

Milano, 1° agosto 2013

Bioera S.p.A.

Via Palestro n. 6

20122 Milano

Anticipata via e-mail

Alla cortese attenzione del Consiglio di Amministrazione

Oggetto: *Nota Esplicativa/Addendum alla Fairness Opinion del 26 luglio 2013 in merito al valore economico di Visibilia S.r.l.*

Egregi Signori,

con la presente faccio seguito a quanto richiestomi dal Collegio Sindacale di Bioera S.p.A. (di seguito "**Bioera**") in occasione del mio intervento nella seduta consiliare del 29 luglio u.s. nel corso della quale codesto Consiglio di Amministrazione ha approvato l'operazione di aumento di capitale riservato che Visibilia S.r.l. (di seguito "**Visibilia**") effettuerà a favore di Bioera e in relazione alla quale ho rilasciato, in qualità di consulente indipendente, una *fairness opinion* (di seguito la "**Relazione**") in relazione al valore economico di Visibilia.

In particolare, alla luce delle argomentazioni condivise in sede consiliare, vogliate di seguito trovare ulteriori approfondimenti in relazione ai seguenti temi:

- 1) il dettaglio delle voci che hanno concorso al calcolo della Posizione Finanziaria Netta (PFN) di Visibilia;
- 2) l'elenco delle società quotate componenti il campione selezionato per le analisi condotte ai fini della eventuale applicazione del metodo dei multipli di mercato (*i.e.*: comparables) quale metodologia empirica di confronto rispetto alla valutazione fondamentale (basata sul metodo DCF);
- 3) elementi di approfondimento in relazione alla procedura prudenziale di rettifica di talune poste relative all'attivo circolante.



1. Calcolo della Posizione Finanziaria Netta di Visibilia

Sotto il profilo economico - patrimoniale, la *fairness opinion* si basa sull'analisi della situazione al 31 dicembre 2012, come risulta dai documenti di bilancio, a cui hanno fatto seguito le analisi relative alle evoluzioni successive aggiornate al 31 maggio 2013, data della Situazione Patrimoniale più recente disponibile.

Tanto premesso, nella tabella che segue sono dettagliate le voci che hanno concorso al calcolo della Posizione Finanziaria Netta di Visibilia al 31 maggio 2013 comparate con la situazione al 31 dicembre 2012, con l'indicazione, al fine di consentire un più agevole confronto con i dati dell'ultimo bilancio di esercizio approvato dalla società, il valore delle medesime voci alla data del 31 dicembre 2012:

Posizione finanziaria netta (PFN)	31-dic-12	31-mag-13
Debito vs Banche c/ Anticipi (+)	8.445.928	7.701.395
Debiti vs Banche a medio termine (+)	6.219.181	5.434.931
Disponibilità liquide (-)	-238.096	-175.441
Totale PFN	14.427.013	12.960.885

Al riguardo, peraltro, come già debitamente evidenziato nella Relazione, e al fine di dare una rappresentazione direttamente correlata alle attività operative, si precisa che il *management* della Società non ha ricompreso nel calcolo della Posizione Finanziaria Netta il valore del credito finanziario, iscritto nella Situazione Patrimoniale al 31 maggio 2013 e pari a Euro 2.450.000, che Visibilia vanta nei confronti della propria partecipata D1 Partecipazioni S.r.l., valore che ha permesso a quest'ultima l'acquisto di un pacchetto rilevante di azioni di Bioera (circa il 15%).

Detto credito è stato comunque assunto nella stima dallo scrivente ed evidenziato a *latere* alla stregua di un surplus asset.

2. Elenco delle società comparabili ai fini delle analisi di confronto

Nella Relazione lo scrivente ha dato atto, sotto il profilo metodologico, di aver eseguito un test di verifica del processo di valutazione al fine di sottoporre a verifica sostanziale i risultati ottenuti con la metodologia fondamentale di natura finanziaria (basata sul metodo del DCF), tramite la ricerca di possibili multipli di mercato relativi a società comparabili da applicare come metodologia di controllo, interrogando alcune banche dati finanziarie specializzate.

Il *panel* di società quotate individuate e potenzialmente comparabili è risultato il seguente:



SOCIETA'	PAESE
PUBLIGROUPE	SWI
JC DECAUX	FRA
AFFICHAGE HOLD	SWI
STROER OUT-OF-HOME	GE
WPP	IRE
OMNICOM	US
PUBLICIS	FRA
INTERPUBLIC	US
AEGIS	UK
HAVAS	FRA
MDC PARTNERS INC-A	US
DENTSU INC	JN

Esaminati i profili caratterizzanti le società del campione e analizzati i principali dati economico - finanziari, dimensionali, nonché le principali caratteristiche del modello di business seguito dalle stesse, in aggiunta al bacino geografico di riferimento, lo scrivente ha tratto la convinzione che nel caso di specie i multipli di mercato non sarebbero stati applicabili, in quanto il campione di potenziali competitors, come sopra individuato, per quanto in astratto comparabile, presenta tali e tanti elementi dissimili rispetto a Visibilia da inficiare la ragionevolezza dei potenziali risultati e, quindi, della loro stessa comparabilità rispetto alla metodologia fondamentale basata sulla capacità d'impresa di produrre flussi di cassa.

Come più diffusamente illustrato nella Relazione, infatti, la comparabilità, da un punto di vista operativo e finanziario, tra le società incluse nel campione di riferimento e quella oggetto di valutazione costituisce il presupposto fondamentale dell'applicazione del metodo dei multipli di mercato, atteso che la significatività dei risultati ottenuti è estremamente dipendente dalla confrontabilità del campione.

In relazione a quanto precede, lo scrivente ha pertanto ritenuto ragionevole non utilizzare il metodo dei multipli di mercato, preferendo alla metodologia empirica una valutazione di carattere fondamentale.

3. Rettifica apportata al valore lordo di taluni crediti dell'attivo circolante

Nell'analisi ed individuazione delle poste di passivo da portare a deduzione del valore economico dell'attivo, lo scrivente, in aggiunta alla puntuale sommatoria delle esposizioni bancarie nette al 31 maggio 2013 (vedi tab. sopra), ha ritenuto opportuno e prudentiale portare altresì in deduzione alcuni elementi ricompresi nell'attivo corrente che per sopravvenuti eventi e/o circostanze presentano dei meccanismi di incasso meno fluidi rispetto all'ordinario, superando prudenzialmente le risultanze del bilancio d'esercizio 2012, che pure è stato sottoposto a revisione legale senza rilievi.



Tale approccio conservativo è apparso ad ogni modo coerente con le finalità della Relazione e, quindi, con il contemperamento degli interessi economici dei soci esistenti con quello del nuovo socio entrante (*i.e.*: Bioera).

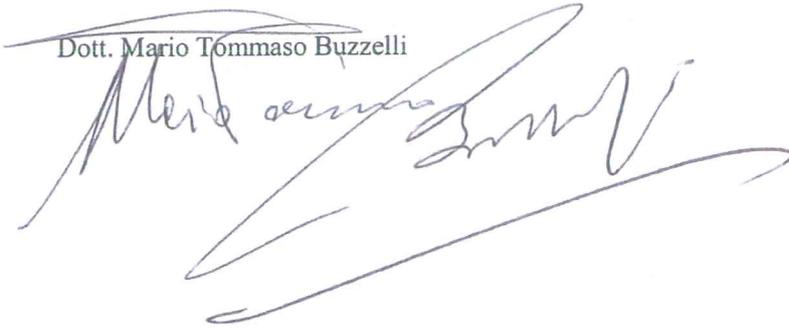
Più nello specifico, gli elementi di correzione prudenziale sono stati apportati in relazione a taluni crediti di natura commerciale che, in fase di analisi propedeutica alla valutazione, sono apparsi caratterizzati da possibili circostanze di incerta e/o complessa e/o lenta esigibilità, che sono comunque oggetto di attenta e continua gestione da parte di Visibilia.

Tale rettifica (pari ad Euro 3.413.851) è stata quantificata con l'ausilio del *management* con cui lo scrivente ha condiviso le anzidette riflessioni sul portafoglio crediti.

* * * * *

Restando a disposizione per ogni ulteriore ed eventuale approfondimento dovesse occorrere, invio cordiali saluti.

Dott. Mario Tommaso Buzzelli

A large, stylized handwritten signature in black ink, appearing to read 'Mario Tommaso Buzzelli', is written over the typed name. The signature is fluid and cursive, with a long horizontal stroke at the bottom.