Deloitte®

Wel.Network S.p.A.

Relazione di stima ex art. 2343 del Codice Civile

13 novembre 2007



P.	REME.	SSA
1	L'II	NCARICO4
	1.1	Descrizione dell'operazione
	1.2	Oggetto e finalità dell'incarico5
	1.3	Data di riferimento della stima
	1.4	Documentazione utilizzata6
	1.5	Ipotesi e limitazioni
2	IL S	EETTORE DI RIFERIMENTO
	2.1	Il contesto macroeconomico
	2.2	Il mercato dell'Information Technology
3	DES	SCRIZIONE DELLA SOCIETA'16
	3.1	Wel.Network S.p.A16
	3.2	Descrizione dell'attività
	3.3	Analisi dei dati storici per il periodo 2004-200619
	3.4	Forecast economico per l'anno 2007
4	PRI	NCIPI DI RIFERIMENTO PER LA VALUTAZIONE24
5	CRI	TERI DI VALUTAZIONE
	5.1	Criteri analitici
	5.2	Criteri di mercato
6	ME	TODI DI VALUTAZIONE PRESCELTI29
	6.1	Metodo principale – Metodo Reddituale <i>Unlevered</i>
	6.2	Metodo di confronto - multipli di Borsa40
	6.3	Ambito di valori della Società
C	ONCL	USIONI
	6.1	Valore della partecipazione oggetto di conferimento
	6.2	Attestazione richiesta dall'art. 2343 del Codice Civile

Elenco Allegati alla presente relazione

Allegato 1 – Società Comparabili Quotate

Relazione di stima ex articolo 2343 del Codice Civile sulla proposta di aumento di capitale sociale, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2440 e 2441, comma 4 del Codice Civile, di Exprivia S.p.A. ("Exprivia" o la "Conferitaria") a mezzo emissione di n. 1.078.516 nuove azioni ordinarie del valore nominale di Euro 0,52 ciascuna, con sovrapprezzo di Euro 1,6821 per ciascuna azione, per complessivi Euro 2.375.000,00, da liberarsi mediante conferimento in natura di numero 3.750 azioni ordinarie del valore nominale complessivo di Euro 375.000,00, pari al 25% del capitale sociale di Wel.Network S.p.A. ("Wel.Network" o la "Conferente" o la "Società").

PREMESSA

Vista l'istanza presentata congiuntamente da Exprivia, società quotata presso il Mercato MTAX organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., e Data Management S.p.A. (di seguito "Data Management" o "Socio"), l'Ill.mo Presidente del Tribunale di Trani, Sezione Civile, con decreto del 27 settembre 2007, ha affidato a Deloitte Financial Advisory Services S.p.A. (di seguito "Deloitte" o l'"Esperto"), nella persona di Elio Milantoni, socio della stessa e Dottore commercialista iscritto nel registro dei Revisori dei conti, l'incarico di redigere la relazione giurata di stima ai sensi dell'art. 2343 Cod. Civ. per la valutazione delle azioni da conferirsi in natura a liberazione dell'aumento di capitale sociale da parte di Exprivia ("Incarico").

L'Incarico prevede la valutazione del 25% di Wel.Network, società di diritto italiano operante nell'ambito del settore dell'*Information Technology* ("IT"), con particolare riguardo al comparto dei servizi professionali ad alto valore aggiunto sugli applicativi SAP.

1 L'INCARICO

H

1.1 Descrizione dell'operazione

Exprivia, società specializzata nella progettazione e nello sviluppo di tecnologie software e nella prestazione di servizi IT per il mercato bancario, medicale, industriale, delle telecomunicazione e della Pubblica Amministrazione, sta implementando a livello nazionale un programma di espansione industriale con l'obiettivo di rafforzare la propria posizione di mercato ed ampliare il proprio

portafoglio di servizi offerti, attraverso la costituzione di strutture operative focalizzate in specifici comparti del mercato IT.

Tale progetto, reso pubblico attraverso un comunicato stampa congiunto delle due società emesso in data 3 agosto 2007, prevede, nel caso specifico, l'acquisto della totalità del capitale sociale di Wel.Network, società attiva, con una posizione di *leadership*, nel settore delle prestazione di servizi professionali erogati sugli applicativi SAP.

Il contratto preliminare di compravendita azionaria, siglato tra le parti in data 3 agosto 2007 è stato integrato dall'accordo modificativo dei termini dello stesso, in data 2 ottobre 2007. Tale accordo modificativo, condiviso dalle parti, prevede che l'acquisto di Wel.Network avvenga secondo le seguenti modalità:

 prima tranche: acquisto in contanti, entro il 30 novembre, del 75% del capitale sociale della Società, così suddiviso:

Socio	Partecipazione detenuta (%)	Partecipazione ceduta in contanti (%)	Numero azioni
Data Management S.p.A.	60%	35%	5.250
Mind S.r.l.	40%	40%	6.000
Totale	100%	75%	11.250

Fonte: dati forniti dal management della Società

seconda tranche: acquisto tramite attribuzione a Data Management di azioni ordinarie di nuova
emissione rivenienti da un aumento di capitale di Exprivia, con esclusione del diritto di opzione
(ex art 2440 e 2441 del Codice Civile), da liberarsi in natura mediante il conferimento da parte
del Socio delle residue azioni della Società, pari al 25% del capitale sociale della stessa. Il
perfezionamento dell'acquisto della quota di partecipazione residuale è previsto per il 30
novembre 2007.

1.2 Oggetto e finalità dell'incarico

Oggetto dell'incarico è la predisposizione della relazione di stima ex art. 2343 del Codice Civile del valore attribuibile al 25% del capitale sociale di Wel.Network, che la stessa intende conferire in Exprivia al fine di attestare che, tale valore, sia almeno pari al valore nominale, aumentato dell'eventuale sovrapprezzo, delle azioni emesse dalla Conferitaria a fronte del conferimento.

In conformità a quanto disposto dal citato articolo, la relazione deve contenere, oltre al valore attribuito alla partecipazione oggetto di conferimento, i criteri di valutazione seguiti, nonché l'attestazione che il valore attribuito sia almeno pari al valore nominale, aumentato dell'eventuale sovrapprezzo, delle azioni emesse a fronte del conferimento.

In considerazione degli scopi che la richiamata disposizione di legge intende perseguire mediante la stima del valore dei beni conferiti in natura, ossia di garantire l'integrità del capitale sociale posto a tutela dei terzi, il presente incarico è finalizzato ad individuare il valore della partecipazione oggetto di conferimento, considerando raggiunti gli scopi prefissi dall'art. 2343 del Codice Civile in ragione dell'adozione di criteri prudenziali di valutazione.

I valori cui si perviene debbono essere considerati nell'accezione di valori generali, prescindendo quindi dalla natura delle parti, dalla loro forza contrattuale, dagli specifici interessi perseguiti e da eventuali negoziazioni fra le stesse intervenute. Pertanto, anche in virtù delle citate esigenze cautelative della presente stima, i risultati di seguito indicati non possono essere assunti per finalità diverse da quelle del presente incarico.

1.3 Data di riferimento della stima

La data di riferimento della stima è il 31 luglio 2007. La valutazione è stata quindi predisposta sulla base della situazione patrimoniale di conferimento al 31 luglio 2007, delle risultanze storiche così come evidenziate nei bilanci di esercizio della Società al 31 dicembre 2004, 2005 e 2006, nonché del *Forecast* 2007 predisposto dal *management* della Società sulla base del consuntivo al 30 settembre 2007.

Non si è venuti a conoscenza di circostanze o eventi intercorsi tra la data di riferimento della situazione patrimoniale di conferimento e la data della presente relazione, che comportino modifiche sostanziali a quanto da noi considerato ai fini della stima e che non siano rappresentate nella relazione stessa.

1.4 Documentazione utilizzata

Ai fini della predisposizione della presente relazione di stima è stata utilizzata la seguente documentazione:

comunicato stampa congiunto di Exprivia e di Wel.Network del 3 agosto 2007, illustrante i
contenuti e le motivazioni dell'operazione di acquisizione;

- contratto di compravendita azionaria della totalità del capitale sociale di Wel.Network, siglato in data 3 agosto 2007 tra Exprivia ("Acquirente"), Data Management e Mind S.r.l. ("Venditori");
- accordo modificativo dei termini del contratto preliminare di compravendita, siglato in data 2
 ottobre 2007 tra l'Acquirente e i Venditori;
- verbale della riunione del Consiglio di Amministrazione di Exprivia del 30 ottobre 2007, e relazione agli azionisti che illustra la proposta di aumento di capitale sociale a servizio del conferimento;
- bilanci civilistici di Wel.Network per gli esercizi 2004, 2005 e 2006 assoggettati a revisione contabile da parte della società BDO Sala Scelsi Farina di Milano;
- situazione economico-patrimoniale al 30 giugno 2007 di Wel.Network;
- situazione patrimoniale di conferimento al 31 luglio 2007, approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 12 novembre 2007;
- Forecast 2007, predisposto dal management della Società, datato 15 ottobre 2007, e approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società;
- relazione di *due diligence* di Wel.Network, predisposta dalla società di revisione PKF Italia S.p.A.;
- lettera di nomina del perito ex. art. 2343 c.c., datata 27 settembre 2007, effettuata dal Tribunale di Trani sulla base dell'istanza congiunta di Exprivia e Wel.Network;
- report di valutazione della Società, predisposto dall'advisor di Exprivia (For Advisory S.r.l.),
 finalizzato alla determinazione del prezzo di acquisto di Wel.Network;

 lettera di attestazione da parte dei legali rappresentanti di Wel.Network ed Exprivia in merito alla correttezza e completezza delle informazioni forniteci.

Le informazioni utilizzate per l'applicazione delle metodologie di valutazione più oltre descritte sono state analizzate esclusivamente in termini di ragionevolezza e coerenza complessiva e non è stata svolta alcuna autonoma verifica su tali informazioni.

Nella fattispecie, non sono state svolte procedure autonome di revisione contabile sui bilanci di Wel.Network, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale e previdenziale, o legate a rischi di qualsiasi tipologia che non siano state portate a nostra conoscenza.

Le analisi da noi svolte sono state formulate sulla base del materiale raccolto e messo a disposizione dalla Conferente. Non si è proceduto a riscontri o verifiche di tipo contabile, nel presupposto della correttezza, completezza ed accuratezza dei dati forniti dalla Società.

La valutazione prende a riferimento il *Forecast* 2007 predisposto dal *management* della Società. Eventi attualmente non prevedibili relativi alla realizzazione dello stesso potrebbero avere un impatto anche significativo sui dati presentati. La nostra stima è pertanto valida alla data della presente relazione.

La valutazione della Società è stata sviluppata in ipotesi *stand alone*, ossia considerando Wel.Network nella sua condizione attuale, prescindendo da ogni considerazione concernente potenziali sinergie con future attività operative facenti capo alla Conferitaria, successive al perfezionamento dell'aquisizione.

1.5 Ipotesi e limitazioni

La valutazione è stata sviluppata sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- la valutazione è stata effettuata in ipotesi di continuità aziendale;
- la valutazione è stata effettuata alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tiene conto di eventi esterni futuri, straordinari o inattesi;
- la valutazione di Wel.Network è basata sui bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2004, 2005 e 2006, sulla situazione patrimoniale al 31 luglio 2007, nonché sul *Forecast* 2007; la valutazione si basa sul presupposto che la Società realizzi i risultati stimati per il 2007.
- la responsabilità sulla qualità e correttezza dei dati ricevuti compete al management della Società;
- in considerazione delle finalità della relazione di stima, nella valutazione della quota di conferimento della partecipazione non sono stati considerati sconti di minoranza. A questo proposito, si segnala che gli azionisti di Wel.Network hanno e continueranno ad avere una presenza nel Consiglio di Amministrazione e nella gestione operativa del businesso della



Società. In aggiunta, il conferimento va inquadrato nella più ampia operazione che ha riguardato il 100% della Società.



2 IL SETTORE DI RIFERIMENTO

2.1 Il contesto macroeconomico

Nel corso dei primi dieci mesi del 2007 l'economia mondiale è stata contraddistinta da un rallentamento della crescita, iniziato già prima delle turbolenze finanziarie estive legate ai c.d. mutui *subprime*. La crisi finanziaria dovrebbe comportare una stretta del credito, con effetti negativi sugli investimenti, prevalentemente negli Stati Uniti. Tuttavia, a fronte del rallentamento dell'economia USA, si contrappone il forte sviluppo delle economie emergenti, quali Cina, India e Russia in primo luogo, le quali dovrebbero apportare liquidità ai mercati globali e mantenere solida la crescita dell'economia mondiale. Sul fronte delle politiche monetarie, la FED, contrariamente alle previsioni prevalenti, ha disposto la riduzione del tasso ufficiale al 4,75% lo scorso settembre. Nell'area Euro, dopo il rialzo al 4%, la BCE non ha effettuato ulteriori manovre di politica monetaria. L'economia internazionale nel 2007 è stata inoltre caratterizzata dall'elevata volatilità delle quotazioni del petrolio (il prezzo del Brent ha oscillato fra \$ 68 ed il picco di \$ 80 al barile, raggiunto ad ottobre), per effetto della carenza di offerta, dell'instabilità in Iraq e di altri fattori extraeconomici.

In ambito europeo, nel secondo trimestre 2007 la crescita è stata contenuta, attestandosi sullo 0,3%, ed inferiore rispetto al dato relativo al primo trimestre 2007, pari allo 0,7%. In particolare, Germania e Francia hanno fatto registrare saggi di crescita in linea con la media dell'area Euro, mentre Regno Unito e Spagna hanno mostrato una crescita più robusta, attestatasi sullo 0,8% e sullo 0,9% rispettivamente.

La crescita del PIL italiano (+0,1%), nel corso del secondo trimestre 2007, ha mostrato un rallentamento (rispetto al dato relativo al primo trimestre, pari allo 0,3%) ascrivibile prevalentemente all'andamento di investimenti ed esportazioni; i consumi, invece, continuano a registrare saggi di crescita superiori. In termini di provenienza della domanda, si rileva il positivo contributo della domanda interna (+0,4%), a fronte della contrazione della domanda estera (-0,2%). La crescita del PIL italiano già conseguita nell'anno si attesta complessivamente all'1,5%.

La tabella riportata di seguito espone le variazioni percentuali su base annua dei principali indicatori macroeconomici e le stime delle stesse variabili per il 2007 e il 2008.

Il quadro macroeconomico in Italia	2005	2006	2007	2008
Prodotto interno lordo	0,1	1,9	1,7	1,3
Consumi delle famiglie residenti	0,6	1,5	2,0	1,5
Investimenti fissi lordi	(0,5)	2,3	2,7	1,7
Esportazioni di beni e servizi	(0,5)	5,3	2,6	3,1
Importazioni di beni e servizi	0,5	4,3	2,2	2,9
Tasso di disoccupazione	7,7	6,8	6,5	6,2
Prezzi al consumo	1,9	2,1	1,7	1,9
Retribuzioni totale economia	3,3	2,8	2,8	3,0

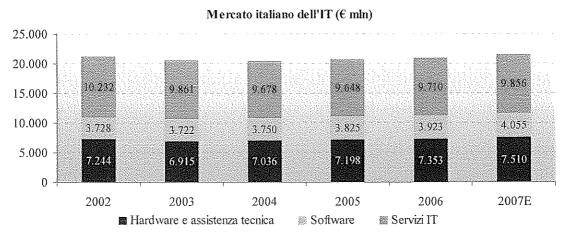
Fonte: elaborazioni Centro studi Confindustria

2.2 Il mercato dell'Information Technology

Il mercato dell'IT è costituito fondamentalmente da tre comparti di riferimento:

- l'hardware, riguardante gli apparati fisici che costituiscono un computer e le relative apparecchiature di rete, stampanti, etc.;
- il *software*, che comprende lo sviluppo e la commercializzazione di applicativi e sistemi operativi;
- i servizi di consulenza, supporto, implementazione e gestione dei sistemi informativi aziendali.

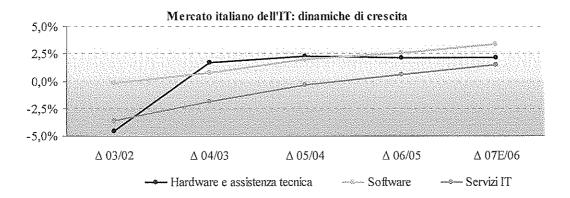
La composizione della spesa IT – per comparto – dal 2002 al 2007 (stima) è rappresentata nel grafico sottostante.



Fonte: Assintel-Nextvalue

Deloitte Financial Advisory Services Sp.

Il mercato italiano dell'IT è il quarto per volume di spesa in Europa. Il settore dell'IT rappresenta in Italia circa l'1,8% del PIL e occupa 360 mila addetti in oltre 25 mila aziende, con un fatturato complessivo stimato per il 2007 in circa Euro 21,4 miliardi. Per quanto riguarda le dinamiche di crescita dei suoi comparti, nel corso degli ultimi anni, l'andamento è stato altalenante, come mostrato nel grafico sottostante.



Fonte: Assintel-Nextvalue

Le stime presentate mostrano il progressivo consolidamento del settore IT su saggi di crescita contenuti ma positivi: la crescita aggregata del settore si attesterebbe al 2,1% nel 2007. Tali risultati sarebbero principalmente riconducibili alla ripresa degli investimenti delle imprese italiane, come mostrato precedentemente.

In prospettiva internazionale, il settore dell'IT presenterebbe saggi di crescita più sostenuti, conformemente ai dati storici rilevati per il 2006. In particolare, le stime di crescita a livello globale si attestano al 6,6% circa, in aumento rispetto al dato rilevato nel 2006, pari al 6,3%; in Europa, invece, si stima una crescita del settore, per l'anno in corso, pari al 4,1%. I Paesi emergenti trainano la crescita, attestandosi su tassi prossimi al 20%.

Per quanto riguarda, invece, l'andamento dei singoli comparti, quello relativo al *software* ha mostrato un andamento di crescita ininterrotto (fatta eccezione per la contrazione dello 0,2%, rilevata nel 2002), a saggi via via crescenti, fino a raggiungere il valore – stimato per il 2007 – del 3,4%. Gli altri due comparti IT (*hardware* e servizi IT), invece, riprendono progressivamente a crescere (dal 2004 l'*hardware*, dal 2006 i servizi IT) lungo il periodo in osservazione. Il tasso di crescita stimato per questi ultimi due comparti, per il 2007, è pari rispettivamente al 2,1% per l'*hardware* ed all'1,5% per i servizi IT.

 \mathcal{M}

Di seguito, in riferimento all'attività svolta dalla Società oggetto di analisi, si riporta un quadro di sintesi dell'andamento dei comparti del *software* e dei servizi IT.

Software

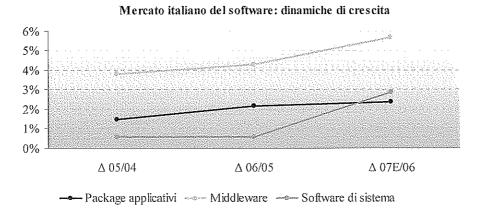
Si compone di tre macrocomponenti: package applicativi, middleware e software di sistema.

5.000 4.000 523 3.000 1.210 1.145 1.098 1.058 2.000 2.305 2.252 2.204 1.000 2.172 0 2007E 2004 2005 2006 Package applicativi Middleware M Software di sistema

Mercato italiano del software (€ mln)

Fonte: Assintel-Nextvalue

Con riferimento alle tre componenti del comparto *software*, il grafico sottostante evidenzia principalmente l'incremento più sostenuto della spesa del subcomparto del *middleware*.



Fonte: Assintel-Nextvalue



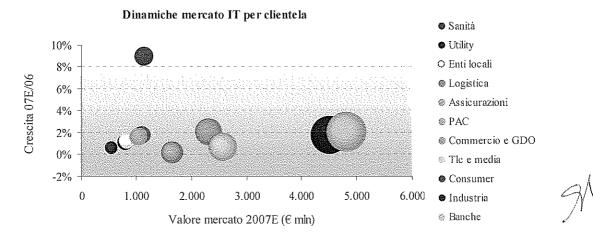
Servizi IT

Per quanto riguarda il mercato dei servizi IT, si riportano di seguito crescita e volumi di spesa relativi al 2007 dei principali subcomparti:

- la consulenza IT raggiunge gli Euro 985 milioni, in crescita del 2,7%;
- i servizi di system integration, con un giro d'affari di Euro 2.026 milioni, crescono del 2,6%;
- l'application management cresce al ritmo del 3%, e raggiunge gli Euro 486 milioni;
- i servizi di sviluppo e manutenzione mostrano un tasso di crescita contenuto, pari allo 0,9%, e raggiungono gli Euro 2.521 milioni;
- gli investimenti in sicurezza (dei sistemi informativi aziendali) crescono dell'8,4%, e ammontano a Euro 710 milioni.

Mercati di sbocco

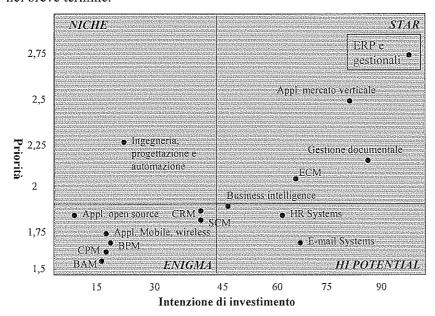
L'analisi del *breakdown* del mercato IT, rispetto alle principali classi di clientela per settore, riportato nel grafico sottostante, mostra *trend* alquanto differenziati. Un netto differenziale di crescita distingue, infatti, il mercato *consumer*, che registra una crescita stimata per il 2007 di circa il 9%, dagli altri segmenti, che oscillano fra la sostanziale stabilità rispetto al 2006 ed una crescita appena superiore al 2%.



Fonte: Assintel-Nextvalue

Di seguito si riportano i risultati di una recente indagine, rivolta a 500 responsabili IT di altrettante aziende *end-user* di *software* e servizi, circa la propensione all'investimento delle aziende che rappresentano.

Secondo la menzionata analisi, i sistemi di *Enterprise Resource Planning* (ERP) riscuoterebbero, in termini di priorità ed intenzione all'investimento, un elevato interesse fra le imprese italiane di diversa dimensione ed *industry*, in quanto ritenuti investimenti caratterizzati da ritorni adeguati già nel breve termine.



Fonte: Assintel-Nextvalue



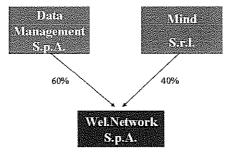


3 DESCRIZIONE DELLA SOCIETA'

3.1 Wel.Network S.p.A.

Wel.Network è stata costituita nel 2003 ed opera nel mercato italiano dell'*Information Technology*, fornendo servizi professionali erogati sugli applicativi SAP (con particolare penetrazione nel settore "Industria & Energy"), a cui si affianca l'attività di rivendita di licenze software di terze parti.

L'attuale struttura societaria di Wel.Network è il risultato di una serie di operazioni straordinarie che hanno coinvolto diverse aziende con esperienza più che ventennale in area SAP, in termini di consulenza organizzativa, funzionale e tecnica, e nella realizzazione e gestione di sistemi di ERP. In seguito a tali operazioni, la struttura societaria risultante, al 31 luglio 2007, è la seguente:



Fonte: dati forniti dal management della Società

3.2 Descrizione dell'attività

Wel.Network, come menzionato precedentemente, svolge due attività principali, caratterizzate da fondamentali molto differenti:

- prestazione di servizi professionali, legati alla progettazione ed implementazione di sistemi informativi presso i clienti della Società;
- vendita di licenze software.

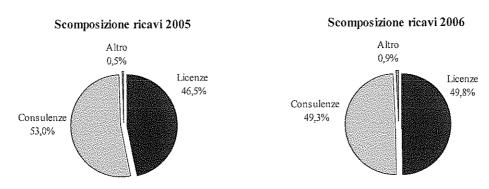
La prestazione di servizi consulenzali è focalizzata principalmente su sistemi ERP (in ambiente SAP, Oracle, Application, etc.), ma riguarda anche soluzioni di *system integration, data warehouse*, *business intelligence* e sicurezza dei sistemi informatici. Nell'ambito delle applicazioni SAP, i vantaggi competitivi sviluppati da Wel.Network riguardano in particolar modo i moduli relativi alle aree *human resources*, *business warehouse* e *strategic enterprise management*.

Le vendite di licenze software hanno riguardato principalmente le chiavi di accesso per il software "Artindex", vendute alla Cybermonde S.A. Poiché i contratti di fornitura prevedono sia il prezzo di

acquisto che quello di vendita dello stesso *software*, il margine di negoziazione di Wel.Network è determinato *ex ante*.

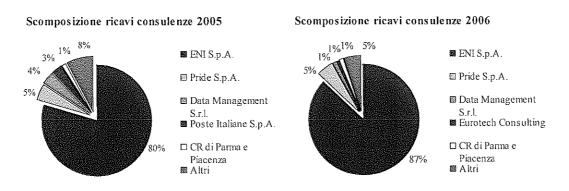
Le due attività svolte dalla Società contribuiscono alla redditività aziendale in maniera differente. In particolare, la marginalità dell'attività di consulenza si attesta su valori significativamente maggiori rispetto a quella relativa alla cessione di licenze *software*: infatti, mentre il margine da consulenze è tipicamente superiore al 25% del giro d'affari realizzato, il margine da cessione di licenze vale circa il 5%. La marginalità derivante dalle consulenze, inoltre, può ritenersi consolidata, in quanto essa trae origine da contratti pluriennali di prestazione di servizi professionali (tipicamente con estensione di due/tre anni, con possibilità di rinegoziazione entro l'anno successivo).

Di seguito si riporta il *breakdown* del fatturato della Società per il 2005 e il 2006:



Fonte: dati forniti dal management della Società

Infine, si riporta il *breakdown* per cliente del fatturato realizzato nella prestazione di consulenze per il 2005 e il 2006:



Fonte: dati forniti dal management della Società

Dall'analisi della scomposizione dei ricavi da consulenze per cliente, relativa agli ultimi due anni, si evince che il cliente più significativo è ENI S.p.A., che rappresenta in entrambi i periodi almeno.

1'80% del turnover. Le prestazioni verso ENI sono regolate da contratti pluriennali di fornitura che regolano le modalità di esecuzione degli interventi, e attribuiscono l'opzione - esercitabile dall'azienda cliente - di rinnovo alla scadenza. La Società sta attualmente sostenendo investimenti commerciali diretti ad ampliare la clientela e a diminuire la concentrazione dei ricavi su un unico cliente.

Per quanto riguarda la struttura operativa, Wel.Network conta circa 160 risorse, tra dipendenti e collaboratori dislocati nella sede legale di Piacenza e nelle sedi operative di Milano e Roma.



3.3 Analisi dei dati storici per il periodo 2004-2006

Per quanto riguarda l'andamento dei dati economici, si commentano di seguito le principali voci del periodo 2004-2006 e si riportano i dato consuntivi al 31 luglio 2007.

Conto economico (E/000)	2004	2005	2006	31-lug-07
Ricavi	18.447,8	20.966,4	21.504,6	6.254,5
Valore della produzione	18.447,8	20.966,4	21.504,6	6.254,5
Costi della produzione				
Materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	(46,7)	(54,1)	(41,1)	(50,1)
Costi per servizi	(11.605,2)	(14.024,5)	(13.781,9)	(1.789,0)
Costo del lavoro	(5.211,2)	(5.422,0)	(5.864,7)	(3.554,0)
Costi per godimento di beni di terzi	(129,2)	(179,2)	(180,1)	(125,5)
Altri costi operativi	(38,2)	(38,6)	(51,7)	(46,3)
Totale costi della produzione	(17.030,5)	(19.718,4)	(19.919,6)	(5.564,8)
Incidenza % sul fatturato	(92,3%)	(94,0%)	(92,6%)	(89,0%)
EBITDA	1.417,2	1.248,0	1.585,1	689,7
Incidenza % sul fatturato	7,7%	6,0%	7,4%	11,0%
Ammortamento immobilizzazioni materiali	(107,4)	(88,5)	(69,8)	(33,4)
Ammortamento immobilizzazioni immateriali	(553,2)	(266,3)	(265,5)	(154,0)
Svalutazioni	(10,0)	(40,0)	-	•
EBIT	746,6	853,2	1.249,7	502,2
Incidenza % sul fatturato	4,0%	4,1%	5,8%	8,0%
Oneri finanziari netti	(233,4)	(176,7)	(210,7)	(54,5)
Altri oneri/proventi	141,4	109,0	190,6	3,4
Reddito ante imposte	654,6	785,5	1.229,7	451,2
Incidenza % sul fatturato	3,5%	3,7%	5,7%	7,2%
Imposte	(651,5)	(690,3)	(832,7)	-370,0
Reddito netto	3,1	95,3	397,0	81,2

Fonte: dati forniti dal management della Società

I ricavi sono cresciuti nel periodo di osservazione con un CAGR dell'8%, passando da Euro 18,5 milioni nel 2004 a Euro 21,5 milioni circa nel 2006. In particolare, la crescita del fatturato ha interessato prevalentemente il 2005 (+ Euro 2,5 milioni), per effetto dell'incremento dei servizi professionali prestati ad ENI S.p.A.. Nel 2006, invece, il giro d'affari si è consolidato sui livelli dell'esercizio precedente.

Coerentemente con l'andamento del fatturato, i costi della produzione sono aumentati di circa Euro 3 milioni (in valore assoluto) nel triennio di osservazione, e tale incremento è avvenuto principalmente nel 2005 (+ Euro 2,7 milioni). All'interno dei costi della produzione, assumono particolare rilevanza le consulenze destinate alla rivendita, ovverossia quei costi sostenuti per l'acquisizione di prestazioni professionali da società terze, impiegate nelle commesse ottenute da Wel.Network. Tale voce di costo subisce una rilevante riduzione nel 2006, passando da Euro 3,7 milioni nel 2005 a Euro 2,4.

milioni nel 2006, per effetto della rinnovata strategia della Società, di privilegiare la maggiore marginalità ottenibile con l'impiego di risorse interne rispetto alla flessibilità derivante dal ricorso a risorse esterne. Al contempo, il costo del lavoro si accresce, passando da Euro 5,4 milioni nel 2005 a Euro 5,9 milioni nel 2006.

L'andamento altalenante del margine operativo lordo (o EBITDA) riflette le considerazioni effettuate precedentemente sull'andamento dei costi. L'*EBITDA margin* si è attestato mediamente al 7% nel periodo considerato.

Il reddito operativo, invece, ha mostrato un *trend* crescente nel periodo (passando da Euro 747 migliaia ad Euro 1.250 migliaia circa dal 2004 al 2006: CAGR del 29% circa), per effetto della dinamica dei costi non monetari, ed in particolare, degli ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali.

Di seguito si commentano le principali voci dello stato patrimoniale per il periodo 2004-2006 e si riportano i dati consuntivi al 31 luglio 2007.

Stato patrimoniale riclassificato (€/000)	2004	2005	2006	31-lug-07
Crediti commerciali	3.483,6	8.670,2	4.197,7	2.724,3
Altre attività operative correnti	1.789,2	740,9	743,5	188,9
Crediti commerciali infragruppo	532,7	846,8	551,0	456,6
Rimanenze	120,0	144,1	142,1	143,3
Debiti commerciali	(2.608,6)	(6.418,8)	(1.375,0)	(1.065,5)
Altre passività operative correnti	(2.261,8)	(1.872,9)	(1.551,4)	(1.935,4)
Capitale circolante netto operativo	1.055,1	2.110,2	2,707,8	512,3
TFR e altri fondi	(1.108,7)	(1.231,5)	(1.412,5)	(1.301,9)
Immobilizzazioni finanziarie	-	1,8	1,8	2,1
Immobilizzazioni materiali	208,0	167,6	126,4	128,0
Immobilizzazioni immateriali	3.995,4	3.505,1	3.260,6	3.108,7
Capitale fisso netto	4.203,5	3.674,6	3.388,8	3.238,8
CAPITALE INVESTITO NETTO	4.149,8	4,553,3	4.684,1	2.449,1

Fonte: dati forniti dal management della Società

Capitale circolante netto

Il capitale circolante netto mostra un *trend* crescente nel triennio 2004-2006, passando da Euro 1,1 milioni nel 2004 a Euro 2,7 milioni circa nel 2006.

L'assorbimento di cassa nel periodo considerato è dovuto alla riduzione più che proporzionale dei debiti commerciali rispetto ai crediti commerciali. Il significativo decremento delle voci relative ai crediti e ai debiti commerciali tra il 2005 e il 2006 segnala che i relativi importi iscritti nel 2005 non-



tenevano conto di una compensazione *pro soluto* tra posta di credito ed equivalente posta di debito per Euro 4,2 milioni.

Capitale immobilizzato

Per quanto riguarda il capitale fisso netto, si rileva la mera riduzione del valore contabile degli *asset* materiali ed immateriali, per effetto del maggior valore degli ammortamenti rispetto al valore dei nuovi investimenti.

Stato patrimoniale riclassificato (€/000)	2004	2005	2006	31-lug-07
Liquidità	(6,9)	(48,1)	(1,5)	(920,4)
Indebitamento bancario e assimilabili	2.729,8	2.825,8	2.673,5	1.534,6
Liquidità netta	2.722,9	2,777,7	2.672,0	614,2
Finanziamenti (oltre l'esercizio)	165,5	418,8	258,3	-
Posizione finanziaria netta	2.888,4	3.196,5	2.930,3	614,2
Capitale sociale	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0
Riserve	(241,6)	(238,5)	(143,3)	253,7
Utile (perdita) di periodo	3,1	95,3	397,0	81,2
Totale patrimonio netto	1.261,5	1.356,8	1.753,7	1.834,9
FONTI DI FINANZIAMENTO	4.149,8	4.553,3	4.684,1	2,449,1

Fonte: dati forniti dal management della Società

Indebitamento finanziario netto

La posizione finanziaria netta della Società oscilla fra Euro 2,9 e Euro 3,2 milioni nel triennio 2004-2006, principalmente per effetto della variazione dell'esposizione verso banche con scadenza oltre 12 mesi.

Patrimonio netto

Infine, il patrimonio netto nel periodo di osservazione si incrementa da Euro 1,3 milioni a Euro 1,8 milioni circa, unicamente per effetto della ritenzione degli utili, dal momento che non sono intercorse distribuzioni di dividendi nel 2005 e 2006.





3.4 Forecast economico per l'anno 2007

Il *Forecast* 2007 è stato costruito dal *management* della Società sulla base dei dati consuntivi al 30 settembre e prevedendo l'andamento dei 3 mesi rimanenti alla chiusura dell'esercizio.

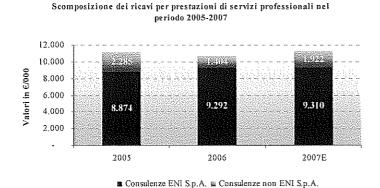
Conto economico (€/000)	20070
Prestazioni professionali	11.231,0
Prodotti	4.282,0
Valore della produzione	15.513,0
Totale costi della produzione	(13.917,1)
EBITDA	1.595,9
Incidenza % sul fatturato	10,3%
Ammortamento immobilizzazioni materiali	(70,7)
Ammortamento immobilizzazioni immateriali	(272,8)
EBIT	1.252,4
Incidenza % sul fatturato	8,1%
Oneri finanziari netti	(88,4)
Altri oneri/proventi	
Reddito ante imposte	1.163,9

Fonte: dati forniti dal management della Società

I ricavi del 2007 sono stati determinati ipotizzando un decremento del giro d'affari rispetto al 2006 di circa il 25%. Sia per motivi di *business* che di opportunità, la Società sta implementando una nuova strategia commerciale finalizzata al cambiamento del *mix* di vendita. In particolare, l'obiettivo che il *management* intende raggiungere è un incremento del peso relativo dei ricavi derivanti dalle vendite di prestazioni professionali, rispetto a quelli derivanti dalla vendita di prodotti *software* di terzi; i primi, infatti, garantiscono una marginalità superiore. La riduzione di fatturato rispetto agli anni precedenti, pertanto, secondo quanto previsto dal *management*, non porterà ad una riduzione della marginalità, che rimarrà pressochè invariata, in termini assoluti, rispetto al 2006. L'analisi dei dati consuntivi a settembre, inoltre, corrobora la realizzabilità degli obiettivi – di marginalità – per il 2007 previsti dal *management*.

Il Forecast 2007, inoltre, è stato predisposto dal management della Società ipotizzando un ridimensionamento del peso delle commesse legate ad ENI sul totale dei ricavi per prestazioni di servizi professionali. La Società, infatti, sta concentrando i propri sforzi commerciali nell'allargamento della base clienti ed in tal senso ha acquisito importanti incarichi con le Poste Italiane S.p.A., il Gruppo Pirelli, etc., che porteranno i loro frutti a partire dal 2008.

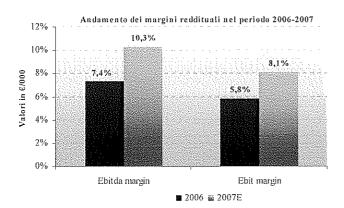
Di seguito si riporta la scomposizione dei ricavi per prestazioni di servizi professionali per il periodo 2005-2007, da cui si evince che tra il 2006 ed il 2007 l'incidenza percentuale del cliente ENI sul totale ricavi da consulenze è passata dall'87% all'82%.



Fonte: dati forniti dal management della Società

Per quanto riguarda i "costi totali della produzione", il management della Società ha ipotizzato una riduzione della loro incidenza percentuale sul fatturato, che passa dal 92% del 2006 al 90% del 2007. Tale obiettivo è dovuto principalmente alla riduzione del costo per le prestazioni di consulenza effettuate da terze parti direttamente presso i clienti della Società; il trend discendente è dovuto alla strategia di efficientamento messa in atto dalla Società, che privilegia una logica di maggiore marginalità rispetto alla flessibilità che si otterrebbe con un maggior ricorso a risorse esterne. L'incidenza percentuale dei costi della produzione sul fatturato a settembre, pari all'89%, conferma le previsioni del management per la chiusura dell'esercizio.

Nonostante la riduzione prevista del fatturato complessivo, l'andamento dei margini reddituali relativi all'Ebitda e all'Ebit migliora rispetto agli anni precedenti, attestandosi rispettivamente sul 10,3% e sull'8,1%.



Fonte: elaborazioni su dati forniti dal management della Società



Deloitte Financial Advisory Services S.)

4 PRINCIPI DI RIFERIMENTO PER LA VALUTAZIONE

L'articolo 2343 del Codice Civile richiede che l'Esperto nominato dal Tribunale predisponga una relazione di stima che includa la descrizione dei beni conferiti e l'attestazione che il loro valore sia almeno pari a quello ad esso attribuito ai fini della determinazione del valore nominale, aumentato dell'eventuale sovrapprezzo, delle azioni emesse a fronte del conferimento.

Nel caso specifico, come già accennato, oggetto della presente relazione è la stima del valore di n° 3.750 azioni, pari al 25% del capitale sociale di Wel.Network.

Il processo di valutazione seguito fornisce un valore di riferimento teorico d'azienda, per giungere a determinare il valore delle azioni che costituiscono il diritto di partecipazione all'azienda stessa. Il valore di scambio, o prezzo di un pacchetto azionario, dipende sia da stime economico-finanziarie di valori intrinseci, oggetto della nostra analisi, sia da valutazioni soggettive delle parti interessate, dalla loro forza contrattuale o da loro particolari attese ed interessi. La valutazione può essere influenzata da considerazioni soggettive solo limitatamente alla scelta di alcuni parametri tecnici, mentre non considera effetti delle sinergie derivanti dall'integrazione con Exprivia, né altri fattori aventi carattere negoziale quali: sconti di minoranza, premi di controllo o premi strategici. Va infatti rilevato che fattori di carattere strategico o negoziale non possono, per loro natura, essere quantificati tecnicamente in un procedimento di valutazione professionale d'azienda.

Nello svolgimento della valutazione sono stati seguiti i principi generali che devono ispirare le valutazioni svolte ai sensi dell'art. 2343 Cod. Civ., i quali possono essere così riepilogati:

- nell'ambito della valutazione dell'oggetto di conferimento, l'Esperto deve usare la dovuta prudenza. Ciò a motivo della finalità cautelativa di tale valutazione, ispirata alla tutela dell'integrità del capitale della conferitaria;
- l'Esperto deve tener conto di tutte le informazioni in suo possesso, provenienti sia da fonti interne ai soggetti che partecipano all'operazione sia da fonti esterne di mercato;
- per formulare il proprio giudizio di sintesi, l'Esperto può confrontare le risultanze della adozione del metodo prescelto (principale), con quelle derivanti dall'impiego di altri metodi (accessori o di confronto). Peraltro si ritiene che la composizione, o mediazione dei risultati derivanti dall'adozione di più metodi sia da evitare se dà luogo ad incoerenze o duplicazioni;

la valutazione deve essere eseguita in un'ottica "stand alone", cioè ipotizzando che la Società oggetto di valutazione continui ad operare in via autonoma, ossia con la configurazione strategica ed operativa esistente alla data di riferimento della valutazione.





5 CRITERI DI VALUTAZIONE

I criteri di valutazione d'azienda possono essere ricondotti alle seguenti categorie:

- criteri analitici;
- criteri di mercato.

5.1 Criteri analitici

Il processo di valutazione d'azienda o di un suo ramo comporta l'analisi e la valutazione del suo patrimonio, formato da beni e rapporti attivi e passivi, della sua capacità di reddito, dipendente dai beni e servizi offerti, della sua capacità di generare flussi finanziari, della qualità dell'organizzazione e delle risorse umane, nonché delle condizioni del mercato e della posizione competitiva dell'azienda.

In relazione a ciò, i diversi metodi analitici di valutazione dibattuti in dottrina ed adottati nella prassi premiano alternativamente il contenuto patrimoniale, reddituale o finanziario dell'azienda e si distinguono in metodi:

- finanziari;
- reddituali;
- patrimoniali;
- misti.

5.1.1 I metodi finanziari

I metodi finanziari si basano sull'assunto che un'impresa in funzionamento sia un investimento in atto e che, pertanto, la definizione del valore di un complesso aziendale sia definibile come un caso particolare dell'analisi economica degli investimenti. Secondo tali metodi, il valore di un'azienda è pari al valore dei flussi monetari complessivi disponibili, attualizzato applicando un tasso pari al costo medio ponderato del capitale, il quale riflette il grado di rischio dell'investimento.

5.1.2 I metodi reddituali

I metodi reddituali traggono spunto dalla valutazione della capacità reddituale dell'azienda o delle attività oggetto di valutazione. I presupposti teorici e lo sviluppo dell'analisi sono pertanto simili a

quelli descritti per i metodi finanziari, mentre il parametro di riferimento principale per le valutazioni non sarà rappresentato da un flusso di cassa ma da un flusso di reddito.

L'approccio prescinde dunque da considerazioni di natura prettamente finanziaria, dal momento che tiene conto delle previsioni di investimento dell'azienda, delle scelte in termini di finanziamento, delle politiche di ammortamento e di accantonamento e dell'andamento del capitale circolante solo nella misura in cui queste influiscono sull'entità del reddito netto atteso.

5.1.3 I metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali stimano il valore d'azienda principalmente in funzione dei livelli di patrimonializzazione.

5.1.4 Il metodo patrimoniale rettificato

Il metodo patrimoniale rettificato è adeguato nelle situazioni in cui la capacità reddituale non sia un parametro significativo, come per esempio avviene per complessi aziendali molto patrimonializzati, aziende *captive*, ad alta intensità di capitale o in fase di avvio.

In tale metodo il valore scaturisce dalla contrapposizione delle attività, opportunamente rivalutate, e delle passività. La valutazione delle attività può avvenire con diversi procedimenti, secondo la tipologia dei beni oggetto di analisi, del settore di appartenenza dell'azienda e delle caratteristiche tipiche dell'azienda stessa.

Nel caso in cui la valutazione delle attività e delle passività includa anche quella delle componenti immateriali, il metodo è definito metodo patrimoniale complesso.

5.1.5 I metodi misti

I metodi misti combinano le caratteristiche dei metodi patrimoniali e reddituali sopra descritti fornendo generalmente valori compresi fra quelli stimabili con le due metodologie indicate consentendo una stima autonoma dell'avviamento.

Considerato il diverso peso che i vari metodi di valutazione danno ai fattori patrimoniali ed economici e il peso e la volatilità delle previsioni di crescita, la tecnica professionale può produrre valori d'azienda diversi in funzione del variare del peso attribuito agli elementi presi in considerazione e delle assunzioni effettuate.

5.2 Criteri di mercato

I criteri di mercato sono basati sull'andamento dei mercati finanziari, sui giudizi di valore che essi implicitamente esprimono e sui prezzi di operazioni di acquisizione avvenute per aziende del

medesimo settore. Tali metodi si basano sul confronto tra le caratteristiche strutturali, finanziarie e reddituali della Società oggetto della valutazione e le analoghe caratteristiche presentate da un campione di società considerate comparabili, per le quali si disponga di notizie ed informazioni sufficienti.

5.2.1 Metodo dei multipli di Borsa

Il metodo valuta l'azienda con riferimento a quotazioni di Borsa di aziende operanti nello stesso settore della società oggetto di valutazione o a valori di mercato rilevabili attraverso l'analisi di operazioni di compravendita azionaria o altre operazioni di finanza straordinaria relativamente ad aziende comparabili.

Obiettivo di tale metodologia è il confronto fra l'azienda da valutare e aziende comparabili, cercando di stabilire, in rapporto al grado di comparabilità dell'azienda valutata con il campione di riferimento, parametri ragionevolmente utilizzabili per la società oggetto di valutazione.

A tal fine il prezzo pagato per il trasferimento di partecipazioni e/o il prezzo di Borsa di azioni delle società comparabili (capitalizzazione di Borsa) vengono rapportati a grandezze significative dell'attività dell'azienda, ottenendo un ambito di indicatori da applicare a tali grandezze. In genere, gli indicatori più frequentemente applicati sono i rapporti Enterprise Value/fatturato, Enterprise Value /EBITDA, Enterprise Value/reddito operativo, Equity Value /patrimonio.

5.2.2 Metodo delle quotazioni di Borsa

Il metodo delle quotazioni di Borsa esprime il valore d'azienda sulla base della capitalizzazione del titolo negoziato sul mercato borsistico. L'attendibilità dei risultati ottenuti da tale metodologia dipende essenzialmente dal periodo di osservazione dei prezzi, in quanto orizzonti temporali sufficientemente estesi consentono di depurare i corsi da eventuali fattori speculativi attinenti il titolo oggetto di valutazione o da congiunture di mercato contraddistinte da elevate fluttuazioni.





6 METODI DI VALUTAZIONE PRESCELTI

La scelta delle metodologie di valutazione applicate per la stima del valore di Wel.Network è stata effettuata tenendo conto delle finalità dell'operazione e delle caratteristiche operative della Società. Si è ritenuto opportuno, quindi, esprimerne il valore adottando come metodo principale la metodologia reddituale, nella versione *unlevered*. La scelta del metodo reddituale *unlevered* (di seguito definito "metodo reddituale") può essere ricondotta a molteplici ragioni. In primo luogo, tale metodologia è raccomandata dalla dottrina prevalente nel caso di aziende che operano in condizioni di stabilità (c.d. "steady state"), o in situazioni caratterizzate da una modesta intensità o ciclicità d'investimento. In tali fattispecie, il reddito sostenibile - o normalizzato - rappresenta una buona approssimazione del potenziale di generazione di cassa delle società oggetto di valutazione. In secondo luogo, tale metodo valorizza appieno l'attitudine dell'azienda a soddisfare le attese degli investitori a vario titolo, in termini di capacità di remunerazione del capitale investito.

Non è stato possibile applicare metodologie valutative basate sui flussi di cassa previsionali data la mancanza di informazioni prospettiche di natura economica e finanziaria. Inoltre, non è stata ritenuta congrua, in considerazione della natura del *business* oggetto di analisi, l'applicazione di metodologie valutative di tipo patrimoniale, le quali meglio si prestano a valorizzare realtà caratterizzate da un'elevata intensità di capitale.

Al metodo analitico è stato affiancato il metodo dei multipli di Borsa di società operanti nel medesimo settore. Tale metodo è stato adottato quale criterio di confronto alla luce dei limiti, più oltre esposti, legati all'effettiva comparabilità delle società quotate selezionate con la Società stessa.

Tenuto conto delle caratteristiche della Società, sono state pertanto selezionate le seguenti metodologie di valutazione ritenute applicabili dalla prassi professionale in contesti similari:

- metodo principale Metodo Reddituale *Unlevered*;
- metodo di confronto multipli di Borsa (quotazioni di Borsa).

I risultati ottenuti sono stati analizzati ed interpretati alla luce delle finalità dell'incarico, al fine della stima del valore attribuibile al 100% del capitale sociale della Società e della relativa quota del 25% oggetto di conferimento.

6.1 Metodo principale - Metodo Reddituale Unlevered

Descrizione del metodo

Il metodo reddituale *unlevered* individua il valore del capitale economico di un'azienda sulla base dei flussi di reddito "normali" prodotti dalla gestione operativa. In particolare, secondo tale metodologia, il valore del capitale economico di una società è pari alla somma dei seguenti elementi:

- valore attuale dei flussi di reddito operativo "normali", al netto delle relative imposte, prodotti dalla gestione in un periodo di tempo indefinito;
- valore di mercato di eventuali surplus assets non inerenti la gestione caratteristica o non considerati nella stima dei flussi di reddito operativi normali;
- indebitamento finanziario netto della società alla data di riferimento della valutazione.

L'espressione algebrica è la seguente:

$$\mathbf{W} = \left[\sum_{t=1}^{\infty} \mathbf{R}_{(t)} / WACC\right] + \mathbf{SA} - \mathbf{L}$$

dove:

W Valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione

 $\mathbf{R}_{(t)}$ Flussi reddituali *unlevered* netti di imposte

WACC Costo medio ponderato del capitale investito

SA Valore dei beni non strumentali ("surplus assets")

L Posizione finanziaria netta alla data di riferimento

Valore dei flussi reddituali unlevered (R(t))

Nel metodo in esame i flussi reddituali R(t) da attualizzare sono considerati nell'accezione *unlevered*, ossia i flussi annui di reddito resi disponibili dalla sola attività operativa dell'azienda, al lordo di tutte le componenti finanziarie quali, ad esempio, il pagamento di oneri finanziari. Essi

rappresentano, quindi, le risorse destinate alla remunerazione di tutti i portatori di mezzi finanziari nell'azienda, ossia gli azionisti ed i finanziatori a titolo di capitale di credito.

In particolare, i flussi reddituali *unlevered* R(t) corrispondono al NOPLAT (*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*), che vengono determinati come di seguito specificato:

EBIT (Earnings Before Interests and Taxes)

- (-) Imposte sul reddito operativo
- (=) NOPLAT

Tasso di attualizzazione (WACC)

I flussi individuati nel metodo reddituale *unlevered* sono quelli operativi, destinati alla remunerazione dei fornitori di capitali sia di rischio che di debito, netti di imposta. Il tasso di attualizzazione deve, quindi, essere rappresentativo del rendimento richiesto dai finanziatori della società e dai soci per impiegare i propri capitali nell'azienda; tale tasso è identificato con il costo medio ponderato del capitale (WACC= *Weighted Average Cost of Capital*), che si determina come segue:

WACC =
$$k_e \cdot \frac{E}{D+E} + k_d (1-t) \cdot \frac{D}{D+E}$$

dove:

ke = costo dei mezzi propri

kd = costo dei debiti finanziari (al netto dell'effetto fiscale)

E = capitale di rischio

D = indebitamento finanziario netto

71

Il costo dei mezzi propri (ke) è definito come il costo opportunità del capitale azionario dell'azienda, ossia il suo rendimento medio atteso. Ai fini della sua determinazione, la dottrina ha elaborato diversi modelli, tra cui il Capital Asset Pricing Model ("CAPM"), la cui formulazione è riportata di seguito:

$$ke = Rf + \beta (Rm - Rf)$$

dove:

Rf = rendimento di attività prive di rischio

(Rm - Rf) = premio di mercato per il rischio azionario β = coefficiente relativo al rischio "non diversificabile" (systematic risk)

Il costo del capitale di debito (kd*(1-t)) è pari al tasso medio sui debiti onerosi, al netto della fiscalità media effettiva "t" della società, applicata per tenere conto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

Al fine della determinazione della *struttura finanziaria* è possibile ricorrere a diversi approcci operativi:

- struttura finanziaria della società alla data di riferimento della valutazione espressa in termini di valori correnti di mercato, ipotizzando, quindi, implicitamente che nel lungo periodo la società si doterà di una struttura finanziaria analoga a quella corrente;
- struttura finanziaria prospettica della società, definibile in base a valori medi rilevati su un campione di società comparabili (nell'assunzione che, nel lungo periodo, la struttura finanziaria della società si allineerà a quella dei suoi *competitors*), oppure in base alla dinamica della struttura finanziaria della Società, prevista nel medio-lungo termine.

Il valore dei beni non strumentali (SA)

I *Surplus Assets* sono identificabili come le attività la cui ipotetica liquidazione alla data di riferimento della valutazione non viene giudicata compromettente la futura attività economica dell'impresa. Tali attività, normalmente caratterizzate da un profilo di rischio diverso da quello delle attività operative dell'azienda, devono essere valutate separatamente sulla base dei loro valori correnti di mercato.

Posizione finanziaria netta (L)

Al fine di ricondurre il valore operativo della società (eventualmente maggiorato del valore delle attività accessorie) al valore del capitale economico della stessa, è necessario sottrarre dal primo l'insieme delle risorse finanziarie che terzi finanziatori hanno investito a titolo di credito in azienda. Tale ammontare è rappresentato dall'indebitamento oneroso, al netto della liquidità alla data di riferimento della valutazione.

M

6.1.1 Applicazione del metodo reddituale unlevered

Determinazione dei flussi reddituali unlevered

Come anticipato nelle pagine precedenti, il reddito "normale" rappresenta il reddito che l'azienda presumibilmente conseguirà nei suoi esercizi futuri sulla base delle tendenze di redditività consolidatesi nel passato e delle previsioni che scaturiscono dagli obiettivi di sviluppo di mediolungo termine. Per reddito "normale" si intende inoltre un reddito depurato dai proventi ed oneri estranei alla gestione caratteristica ed espressione di politiche di bilancio non idonee al fine di una corretta rappresentazione dei risultati conseguiti (ad esempio, le poste di natura fiscale).

Nella fattispecie, le grandezze di riferimento utilizzate ai fini della valutazione di Wel.Network sono i risultati operativi conseguiti nel periodo 2004-2006 e il risultato atteso nel 2007:

- reddito operativo normalizzato al 31 dicembre 2004;
- reddito operativo normalizzato al 31 dicembre 2005;
- reddito operativo normalizzato al 31 dicembre 2006;
- reddito operativo desunto dal Forecast 2007.

Ai fini della determinazione del flusso reddituale operativo normalizzato è stato preso come riferimento il reddito previsto per l'anno 2007. La scelta di ricondurre la redditività prospettica ai risultati che il management si è prefisso di raggiungere nel 2007 è riconducibile alla modificazione del mix di vendita in atto. Infatti, a partire dal 2007 la Società ha deciso di puntare sullo sviluppo dei ricavi da prestazioni consulenziali, che garantiscono una marginalità superiore. Tale orientamento, avendo una valenza strategica, è destinato a perdurare nel tempo. In considerazione di quanto premesso, i risultati economici conseguiti negli anni precedenti non sono rappresentativi della prevedibile evoluzione del business della Società, e pertanto non contribuiscono alla determinazione del reddito operativo normale prospettico.

Inoltre, al fine di rendere monetariamente comparabili i redditi operativi normalizzati con quello alla data di riferimento, i risultati 2005 e 2006 sono stati rettificati attraverso opportuni coefficienti rappresentativi del tasso di inflazione; il risultato previsto per il 2007, invece, non è stato rettificato in quanto già espresso in termini di potere d'acquisto 2007.

Di seguito si riportano i redditi operativi della Società calcolati così come descritto:

Valori in 6/000

Normalizzazioni reddituale	2004	2005	2006	2007E
EBITDA	1.417	1.248	1.585	1.596
Ammortamenti imm.ni materiali Ammortamenti imm.ni immateriali Accantonamenti	(107) (553) (10)	(89) (266) (40)	(70) (266) 0	(71) (273) 0
EBIT	747	853	1.250	1.252
Normalizzazioni EBIT:	199	199	199	199
Storno ammort.to avv.to	199	199	199	199
EBIT "normale" corrente	945	1.052	1.449	1.451
Imposte	(574)	(622)	(789)	(801)
NOPLAT "normale" corrente	372	430	660	650
Rettifica inflazione	1,06	1,04	1,02	1,00
NOPLAT "normale" costante	395	447	673	650

Fonte: elaborazioni su dati del management di Wel.Network

Di seguito si riportano le normalizzazioni effettuate sui redditi operativi relativi al periodo 2004-2007:

"ammortamento dell'avviamento": l'avviamento iscritto in bilancio si riferisce ai disavanzi di fusione generatisi nel 2000, a seguito della fusione di Nikros S.r.l. in Easy D.B. 2000 S.r.l. (che ha successivamente cambiato denominazione in Nikros S.r.l.) e nel 2003, a seguito di quella di Nikros S.r.l., HR Consulting S.r.l. ed EBI S.r.l. in Wel.Network. La voce relativa all'ammortamento non è stata considerata ai fini della determinazione del reddito operativo "normale" che la Società sarà in grado di esprimere in futuro, in quanto l'avviamento ha una natura straordinaria ed è destinato ad esaurire i suoi effetti con il completamento del periodo di ammortamento.

Non è stata effettuata alcuna rettifica al reddito operativo con riguardo agli accantonamenti al fondo svalutazione crediti, in quanto non sono state rilevate situazioni tali da ritenere lo stesso non congruo.

Relativamente alle altre voci patrimoniali, non è stata apportata alcuna rettifica sui redditi operativi, dal momento che non sono emerse evidenze tali da aggiungere o modificare sostanzialmente i risultati conseguiti e/o previsti.

7

Ai fini della determinazione del NOPLAT, sono state calcolate le imposte figurative sull'EBIT (IRES e IRAP) utilizzando l'aliquota teorica. Sono state applicate le aliquote vigenti per il 2007, prescindendo dalle proposte di modifica della tassazione, contenute nel Disegno di legge Finanziaria 2008.

Tasso di attualizzazione

Il tasso assunto per l'attualizzazione dei redditi operativi è rappresentato dal WACC.

Nell'ambito del calcolo del WACC, il costo dei mezzi propri è stato determinato in base al modello del CAPM, sulla base delle componenti di seguito descritte:

Tasso di rendimento privo di rischio

Il tasso di rendimento privo di rischio, pari al 4,69%, è stato stimato sulla base del tasso di rendimento effettivo lordo dei titoli privi di rischio dell'Area Euro, con scadenza a 30 anni, sulla base dell'osservazione dell'andamento degli ultimi 12 mesi (Fonte: Bloomberg Professionals, 25 ottobre 2007).

Premio di mercato per il rischio azionario

E' stato adottato un premio di mercato per il rischio azionario, riferito all'Italia, pari al 5,66% (Fonte: A. Damodaran, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/).

Beta

Il coefficiente Beta esprime il grado di rischio dell'investimento in un determinato titolo azionario rispetto alla rischiosità osservata nel mercato borsistico di riferimento. L'osservazione delle volatilità medie di società operanti nel settore dell'Information Technology, specializzate nella prestazione di servizi professionali erogati sugli applicativi SAP, evidenzia un coefficiente Beta levered medio pari a circa 0,73 (Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg). Ai fini della determinazione del Beta è stato utilizzato il medesimo panel di società comparabili selezionato nell'ambito dell'applicazione del metodo dei multipli di Borsa.

Sulla base dei parametri sopra indicati, il costo dei mezzi propri è stato quindi stimato pari a 8,84%.



Rapporto mezzi di terzi/mezzi propri e di terzi

Il WACC è stato determinato utilizzando il rapporto di indebitamento medio del settore per allineare la struttura finanziaria della Società con quella obiettivo delle società comparabili che operano nello stesso settore.

Costo del capitale di terzi

Il costo del capitale di terzi ante imposte, determinato sulla base dell'effettivo costo dei mezzi di terzi per Wel.Network, è pari al 4,62% circa.

Il costo medio ponderato del capitale, determinato sulla base dei parametri esposti in precedenza, è pari a circa l' 8,64% come riportato nella tabella seguente:

WACC	
Risk free	4,69%
Premio per il rischio azionario	5,66%
Beta levered	0,73
Costo del capitale proprio (K _e)	8,84%
Costo del debito	6,90%
Tax rate	33,00%
Costo del debito netto (K _d)	4,62%
PFN / (PFN+Equity)	4,65%
Equity / (PFN+Equity)	95,35%
WACC	8,64%

Fonte: elaborazioni su dati di Bloomberg Professional





6.1.2 Valore operativo della Società (Enterprise Value)

La capitalizzazione illimitata del NOPLAT "normale" di Wel.Network definisce il cosiddetto *Enterprise Value*, ossia il valore attribuibile alla Società in assenza di posizione finanziaria (creditoria o debitoria), e di attività o passività non direttamente afferenti la gestione caratteristica (*surplus/minus asset*). La capitalizzazione perpetua è stata effettuata ad un tasso che incorpora il WACC, individuato come sopra, ed una crescita nominale di lungo periodo (g), stimata pari al 3% in considerazione delle caratteristiche della Società e dello stadio di evoluzione del settore di appartenenza. In particolare, tale scelta è supportata dall'analisi della dinamica di sviluppo del comparto dei sistemi ERP, che, come mostrato nella sezione 3, risulta essere il segmento con maggiori potenzialità di crescita.

Valori in €/000

Enterprise Value	
NOPLAT 2007	650
Tasso di crescita (g)	3,00%
NOPLAT prospettico	669
WACC	8,64%
Enterprise Value	11.866

Fonte: elaborazioni su dati forniti dal management della Società

6.1.3 Posizione Finanziaria Netta

La posizione finanziaria netta della Società si riferisce all'indebitamento finanziario esistente al 31 luglio 2007, pari ad Euro 614 migliaia.

6.1.4 Considerazione del debito per TFR successivo al 31 dicembre 2006

Ai sensi del D.lgs. 5 dicembre 2005 n. 252, della Legge 27 dicembre 2006 n. 296 e del Decreto interministeriale di attuazione della Legge Finanziaria del 30 gennaio 2007, gli accantonamenti al fondo TFR, a partire dall'1 gennaio 2007, verranno versati dalle aziende a fondi pensionistici complementari privati o a un fondo di previdenza costituito presso l'INPS. Di conseguenza il fondo TFR maturato al 31 dicembre 2006, non essendo alimentato da ulteriori accantonamenti, ad eccezione della rivalutazione annua di legge, evidenzierà una dinamica decrescente in funzione del turnover del personale dipendente. Nella fattispecie, è stato ipotizzato un utilizzo del fondo TFR al 31 luglio 2007 nell'arco di un periodo di 20 anni.



Va infine rilevato che la componente di rivalutazione monetaria annua del TFR non è stata considerata in sede di normalizzazione del reddito, data la trascurabilità di tale posta.

La tabella seguente evidenzia la stima del fondo TFR, alla data della valutazione, ai fini della determinazione dell'*Equity Value* della Società:

Valori in €/000

Debito TER	
Debito TFR al 31 luglio 2007	(1.266)
Rivalutazione cumulata del debito TFR	(48)
Saldo del debito TFR da liquidare	(1.314)
Costo del debito*	6,90%
Valore attuale del debito TFR	(875)

^{*} Il costo del debito è pari all'EURIBOR 3m + 150 b.p.

Fonte: elaborazioni su dati forniti dal management della Società

6.1.5 Surplus Assets

Il considerazione della deducibilità fiscale degli ammortamenti dell'avviamento iscritto nel bilancio della Società, la presente valutazione tiene in considerazione il valore economico del relativo scudo fiscale generato nel tempo (tax asset).

In particolare, l'avviamento contabilizzato si riferisce al disavanzo di fusione generatosi dalla fusione di Nikros S.r.l. in Easy D.B. 2000 S.r.l. (che ha poi cambiato denominazione sociale in Nikros S.r.l.), realizzata nel 2000, e dalla fusione di Nikros S.r.l., HR Consulting S.r.l. ed EBI S.r.l. in Wel.Network S.p.A., che ha avuto luogo nel 2003. Ai fini della determinazione del *tax asset*, i benefici d'imposta (IRES e IRAP) sono stati stimati sulla base della vita residua, ipotizzando, in ottemperanza a quanto disposto dalla Legge Finanziaria del 2006, un periodo di ammortamento fiscale di 18 anni. I benefici fiscali così determinati sono stati attualizzati utilizzando il WACC. Il valore del *tax asset* così stimato è pari a circa Euro 1,4 milioni.

	Quota amm.to avviamento	Periodo residuo	Tax rate	Beneficio fiscale annuale	Tasso di sconto	Tax asset
Fusione ₂₀₀₀	77	12	27.050/	29	8,64%	210
Fusione ₂₀₀₃	150	15	37,25%	56	8,0476	1,232
Tax asset totale						1.443

Fonte: elaborazioni su dati forniti dal management della Società



6.1.6 Valore della Società

Il valore attribuibile al 100% del capitale sociale di Wel.Network è pari a circa Euro 11,8 milioni.

Valori in €/000

Equity Value	
Enterprise Value	11.866
Posizione Finanziaria Netta	(614)
Valore attuale del debito TFR	(875)
Tax asset	1.443
Equity Value (100%)	11.820

Fonte: elaborazioni su dati forniti dal management della Società

Il valore attribuibile al 25% del capitale sociale di Wel.Network, determinato sulla base del metodo reddituale *unlevered*, è pari a circa **Euro 3,0 milioni**.

Valori in E/000

Applicazione del Metodo Reddituale Unlever	œd
Equity Value 100%	11.820
Quota oggetto di conferimento	25%
Valore della quota	2.955

Fonte: elaborazioni su dati forniti dal management della Società

Il valore rappresentativo del 25% del capitale sociale di Wel.Network non è stato rettificato per eventuali sconti di minoranza, rientrando il conferimento in una più ampia operazione, avente come fine ultimo l'acquisto della totalità del capitale sociale della Società.

6.1.7 Sensitivity Analysis

Il costo dei mezzi propri è stata ritenuta la variabile maggiormente in grado di influenzare il valore della Società.

Su tale parametro è stata pertanto condotta un'analisi di sensibilità sul valore del 100% del capitale sociale, e quindi su quello della quota del 25%, al fine di stimare un congruo intervallo di valori in funzione di scenari alternativi di rischio.

I risultati di tale analisi sono sinteticamente riepilogati nella tabella che segue:

Valore del 100%

Valore del 25%

Tasso di cres	scita (g)
11.820	3,00%
8,39%	12.370
8,52%	12.089
8,64%	11.820
8,77%	11.562
8,89%	11.316
	11.820 8,39% 8,52% 8,64%

	Tasso di c	crescita (g)
	2.955	3,00%
	8,39%	3.093
\mathcal{S}	8,52%	3.022
WACC	8,64%	2,955
	8,77%	2.891
	8,89%	2.829

Fonte: elaborazioni su dati forniti dal management della Società

Sulla base delle analisi svolte con il metodo reddituale *unlevered*, ed avuto riguardo alle specifiche finalità della presente valutazione, il valore del 100% del capitale sociale della Società e della relativa quota del 25% può, quindi, essere stimato all'interno di un intervallo compreso fra riaspettivamente:

- Euro 11,3 milioni ed Euro 12,4 milioni; ed
- Euro 2,8 milioni ed Euro 3,1 milioni.

6.2 Metodo di confronto - multipli di Borsa

Al fine di ottenere indicazioni circa la ragionevolezza della stima del valore della Società, ottenuta attraverso il metodo reddituale *unlevered*, è stata sviluppata l'analisi dei multipli di Borsa di società quotate.

6.2.1 Descrizione del metodo dei multipli di Borsa

Il metodo dei multipli di Borsa (o dei *comparables*) consiste nell'identificare appropriati multipli (o coefficienti moltiplicativi) desunti dall'osservazione di un campione di società comparabili, da applicare ai valori economico/patrimoniali dell'azienda oggetto di valutazione al fine di ottenere il valore di mercato dell'azienda stessa.



L'analisi è stata sviluppata attraverso le seguenti fasi:

- selezione e analisi di un campione di società comparabili;
- identificazione dei parametri rilevanti espressivi del valore dell'azienda valutata;

- identificazione dei prezzi rappresentativi dei titoli azionari;
- calcolo dei multipli (coefficienti moltiplicativi);
- applicazione dei multipli agli indicatori economico/patrimoniali della Società oggetto di valutazione.

Sono state selezionate alcune società operanti nel settore dell'*Information Technology*, specializzate nella prestazione di servizi professionali erogati sugli applicativi SAP. Nell'Allegato 1 si riporta una breve descrizione dell'attività ed il *trend* dei corsi di Borsa delle società identificate.

6.2.2 Le società comparabili (comparables)

Sono state selezionate alcune società che operano nel settore dell'*Information Technology*, specializzate nella prestazione di servizi professionali erogati sugli applicativi SAP. La tabella seguente riporta una breve descrizione delle società selezionate e i principali elementi considerati nel formulare il grado di comparabilità con Wel.Network.

Società	Paese	Settore	Area di business	Dipendenti Dati 2006		Fatturato	Ebitda Margia
Reply S.p.A.	Italia	E-Services/Consulting	Tecnologie 33%; Applicazioni 56%; Processi 11%	1.925	173,3	221,9	14,4%
Engineering Ingegneria S.p.A.	Italia	E-Services/Consulting	System integration 50%; Consulenza 13%; Outsourcing 25%; Software 12%	3,869	421,4	410,2	15,3%
CAD IT S.p.A.	Italia	Applications Software	Finanza 91%; Manufacturing 9%	630	81,5	47,7	19,0%
Cegid Group	Francia	Enterprise Software/Serv.	Licenze 40%; Hardware 12%; Contratti ricorrenti 45% Altro 3%	2.060	294,1	228,2	20,8%
Sopra Group	Francia	Computer Services	System integration 82%; Consulenza 5%; Altro 13%	9.910	699,5	897,7	9,7%

Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg Professional

Dall'analisi svolta si è riscontrato che, sebbene le società selezionate svolgano attività in settori diversificati, esse operano principalmente nel segmento della prestazione di servizi professionali erogati sugli applicativi SAP.

6.2.3 I multipli

La valutazione di Wel.Network è stata svolta sulla base del multiplo dell'EBITDA, in quanto tale multiplo apprezza fattori quali dimensione, lo standing di mercato e la marginalità operațivat

 γ

dell'attività oggetto di valutazione, riducendo l'impatto delle distorsioni riconducibili alle politiche di bilancio riferite agli ammortamenti.

Al fine di superare la variabilità tipica del breve termine e la ridotta attendibilità dei corsi di Borsa, per la presenza di eventuali componenti congiunturali e speculative, dottrina e prassi prevalenti suggeriscono di identificare un periodo di riferimento per la determinazione dei multipli sufficientemente esteso. Si è, quindi, ritenuto opportuno considerare i multipli con riferimento al valore mediano delle quotazioni dei *comparables* degli ultimi 90 giorni di negoziazione di mercato a partire dal 25 ottobre 2007.

Il multiplo selezionato è quindi pari alla mediana dei multipli *Enterprise Value* / EBITDA delle aziende *comparables*.

6.2.4 Applicazione del metodo dei multipli di Borsa

Il multiplo *Enterprise Value* / EBITDA, determinato secondo i criteri illustrati in precedenza, pari a **7,6x**, è stato applicato all'EBITDA 2007 normalizzato sulla base delle considerazioni effettuate in precedenza, pari a circa **Euro 1,6 milioni**.

Il risultato della valutazione effettuata applicando il metodo dei moltiplicatori di mercato è quindi pari a circa Euro 12,1 milioni come riportato nella tabella seguente.

Valori in €/000

Società	Ebitda Multiple 2007
Reply S.p.A.	6,0x
Engineering Ingegneria S.p.A	6,6x
Cad It S.p.A.	7,6x
Cegid Group	8,2x
Sopra Group	8,3x
Massimo	8,3x
Media	7,3x
Mediana	7,6x
Minimo	6,0x
Ebitda "normale"	1.596
Ebitda multiple	7,6x
Enterprise Value	12.128

Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg Professional

All'*Enterprise Value* determinato come sopra, al fine di stimare il valore della Società, sono stati sommati il TFR e la Posizione Finanziaria Netta alla data di riferimento della valutazione.

All'Equity Value così ottenuto è stato applicato uno sconto di liquidabilità del 10% (fonte: L. Guatri, M. Bini, 2005, "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende"), in quanto i valori ottenuti dal

campione di società comparabili si riferiscono a prezzi di Borsa; lo sconto riflette la minor liquidabilità della Società rispetto ai titoli delle società comparabili.

La valutazione della Società, attraverso il metodo dei multipli di Borsa, conduce pertanto ai valori riportati di seguito:

Valori in €/000

Metodo dei multipli di Borsa	
Enterprise Value	12.128
TFR	(875)
Posizione Finanziaria Netta	(614)
Tax asset	1.443
Equity Value	12.082
Sconto di Liquidità	10%
Equity Value	10.874

Fonte: elaborazioni su dati forniti dal management della Società

Il valore attribuibile al 100% di Wel.Network, risultante dall'applicazione del metodo dei multipli di Borsa, è stimato in circa Euro 10,9 milioni.

Il valore attribuibile al 25% del capitale sociale di Wel.Network è pertanto pari a circa Euro 2,7 milioni.

Valori in €/000

Metodo dei multipli di Borsa	
Equity Value 100%	10.874
Quota oggetto di conferimento	25,00%
Valore della quota	2.718

Fonte: elaborazioni su dati forniti dal management della Società





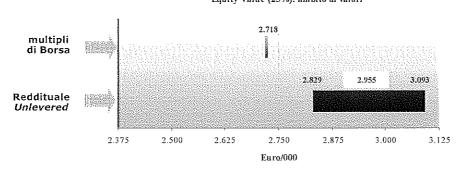
6.3 Ambito di valori della Società

L'indicazione dei valori fornita dal metodo dei multipli di Borsa conferma sostanzialmente la stima del valore intrinseco derivante dall'applicazione del metodo reddituale. A tale riguardo, tuttavia, si ritiene opportuno rilevare che il confronto con i valori risultanti dal metodo dei multipli di Borsa non può prescindere da considerazioni relative all'andamento dei mercati azionari di riferimento e dal peso dei *comparables* scelti all'interno dei propri mercati di riferimento.

Pur tenendo conto di tali limitazioni, i risultati derivanti dall'applicazione del metodo dei multipli di Borsa costituiscono un elemento di conforto circa la ragionevolezza della stima ottenuta attraverso il metodo principale.

Pertanto, verificato che i risultati ottenuti attraverso l'applicazione del metodo dei multipli di Borsa non si discosta da quelli ottenuti con il metodo principale, l'ambito di valori attribuibile alla Società può essere fatto coincidere con l'intervallo di valori derivanti dall'applicazione del metodo reddituale.

Sulla base delle precedenti considerazioni circa la metodologia di valutazione prescelta, ed avuto riguardo all'opportunità di adottare criteri di valutazione cautelativi per le finalità di cui all' art. 2343 del Codice Civile, il valore del 25% della Società può dunque essere stimato pari ad Euro 3,0 milioni, valore centrale dell'intervallo identificato con il metodo reddituale.



Equity Value (25%): ambito di valori

Si evidenzia che, sia il valore inferiore dell'intervallo identificato con l'applicazione del metodo reddituale che il valore identificato con l'applicazione del metodo dei multipli di Borsa, conducono ad un valore della partecipazione oggetto di conferimento comunque superiore al valore dell'aumento di capitale di Exprivia da liberarsi a fronte del conferimento.

CONCLUSIONI

6.1 Valore della partecipazione oggetto di conferimento

Con riferimento alla natura ed alle finalità dell'incarico, enunciate nella precedente Sezione 2.2 della presente relazione, nonché sulla base della documentazione di riferimento indicata nella precedente Sezione 2.4 e dei criteri metodologici illustrati nelle pagine precedenti, abbiamo proceduto alla stima del valore della partecipazione di Wel.Network oggetto di conferimento in Exprivia.

Si sottolinea che i valori individuati, in virtù delle citate esigenze cautelative imposte dalla natura dell'incarico ricevuto, devono essere interpretati e utilizzati solo per le finalità cui è ispirato l'art. 2343 del Codice Civile. Inoltre si rileva che il valore individuato, in quanto in parte basato su dati di natura previsionale, dipende dall'effettivo realizzarsi delle ipotesi e delle assunzioni sottostanti tali dati.

Tutto ciò premesso, si ritiene che il valore del 25% del capitale sociale, oggetto di conferimento da parte di Wel.Network a favore di Exprivia, come descritto nella relazione, possa essere stimato in Euro 3,0 milioni.

6.2 Attestazione richiesta dall'art. 2343 del Codice Civile

Tutto ciò premesso, il sottoscritto Elio Milantoni, ai sensi dell'art. 2343 del Codice Civile, attesta che il valore attribuito alle 3.750 azioni di Wel.Network, pari al 25% del capitale sociale della stessa, è almeno pari al valore nominale, aumentato del sovrapprezzo, delle azioni di Exprivia da emettersi a fronte del conferimento, pari ad Euro 2.375.000,00.

DELOITTE FINANCIAL ADVISORY SERVICES S.p.A.

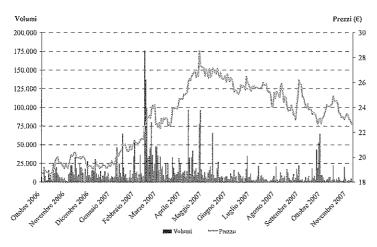
Elio Milantoni

Socio

Milano, 13 novembre 2007

ALLEGATO 1 – SOCIETA' COMPARABILI QUOTATE

Reply S.p.A. (ITA)

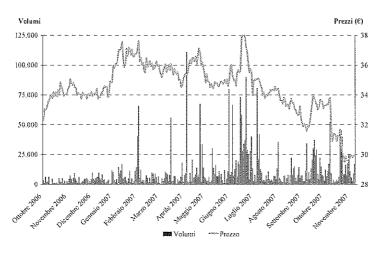


Reply è una società di consulenza, system integration e application management, attiva nella progettazione e nell'implementazione di soluzioni basate sui nuovi canali di comunicazione ed i media digitali.

Reply declina la propria offerta di servizi in tre ambiti di competenza: processi, applicazioni e tecnologie.

Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg Professional

Engineering Ingegneria Informatica S.p.A. (ITA)



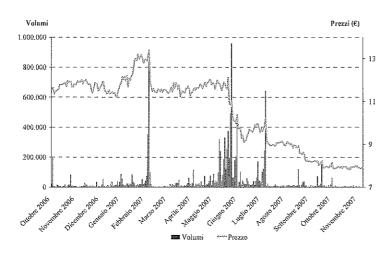
 $Fonte:\ elaborazioni\ su\ dati\ Bloomberg\ Professional$

Engineering ha una quota di circa il del mercato italiano tecnologie e dei servizi IT. I suoi core business sono la system e business integration e l'outsourcing. L'offerta è rivolta a grandi clienti e organizzazioni complesse pubbliche private, impegnate nel cambiamento di strutture, processi e strategie.





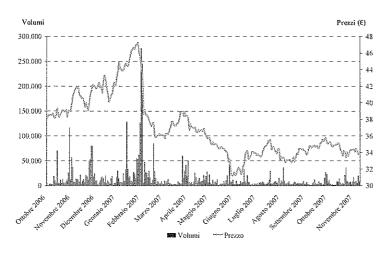
CAD IT S.p.A. (ITA)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg Professional

CAD IT si rivolge al mercato bancario-assicurativo, al mondo dell'impresa e della pubblica amministrazione, offrendo soluzioni software, attività di manutenzione, personalizzazione, integrazione ed altri servizi correlati, dall'application management all'outsourcing, dalla consulenza alla formazione.

Cegid Group (FRA)



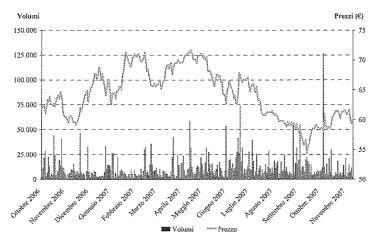
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg Professional



Il Gruppo Cegid è attivo nel mercato IT, attraverso l'offerta di software di Enterprise Resource Planning dedicati alle diverse funzioni aziendali, nonché attraverso applicativi "verticali", ossia realizzati per soddisfare le esigenze di diversi settori industriali. Inoltre, Cegid offre sistemi di management IT information soluzioni e specificamente indirizzate alle piccole imprese.



Sopra Group Ltd (FRA)



Sopra Group offre servizi consulenziali in ambito IT, systems e solutions integration, business intelligence, application management e manutenzione di sistemi informativi.

In particolare, nell'ambito degli applicativi ERP, Sopra ha competenze distintive sulle piattaforme Oracle, SAP, QAD, Microsoft Dinamics e Intentia.

Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg Professional





N. 43806 del Repertorio

VERBALE DI ASSEVERAZIONE

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemilasette, il giorno tredici del mese di novembre, in Milano, avanti a me Dott. Carlo Munafò, Notaio in Saronno, iscritto nel Collegio Notarile dei Distretti Riuniti di Milano, Busto Arsizio, Lodi, Monza e Varese, in corso lagnita n. 37

E' PRESENTE

- MILANTONI ELIO, nato a Lanciano il 27 dicembre 1965, domiciliato in Milano, via Tortona n. 25, codice fiscale MLN LEI
65T27 E435D, nella qualità di speciale procuratore della società "Deloitte Financial Advisory Services S.p.A.", con sede
legale in Milano, Via Tortona 25, codice fiscale e numero di
iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano
03644260964, giusta procura conferita dal Presidente e Legale
Rappresentante, James Reid Noble, nato a Kilmarnock (UK), l'11
novembre 1952, domiciliato presso la sede, in forza dei poteri
conferitigli dal Consiglio di Amministrazione della Società
con delibera assunta in data 5 dicembre 2005; detta procura è
stata autenticata nelle firma dal Notaio D. Acquarone di Milano del 16.12.2005, ivi registrata il 29.12.2005.

Il comparente, della cui identità personale io Notaio sono certo, mi presenta la perizia che precede chiedendomi di asseverarla con giuramento.

Quindi deferisco il giuramento al comparente, previa ammoni-

zione da me notaio effettuata alla stessa sulle conseguenze delle dichiarazioni mendaci o reticenti e sull'obbligo di di-chiarare la verità.

Il comparente presta quindi il giuramento, pronunziando le parole: "Giuro di aver bene e fedelmente adempiuto all'incarico
ricevuto, e quindi redatto la perizia sopra riportata, al solo
scopo di far conoscere la verità".

Richiesto io Notaio ricevo quest'atto da me letto al comparente che l'approva. Quest'atto è scritto da me Notaio, su due pagine di due fogli

Mo Nlows J