/EBITDA delle società comparabili ottenuto è pari a 9,11x.
- ▶ Abbiamo applicato lo sconto liquidità al multiplo precedentemente ottenuto.
- ▶ L'Enterprise Value è stato calcolato utilizzando l'EBITDA *adjusted* di HFL del 2017 e applicando il multiplo EV/EBITDA scontato.

L'Equity Value della Partecipazione così determinato risulta pari a Euro 13,8 milioni

## 5 Valutazione

### Metodo delle transazioni comparabili

1	Introduzione
2	Le Società coinvolte ...
3	Previsioni inerziali 2017-2019
4	Metodologie di valutazione
<b>5</b>	<b>Valutazione</b>
6	Allegati

#### Determinazione multiplo *EV/EBITDA*

Transactions					
#	Target	Buyer	Minority/majority	Close Date	EV/EBITDA
1)	Astarta Holding N.V.	Fairfax Financial Holdings Limited	Minority	25/08/2016	5,95x
2)	Pulmuone Foods Co., Ltd.	Affinity Equity Partners	Minority	16/11/2015	10,13x
3)	Frankort & Koning BV	Total Produce Plc	Minority	05/03/2012	4,05x
4)	Pulmuone Foods Co., Ltd.	S.I.H. (Stella Investment Holdings) B.V	Minority	06/07/2011	9,84x
5)	Naturex S.A.	Bio Group Brasil	Minority	11/05/2011	9,50x
6)	Astarta Holding N.V.	Valery Korotkov	Minority	10/03/2011	7,30x
<b>Media</b>					<b>7,79x</b>

#### Determinazione *Equity Value*

<b>EBITDA adjusted HFL 2017</b>	<b>6,1</b>
EV/EBITDA medio	7,79x
<b>Enterprise Value</b>	<b>47,7</b>
+/- Posizione finanziaria netta (+Debito /-Liquidità)	4,4
<b>Equity Value 100%</b>	<b>43,3</b>
% da conferire	34,21%
<b>Equity Value 34,21%</b>	<b>14,8</b>

Fonte: elaborazione EY su dati S&P Capital IQ

Per applicare il metodo delle transazioni comparabili, abbiamo ritenuto opportuno selezionare i multipli EV/EBITDA avvenute a partire dal 2011 e relativi alle sole transazioni riguardanti *minority stake*.

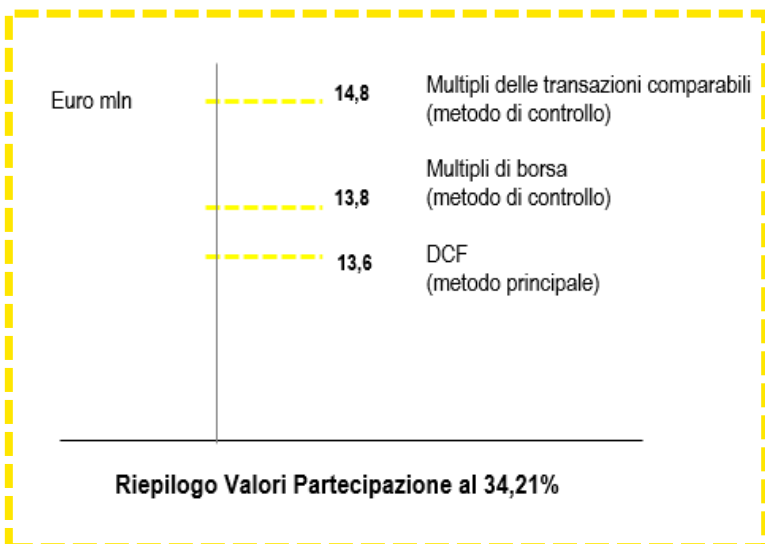
#### Risultati

- Sulla base delle transazioni selezionate, abbiamo scelto di applicare il multiplo EV/EBITDA medio.
- L'Enterprise Value è stato calcolato utilizzando l'EBITDA *adjusted* di HFL stimato nel 2017, e applicando il multiplo EV/EBITDA medio rilevato dalle transazioni comparabili.

L'Equity Value della Società così determinato risulta pari a Euro 14,8 milioni

## 5 Valutazione Conclusioni

1	Introduzione
2	Le Società coinvolte ...
3	Previsioni inerziali 2017-2019
4	Metodologie di valutazione
<b>5</b>	<b>Valutazione</b>
6	Allegati



Sulla base dell'incarico conferitoci in data 27 giugno 2017, abbiamo proceduto alla stima del valore economico della Partecipazione del 34,21% detenuta da Grupo Fernández S.A. in Hermanos Fernández López S.A. avendo a riferimento la data del 31 marzo 2017.

La nostra valutazione si inserisce nel contesto di un'operazione di conferimento di beni (partecipazioni). In particolare, la nostra valutazione è rilasciata ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343-ter del Codice Civile, che richiede la stima del valore dei beni oggetto di conferimento da parte di un esperto indipendente.

La finalità del nostro lavoro è, pertanto, quella di stimare un valore corrente teorico di riferimento da non confondere con il possibile prezzo di cessione della Partecipazione. Questo infatti viene stabilito dalle parti sulla base di ulteriori considerazioni e di altri elementi contingenti e soggettivi.

Sulla base della metodologia principale, individuata nell'UDCF, il valore economico della Partecipazione risulta pari a

**Euro 13,6 milioni**

Tale valore, sulla base delle nostre analisi, risulta supportato dalle metodologie di controllo dei multipli di borsa e di transazioni comparabili che si attestano su un intervallo compreso tra 13,8 e 14,8 milioni di Euro.

Possiamo pertanto ritenere che il valore economico della Partecipazione conferita sia ragionevolmente pari o superiore al valore definito dalle controparti ai fini del conferimento (Euro 13 milioni, come da "Term Sheet" fornito dalla Società).

In fede,  
Milano, 19 luglio 2017

Franz Hermann Schütz  
Partner | EY S.p.A.

# 6

## Allegati

In this section	Pag
Descrizione delle società comparabili	40
Calcolo del beta	41

## 6 Allegati

### Descrizione delle società comparabili

- 1 Introduzione
- 2 Le Società coinvolte ...
- 3 Previsioni inerziali 2017-2019
- 4 Metodologie di valutazione
- 5 Valutazione

#### 6 Allegati

Società	Descrizione
Booker Group PLC	Booker Group plc operates as a food wholesaler primarily in the United Kingdom. It offers branded and private-label goods for independent convenience stores, grocers, leisure outlets, pubs, and restaurants, as well as for caterers, retail customers, and small businesses. The company's products include grocery, fresh and frozen food, beers, wines, spirits, tobacco, and alcoholic products, as well as non-food products, such as stationery and office equipment, furniture and furnishings, catering and cleaning equipment, clothing, and general maintenance products. It also offers products under its own label brands, such as Chef's Larder, Lichfields, Malt House Vinters, Chekov, Happy Shopper, and Euro Shopper. In addition, the company delivers its products and services through the Internet. Booker Group plc was incorporated in 2004 and is based in Wellingborough, the United Kingdom.
Colabor Group Inc.	Colabor Group Inc., together with its subsidiaries, distributes and markets food, food-related, and non-food products in Canada. It operates through two segments, Distribution and Wholesale. The Distribution segment offers frozen products, dry staples, dairy products, meat, seafood, fruits and vegetables, and disposable and sanitation products. It also operates four Skor Cash & Carry locations in southern Ontario, which offer retail and foodservice products to convenience stores, small grocery stores, cafeterias, and restaurants; and processes and distributes meat, poultry, fish, and deli meat products. This segment serves foodservice operators, specialty food stores, supermarkets, restaurants, hotels, caterers, fish stores, hospitals, and residences, as well as institutional accounts, such as healthcare institutions, schools and universities, and other retail customers. The Wholesale segment provides a range of fresh and frozen meat comprising beef, veal, lamb, pork, and poultry products for foodservice distributors, food retailers, and specialty butchers. This segment offers food, food-related, and non-food products to wholesale distributors, integrated retail chains, and food exporters. The company was founded in 1962 and is headquartered in Boucherville, Canada.
MARR S.p.A.	MARR S.p.A. commercializes and distributes fresh, dried, and frozen food products for foodservice operators in Italy, the European Union, and internationally. It provides various grocery products, including breakfast and baked goods, legumes-cereals, condiments, gravies, sauces, oils, dairy products, cold cuts and smoked fishes, and beverages; and seafood products comprising fish filets, fish slices, fish preparations, sole and similar fishes, platter fishes, mollusks, freshwater fishes, saltwater fishes, and crustaceans. The company also offers meat products, such as veal, beef, poultry, pork, mutton, game, and horse meat products; and fresh and frozen vegetables, mignon vegetables and specialties, tropical fresh fruits, aromatic fresh herbs, and woodland fruits and berries. In addition, it distributes hotel supplies, serving trolleys, glass and crystal ware, flatware, and steel products for dining rooms for restaurants, holiday villages and hotels, buffets, bars, pizza restaurants, pubs, reception rooms, and farm restaurants; and green products consisting of food, detergents, detergents, ecological paper, napkins, tablecloths, etc. The company serves restaurants, pizzerias, hotels, holiday villages, company canteens, schools, and hospitals. It operates through a logistical-distribution network comprising 34 distribution centers, with 3 stocking platforms and 5 cash and carry stores, 4 agents with warehouses, and approximately 700 trucks. The company was founded in 1972 and is headquartered in Rimini, Italy. MARR S.p.A. is a subsidiary of Cremonini S.p.A.
Total Produce plc	Total Produce plc engages in procuring, marketing, and distributing fresh produce, health foods, and consumer goods worldwide. The company operates through Europe-Eurozone, Europe-Non-Eurozone, and International segments. It is involved in growing, sourcing, importing, packaging, marketing, and distributing various fresh fruits, vegetables, and flowers. The company offers citrus products, bananas, apples and pears, vegetables/potatoes, salads, tomatoes, stone and soft fruits, grapes, exotics, pineapples, and other products. It is also involved in the marketing and distribution of health foods, vitamins, minerals and supplements, pharmacy products, groceries, and consumer products. The company serves retail, wholesale, and foodservice sectors. The company is headquartered in Dublin, Ireland.
United Natural Foods, Inc.	United Natural Foods, Inc., together with its subsidiaries, distributes and retails natural, organic, and specialty foods and non-food products in the United States and Canada. The company operates through three divisions: Wholesale, Retail, and Manufacturing and Branded Products. The Wholesale division offers grocery and general merchandise, produce, perishables and frozen foods, nutritional supplements and sports nutrition, bulk and foodservice products, and personal care products. This segment also distributes an array of specialty protein, cheese, deli, food service, and bakery goods; and organic and conventional produce and non-produce perishable items, and natural and organic specialty and gourmet ethnic products, as well as vitamins, minerals, and supplements. The Retail division operates 13 natural products retail stores primarily in Florida. The Manufacturing and Branded Products division is involved in importing, roasting, packaging, and distributing nuts, dried fruits, seeds, trail mixes, granola, natural and organic snack items, and confections. This segment also provides Blue Marble Brands products on wholesale basis through third-party distributors in organic, natural, and specialty food brands, as well as directly to retailers; and Field Day brand products primarily to customers in its independent natural products retailer channel. The company serves independently owned natural products retailers, supernatural chains, conventional supermarkets, and mass market chains, as well as foodservice, e-commerce, and international customers outside Canada. United Natural Foods, Inc. was founded in 1976 and is headquartered in Providence, Rhode Island.
Sysco Corporation	Sysco Corporation, through its subsidiaries, markets and distributes a range of food and related products primarily to the foodservice or food-away-from-home industry in the United States, Bahamas, Canada, Ireland, Costa Rica, and Mexico. It operates through Broadline, SYGMA, and Other segments. The company distributes a line of frozen foods, such as meats, seafood, fully prepared entrees, fruits, vegetables, and desserts; a line of canned and dry foods; fresh meats and seafood; dairy products; beverage products; imported specialties; and fresh produce. It also supplies various non-food items, including paper products comprising disposable napkins, plates, and cups; tableware consisting of China and silverware; cookware consisting of pots, pans, and utensils; restaurant and kitchen equipment and supplies; and cleaning supplies. In addition, the company offers specialty meat products, such as custom-cut fresh steaks, other meat, and poultry products; and lodging industry products, including personal care guest amenities, equipment, housekeeping supplies, room accessories, and textiles. It serves restaurants, hospitals and nursing homes, schools and colleges, hotels and motels, industrial caterers, and other foodservice venues through 200 distribution facilities. The company was founded in 1969 and is headquartered in Houston, Texas.
Greenyard Foods NV	Greenyard Foods NV produces and sells fresh and prepared fruits and vegetables for retailers, food service, and food industry customers worldwide. The company offers vegetables, fruits, and vegetables-based culinary preparations preserved in tins and jars; growing media, soil improvers, mulching products, and related products under Noliko brand; fresh and frozen fruits, vegetables and herbs, and frozen vegetable-based culinary preparations under the Peltracom brand; and fresh fruit and vegetables, fresh-cut salads, dried fruit and nuts, and flowers and plants under the Penguin brand. Greenyard Foods NV was founded in 1968 and is based in Sint-Katelijne-Waver, Belgium.

Fonte: Elaborazioni EY su dati S&P Capital IQ.



## 6 Allegati

### Calcolo del beta

1	Introduzione
2	Le Società coinvolte ...
3	Previsioni inerziali 2017-2019
4	Metodologie di valutazione
5	Valutazione
<b>6</b>	<b>Allegati</b>

#	Nome	Valuta	Paese	Aliquota Fiscale	D/E	Beta Levered (2 anni - sett.)	Beta Unlevered (2 anni - sett.)
1)	Booker Group PLC	GBP	Regno Unito	20,0%	-	0,79	0,79
2)	Colabor Group Inc.	CAD	Canada	26,5%	1,02	1,26	0,72
3)	MARR S.p.A.	EUR	Italia	24,0%	0,19	0,62	0,54
4)	Total Produce plc	EUR	Irlanda	12,5%	0,07	0,71	0,66
5)	United Natural Foods, Inc.	USD	USA	40,0%	0,23	0,84	0,74
6)	Sysco Corporation	USD	USA	40,0%	0,26	0,70	0,60
7)	Greenyard Foods NV	EUR	Belgio	34,0%	0,44	0,71	0,55
<b>Media</b>					<b>0,32</b>	<b>0,66</b>	<b>0,66</b>

Note: dati società comparabili espressi in milioni

Fonte: S&P Capital IQ

**EY** | Assurance | Tax | Transactions | Advisory

**About EY**

EY is a global leader in assurance, tax, transaction and advisory services. The insights and quality services we deliver help build trust and confidence in the capital markets and in economies the world over. We develop outstanding leaders who team to deliver on our promises to all of our stakeholders. In so doing, we play a critical role in building a better working world for our people, for our clients and for our communities.

EY refers to the global organization, and may refer to one or more, of the member firms of Ernst & Young Global Limited, each of which is a separate legal entity. Ernst & Young Global Limited, a UK company limited by guarantee, does not provide services to clients. For more information about our organization, please visit [ey.com](http://ey.com).

Ernst & Young LLP is a client-serving member firm of Ernst & Young Global Limited operating in the US.

© 2017 Ernst & Young LLP.  
All Rights Reserved.