



Seat Pagine Gialle S.p.A.
Seat Pagine Gialle Italia S.p.A.

Parere inerente le condizioni finanziarie
dell'operazione di aumento di capitale
prevista nell'ambito delle proposte di
concordato preventivo
Gennaio 2014

KPMG Advisory S.p.A.
Corporate Finance
Gennaio 2014
Rif.: 1300052-013



KPMG Advisory S.p.A.
Via Vittor Pisani, 27
20124 MILANO MI

Telephone +39 02 67643.1
Telefax +39 02 67643603
e-mail it-fmadvisory@kpmg.it
PEC kpmgadvisoryspa@pec.kpmg.it

Riservato e confidenziale

Rif.: 1300052-013

Spettabile
Seat Pagine Gialle S.p.A.
Via Grosio, 10/4
20151 Milano
Alla cortese attenzione del Consiglio di Amministrazione

Spettabile
Seat Pagine Gialle Italia S.p.A.
Corso Mortara, 22
10149 Torino
Alla cortese attenzione del Consiglio di Amministrazione

16 gennaio 2014

Egregi Signori,

ci avete richiesto di assisterVi nell'ambito delle determinazioni inerenti le condizioni finanziarie dell'aumento di capitale sociale di Seat Pagine Gialle S.p.A. ("Seat PG") riservato ai creditori delle Vostre società in esecuzione delle proposte di concordato preventivo depositate presso il Tribunale di Torino in data 20 dicembre 2013 ai sensi e per gli effetti dell'articolo 161, sesto comma, della Legge Fallimentare.

L'assistenza richiestaci riguarda l'identificazione degli elementi di riferimento per la determinazione del prezzo di emissione e del numero di azioni Seat PG da emettersi in esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma quinto e sesto, del Codice Civile, nonché del prezzo di esercizio dei warrant oggetto di assegnazione gratuita agli attuali azionisti.

Ai fini dell'incarico affidatoci abbiamo svolto le seguenti attività:

- acquisito e discusso con gli Amministratori di Seat PG le informazioni rilevanti inerenti la struttura dell'operazione di aumento di capitale, delle operazioni a questa collegate e delle proposte di concordato nel loro complesso;
- analizzato i dati economici e patrimoniali storici di Seat PG nonché le informazioni contabili e finanziarie aggiornate al 30 novembre 2013;

KPMG Advisory S.p.A. è una società per azioni di diritto italiano e fa parte del network KPMG di entità indipendenti affiliate a KPMG International Cooperative ("KPMG International"), entità di diritto svizzero.



Aosta Bologna Cagliari Firenze
Genova Milano Napoli Padova
Palermo Roma Torino Verona

Società per azioni
Capitale sociale
Euro 6.088.350,00 i.v.
Registro Imprese Milano e
Codice Fiscale N. 04662680158
R.E.A. Milano N. 1032437
Partita IVA 04662680158
VAT number IT04662680158
Sede legale: Via Vittor Pisani, 27
20124 Milano MI ITALIA

- discusso con gli Amministratori di Seat PG relativamente agli effetti attesi dalla proposta di ristrutturazione dei debiti del gruppo e ai dati finanziari previsionali contenuti nel piano pluriennale predisposto ai fini della proposta concordataria;
- rilevato e analizzato le quotazioni di borsa delle azioni Seat PG e altre informazioni di mercato inerenti il titolo;
- condotto analisi comparative riguardo ai dati finanziari di altre società operanti nel settore di attività di Seat PG e in settori contigui;
- applicato alcune metodologie di valutazione di tipo finanziario ed empirico e stimato il valore equo convenzionalmente attribuibile al capitale di Seat PG in ipotesi di completamento dell'intervento di ristrutturazione del debito e delle altre operazioni previste dalle proposte concordatarie;
- compilato e analizzato le informazioni di mercato inerenti alcuni strumenti finanziari con caratteristiche comparabili a quelle dei warrant oggetto di assegnazione agli azionisti Seat PG;
- svolto altre analisi ritenute utili nel caso di specie.

Non assumiamo alcuna responsabilità relativamente all'accuratezza e completezza dei dati e delle informazioni utilizzate per l'analisi che, laddove di natura non pubblica, sono state rese disponibili dagli Amministratori del gruppo Seat PG.

Non abbiamo svolto procedure di revisione sui dati contabili delle società del gruppo Seat PG, né abbiamo esaminato le tematiche di tipo legale e fiscale connesse all'operazione di aumento di capitale o più in generale alle proposte concordatarie.

Gli obiettivi, le limitazioni, e gli elementi di riferimento dell'analisi su cui si basano le conclusioni più sotto riportate sono presentati in dettaglio nella relazione allegata alla presente lettera.

La presente lettera e la relazione allegata sono state predisposte per l'utilizzo limitato da parte degli organi societari delle Vostre società e potranno essere utilizzate esclusivamente con riferimento agli obiettivi dell'incarico affidatoci.

Sulla base di quanto sopra riassumiamo nel seguito le conclusioni delle nostre analisi e gli altri elementi rilevanti che riteniamo necessario sottoporre all'attenzione degli Amministratori.

Con riguardo ai valori assoluti di riferimento per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni Seat PG:

- In ipotesi di esecuzione della ristrutturazione del debito e delle altre operazioni previste dal concordato, il valore del 100% del capitale di Seat PG stimabile con il metodo dei flussi di cassa scontati si colloca nell'intervallo compreso tra Euro 180 milioni e Euro 240 milioni circa. Il metodo dei multipli di borsa, applicato quale metodo di confronto, conferma i risultati del metodo dei flussi di cassa scontati.
- La capitalizzazione di borsa attuale e storica del titolo Seat PG non rappresenta, per le ragioni richiamate nella nostra relazione, un elemento di riferimento significativo ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'operazione in discussione.
- Il valore al quale l'aumento di capitale sarà rilevato nel bilancio di Seat PG non è ad oggi stimabile; in base ai principi contabili IAS-IFRS tale valore sarà determinato pari al valor equo delle azioni alla data di efficacia dell'operazione, tenendo conto delle quotazioni di borsa del titolo a tale data futura e con riferimento alla nuova base di capitale.
- Poiché il nuovo capitale di Seat PG sarà liberato a fronte di rinuncia o compensazione di crediti vantati da terzi il valore contabile di tali passività estinte, che ammonterebbe a complessivi Euro 1.487,3 milioni oltre agli interessi capitalizzati alla data di esecuzione del concordato, costituisce un elemento di riferimento significativo in quanto corrisponde all'impatto finanziario effettivo dell'operazione in capo alla società.

Con riguardo al numero di azioni Seat PG riservate ai creditori, e quindi al rapporto di emissione implicito tra capitale sociale esistente e nuovo capitale:

- l'aumento del capitale di Seat PG e le altre operazioni collegate costituiscono fasi esecutive della proposta concordataria che risultano indispensabili al fine di ricostituire la dotazione patrimoniale della società e assicurare la continuità operativa delle imprese del gruppo;
- il valore finanziario attribuibile al capitale sociale di Seat PG, alla data attuale e prima dell'esecuzione delle operazioni previste dal concordato, è pari a zero; rispetto ad esso, pertanto, non possono configurarsi effetti diluitivi del valore degli azionisti esclusi dal diritto di opzione;
- nel caso di specie, qualunque sia il rapporto di emissione proposto, le condizioni di un'operazione che ripristina, seppur in misura parziale minima, il valore del capitale preesistente sono per definizione congrue, dal punto di vista finanziario, nei confronti degli attuali azionisti Seat PG.

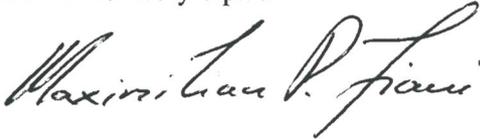
Con riguardo al prezzo di esercizio dei warrant oggetto di assegnazione gratuita agli attuali azionisti Seat PG:

- per strumenti comparabili emessi da società quotate il prezzo di esercizio è di norma determinato con riferimento al valore di borsa del titolo sottostante rilevato su periodi temporali congruenti rispetto al periodo di esercizio e incrementato di un premio di emissione che abbiamo rilevato mediamente pari al 13%.

• • •

Con l'occasione vogliate gradire i nostri migliori saluti.

KPMG Advisory S.p.A.



Maximilian P. Fiani
Partner



cutting through complexity

Seat Pagine Gialle S.p.A. Seat Pagine Gialle Italia S.p.A.

Parere inerente le condizioni finanziarie dell'operazione di aumento di capitale prevista nell'ambito delle proposte di concordato preventivo

Gennaio 2014

	Pagine
■ Premessa	2
■ Limitazioni	3
■ Lavoro svolto	4
■ Documentazione utilizzata	5
■ Proposte di Concordato Preventivo: elementi di sintesi	6
■ Dati economico-patrimoniali Seat PG	9
■ Determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni Seat PG	13
■ Analisi del prezzo di emissione delle nuove azioni a servizio del warrant	22
■ Conclusioni	23
■ Allegati	24

Premessa

- Gli Amministratori di Seat Pagine Gialle S.p.A. ("Seat PG" o la "Società") intendono proporre un aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione degli attuali azionisti ai sensi dell'art. 2441, comma quinto e sesto, del Codice Civile ("Aumento di Capitale").
- L'Aumento di Capitale rientra tra le operazioni esecutive delle proposte di concordato preventivo ("Proposte di Concordato Preventivo") depositate da Seat PG e dalla controllata Seat Pagine Gialle S.p.A. ("Seat PG Italia") in data 20 dicembre 2013 presso il Tribunale di Torino, ai sensi e per gli effetti di cui agli artt. 160 e ss. della Legge Fallimentare.
- L'Aumento di Capitale, a pagamento, in via inscindibile, per un ammontare nominale di Euro 19.880.000, sarà eseguito mediante emissione di n. 6.410.695.320.951 nuove azioni ordinarie, da liberarsi mediante utilizzazione dei debiti finanziari concorsuali della Società nei confronti dei creditori finanziari concorsuali appartenenti alle classi B e C (rispettivamente Royal Bank of Scotland o "RBS" e gli obbligazionisti detentori di Senior Secured Bond o "SSB"). Le passività finanziarie estinte ammontano a complessivi Euro 1.487,3 milioni oltre agli interessi capitalizzati alla data di esecuzione del concordato. L'Aumento di Capitale avrà l'effetto di diluire gli azionisti esistenti della Società ad una percentuale pari allo 0,25% circa del capitale sociale.
- Le Proposte di Concordato Preventivo contemplano inoltre l'assegnazione gratuita di warrant agli attuali azionisti ordinari di Seat PG che interverranno (anche per delega) all'assemblea straordinaria della Società convocata per deliberare in merito all'aumento di capitale, oltre che agli azionisti di risparmio. I warrant daranno diritto a sottoscrivere, a pagamento, azioni ordinarie della Società di nuova emissione.
- In considerazione di quanto sopra gli Amministratori di Seat PG hanno richiesto a KPMG Advisory S.p.A. ("KPMG") di identificare gli elementi di riferimento per la determinazione del prezzo di emissione e del numero delle azioni Seat PG da emettersi in esclusione del diritto di opzione degli attuali azionisti, nonché del prezzo di esercizio dei warrant.

Limitazioni

- Il presente parere è stato predisposto da KPMG, nell'interesse esclusivo di Seat PG e di Seat PG Italia, su base volontaria ed ha pertanto carattere consultivo e non vincolante.
- Nell'ambito delle analisi svolte KPMG ha fatto affidamento su informazioni (laddove di natura non pubblica) fornite dalla Direzione di Seat PG. KPMG non ha sottoposto a verifica l'accuratezza e la completezza dei dati e delle informazioni utilizzate, relativamente alle quali KPMG non assume alcuna responsabilità.
- KPMG non ha esaminato tematiche di tipo legale e/o fiscale connesse all'Aumento di Capitale e più in generale alle Proposte di Concordato Preventivo.
- L'analisi di KPMG è stata condotta sulla base della situazione patrimoniale pro-forma, post fusione, di Seat PG alla data del 31 dicembre 2013 (la "Data di Riferimento"). L'analisi non ha incluso l'assistenza relativa alla predisposizione di dati pro forma o lo svolgimento di procedure di revisione sugli stessi.
- L'analisi di KPMG è stata condotta sulla base di dati economico-finanziari previsionali predisposti dalla Direzione di Seat PG, sui quali KPMG non ha svolto procedure di attestazione. Tali dati includono gli effetti della ristrutturazione del passivo societario di Seat PG, così come previsti dalle Proposte di Concordato Preventivo.
- Il presente documento è stato predisposto per l'utilizzo limitato da parte degli organi societari di Seat PG e Seat PG Italia e potrà essere utilizzato esclusivamente con riferimento agli obiettivi dell'incarico affidatoci.

Lavoro svolto

- Acquisizione e discussione con la Direzione di Seat PG circa le informazioni rilevanti inerenti la struttura dell'operazione di Aumento di Capitale e delle Proposte di Concordato Preventivo.
- Analisi dei dati economici e patrimoniali storici di Seat PG, delle informazioni contabili e finanziarie aggiornate alla data del 30 novembre 2013 e della situazione economica e patrimoniale di forecast della Società al 31 dicembre 2013.
- Discussione con la Direzione di Seat PG relativamente agli effetti attesi della proposta di ristrutturazione dei debiti del gruppo e ai dati finanziari previsionali contenuti nel piano pluriennale predisposto ai fini delle Proposte di Concordato Preventivo.
- Rilevazione e analisi delle quotazioni di borsa delle azioni Seat PG e di altre informazioni di mercato inerenti il titolo.
- Svolgimento di analisi comparative riguardo ai dati finanziari di altre società operanti nel settore di attività di Seat PG e in settori contigui.
- Applicazione di alcune metodologie di tipo finanziario e stima del valore equo convenzionalmente attribuibile al capitale di Seat PG, in ipotesi di completamento dell'intervento di ristrutturazione del debito e delle altre operazioni previste dalle Proposte di Concordato Preventivo.
- Analisi delle informazioni di mercato inerenti alcuni strumenti finanziari con caratteristiche comparabili a quelle dei warrant oggetto di assegnazione agli azionisti Seat PG.
- Svolgimento di altre analisi ritenute utili nel caso di specie.

Documentazione utilizzata

- Bilancio consolidato di Seat Pagine Gialle S.p.A. al 31 dicembre 2012.
- Bilancio di esercizio di Seat Pagine Gialle S.p.A. e di Seat Pagine Gialle Italia S.p.A. al 31 dicembre 2012.
- Resoconto intermedio di gestione di Seat Pagine Gialle S.p.A. al 30 settembre 2013.
- Situazione patrimoniale pro-forma post fusione di Seat Pagine Gialle S.p.A. al 31 dicembre 2013 (la “Data di Riferimento”) che recepisce gli effetti delle Proposte di Concordato Preventivo (sul presupposto che il concordato sia omologato nei termini e nei contenuti proposti), predisposta secondo principi IAS/IFRS.
- Piano economico-finanziario di Seat PG S.p.A. (“Piano Concordatario”) come approvato dal C.d.A in data 16 dicembre 2013.
- Dettagli inerenti il Piano Concordatario ricevuto in data 16 dicembre 2013.
- Presentazione di una società di consulenza strategica intitolata “Seat PG – Valutazione del mercato aggredibile nel Local Advertising” datato 2 dicembre 2013.
- Bozza del documento di impairment test denominato “Seat Pagine Gialle SpA – Impairment test preliminare del goodwill e degli intangibili specifici della CGU Seat Italia nel bilancio consolidato al 31.12.2013”, predisposto da un consulente della Società in data 18 dicembre 2013.
- Piano contenente la descrizione analitica della proposta concordataria, predisposto da Seat Pagine Gialle S.p.A. in data 20 dicembre 2013.
- Piano contenente la descrizione analitica della proposta concordataria, predisposto da Seat Pagine Gialle Italia S.p.A. in data 20 dicembre 2013.
- Atto di modifica della proposta di concordato preventivo, presentato da Seat Pagine Gialle S.p.A., dinanzi al Tribunale di Torino, in data 20 dicembre 2013.
- Atto di modifica della proposta di concordato preventivo, presentato da Seat Pagine Gialle Italia S.p.A., dinanzi al Tribunale di Torino, in data 20 dicembre 2013.
- Bozza della relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Seat Pagine Gialle S.p.A. per l’Assemblea Straordinaria degli Azionisti convocata per il 4 marzo 2014, predisposta in data 14 gennaio 2014.
- Bozza del regolamento del warrant Seat Pagine Gialle S.p.A. 2014-2019.
- Altre informazioni di natura pubblica utili ai fini della presente analisi (fonti: Bloomberg, Thomson Financials).

Proposte di Concordato Preventivo: elementi di sintesi

- Di seguito sono sintetizzati i termini principali delle Proposte di Concordato Preventivo di Seat PG e della controllata Seat PG Italia, così come depositate presso il Tribunale di Torino in data 20 dicembre 2013. Le due proposte, benché distinte, sono legate da vincolo condizionale in quanto condizionate alla mancata omologa di una di esse.

Classificazione dei creditori

- Le Proposte di Concordato Preventivo prevedono la suddivisione dei creditori sostanzialmente in quattro classi, i cui termini di soddisfazione sono riepilogati sinteticamente nel seguito. I dati riportati nel seguito sommano i trattamenti delle due distinte proposte.

Creditori di **Classe A** (€32,4 mln):
formata dai creditori assistiti da **privilegio generale** su beni capienti tali da consentire l'integrale soddisfazione del credito

Creditori di **Classe B *** (€668 mln):
formata dal creditore finanziario **RBS**. Credito privilegiato per la quota di pegni sulla partecipazione in Telegate Holding GmbH, sui marchi e le immobilizzazioni materiali, chirografario per la quota residua

Creditori di **Classe C *** (€358,6 mln):
formata dagli obbligazionisti titolari di Senior Secured Bond ("**SSB**"). Credito privilegiato per la quota di pegni sulla partecipazione in Telegate GmbH e sui marchi, chirografario per la quota residua

Creditori di **Classe D** (€118,2 mln):
formata dai creditori chirografari non finanziari per €85 mln e dalle passività potenziali non a bilancio per €33 mln.

Creditori **Postergati** (€17,9 mln):
Formata dai crediti intragruppo verso la controllata Telegate Holding (oltre ai rapporti di debito/credito tra SPG e la controllata SPG Italia)

Integrale soddisfazione del credito per denaro, inclusi gli interessi

Soddisfazione integrale del credito per denaro, per la parte privilegiata (€17,8 mln)
Attribuzione di azioni Seat PG, di nuova emissione, per la parte chirografaria (€650,2 mln)

Soddisfazione integrale del credito per denaro, per la parte privilegiata (€21,5 mln)
Attribuzione di azioni Seat PG, di nuova emissione, per la parte chirografaria (€337,1 mln)

Parziale soddisfacimento dei creditori chirografari non finanziari nell'ammontare complessivo di €15 mln e delle passività potenziali non a bilancio per €4,5 mln

Nessuna soddisfazione

Fonte: Atti di modifica delle Proposte di Concordato Preventivo, depositate da Seat PG e Seat PG Italia in data 20 dicembre 2013

Nota (*) Non includono gli interessi che verranno capitalizzati alla data di esecuzione del concordato

Proposte di Concordato Preventivo: elementi di sintesi

Operazioni straordinarie previste nelle Proposte di Concordato Preventivo

- Le Proposte di Concordato Preventivo prevedono l'esecuzione di alcune operazioni straordinarie, la cui efficacia è subordinata all'omologazione definitiva di entrambi i concordati di Seat PG e Seat PG Italia. In particolare, tra l'altro, si prevede che:
 - Seat PG Italia venga fusa per incorporazione nella controllante Seat PG;
 - Seat PG, post fusione, riduca il proprio capitale a copertura delle perdite maturate;
 - Seat PG, post fusione, deliberi un aumento di capitale riservato ai creditori concorsuali di Seat PG e Seat PG Italia appartenenti alle classi B e C, così come identificate nelle Proposte di Concordato Preventivo;
 - Seat PG emetta dei warrant per la sottoscrizione, a pagamento, di nuove azioni ordinarie di Seat PG post fusione, da assegnare gratuitamente agli attuali azionisti ordinari che interverranno (anche per delega) all'assemblea convocata per l'approvazione dell'Aumento di Capitale (oltre che agli azionisti di risparmio).

A seguito dell'Aumento di Capitale è previsto il raggruppamento delle azioni della Società nel rapporto di 1 nuova azione ordinaria o di risparmio ogni 100 azioni in circolazione.

Aumento di capitale SEAT PG

- L'Aumento di Capitale prevede l'emissione di n. 6.410.695.320.951 azioni da assegnarsi ai creditori concorsuali di Seat PG e Seat PG Italia appartenenti alle classi B e C (così come identificate nelle Proposte di Concordato Preventivo). Tale aumento di capitale comporterà la diluizione pressoché integrale degli Azionisti esistenti (n. 16.066.212.958 azioni ordinarie), ad una quota pari allo 0,25% circa del capitale di Seat PG.
- La contabilizzazione dell'Aumento di Capitale avverrà successivamente all'esecuzione del concordato sulla base di quanto previsto dai principi contabili IAS/IFRS, applicando i criteri indicati dal documento interpretativo IFRIC 19, in base al quale il valore dell'Aumento di Capitale sarà determinato pari al valore equo delle azioni alla data di efficacia dell'operazione, tenendo conto delle quotazioni del titolo a tale data futura.

Azionariato Seat Pagine Gialle S.p.A. post fusione ex warrant		
	Numero Azioni	%
Azionisti esistenti	16.066.212.958	0,25%
Creditori classe B	2.898.181.532.454	45,10%
Creditori classe C	3.512.513.788.497	54,65%
Totale	6.426.761.533.909	100%

Nota: azioni ordinarie Seat PG post fusione ed antecedente l'esercizio del warrant (ante raggruppamento azionario)

Proposte di Concordato Preventivo: elementi di sintesi

Emissione Warrant agli Azionisti esistenti

- Al fine di incentivare la partecipazione degli attuali azionisti ordinari di Seat PG all'Assemblea Straordinaria che dovrà deliberare l'Aumento di Capitale, il cui quorum costitutivo è pari ad un quinto del capitale sociale, è prevista l'assegnazione gratuita ai medesimi di n. 339.143.137.645 warrant (di cui 339.128.849.812 da assegnare integralmente agli azionisti ordinari che interverranno – anche per delega – alla predetta Assemblea Straordinaria e 14.287.833 da assegnare agli azionisti di risparmio).
- I warrant attribuiranno il diritto di sottoscrivere, a pagamento, azioni ordinarie Seat PG di nuova emissione e saranno esercitabili per un periodo indicativo di 3 mesi, a partire dal 29 gennaio 2016 (successivamente all'avvenuta omologazione del concordato). All'esito della prevista operazione di raggruppamento azionario, i portatori dei warrant avranno diritto a sottoscrivere n. 1 azione ordinaria di Seat PG ogni n. 100 warrant posseduti.
- Il prezzo d'esercizio del warrant è posto pari alla media dei prezzi di borsa del secondo e terzo venerdì del secondo, terzo e quarto mese di calendario successivi al mese in cui cadrà la data di esecuzione dell'Aumento di Capitale (ovvero, nel caso in cui il venerdì applicabile fosse un giorno di borsa chiusa, nel primo giorno di borsa aperta successivo), con una maggiorazione del 15%.
- Il prezzo d'esercizio del warrant è determinato con riferimento a medie di prezzo dell'azione Seat PG, calcolate su un orizzonte di 3 mesi e con riferimento a un numero di giorni di negoziazione (6) ritenuto sufficiente e distribuito in modo tale da attenuare gli effetti potenziali connessi alla volatilità del titolo. Si rileva in proposito come non siano stati previsti vincoli di lock up sulle azioni emesse nell'ambito dell'Aumento di Capitale.
- A servizio dei warrant è previsto un aumento di capitale della Società, riservato ai portatori dei warrant, mediante emissione di massime n. 339.143.137.645 azioni ordinarie Seat PG (ante raggruppamento), per un importo nominale massimo di Euro 100.000.
- Nel caso di piena sottoscrizione delle azioni da parte degli azionisti esistenti, portatori dei warrant, la quota di Seat PG attribuita ai medesimi rappresenterebbe fino al 5% circa del capitale azionario della Società.

Azionariato Seat Pagine Gialle S.p.A. post fusione cum warrant		
	Numero Azioni	%
Azionisti esistenti	16.066.212.958	0,24%
Warrant max	339.143.137.645	5,01%
Creditori classe B	2.898.181.532.454	42,84%
Creditori classe C	3.512.513.788.497	51,91%
Totale	6.765.904.671.554	100%

Nota: azioni ordinarie Seat PG nell'ipotesi di pieno esercizio dei Warrant (ante raggruppamento azionario)

Dati economico-patrimoniali Seat PG

Situazione patrimoniale pro forma 31 dicembre 2013

Stato Patrimoniale	
€mln	31.12.2013
Customer relationship	31,2
Impianti, Macchinari e altre Imm.ni Immateriali	149,4
<i>Controllate</i>	9,9
<i>Altre attività non correnti</i>	7,3
Attività finanziarie	17,2
Attivo Fisso Netto	197,8
<i>Rimanenze</i>	6,5
<i>Crediti commerciali</i>	84,4
<i>Debiti commerciali</i>	(57,8)
<i>Altre attività/(passività) operative correnti</i>	(8,5)
Capitale Circolante Operativo	24,7
Capitale Circolante Non Operativo	(4,2)
Altre Attività/Passività non correnti	(2,7)
Fondi	(35,1)
Imposte anticipate /(differite)	17,0
Attività nette destinate alla vendita	6,2
Capitale Investito Netto	203,8
Patrimonio Netto	269,0
Debito finanziario	38,7
Attività finanziarie correnti e disponibilità liquide	(103,9)
Posizione finanziaria netta	(65,2)
Fonti di Finanziamento	203,8

- La situazione patrimoniale pro forma di Seat PG post fusione con la società controllata Seat PG Italia, è stata predisposta alla data del 31 dicembre 2013.
- La situazione patrimoniale incorpora gli effetti della Proposta di Concordato Preventivo e della bozza preliminare di test di impairment degli attivi immateriali al 31 dicembre 2013.
- L'attivo fisso netto include:
 - Attività immateriali “marketing related” per Euro 31,2 milioni, che si riferiscono alle sole relazioni con la clientela. A seguito delle analisi di impairment test svolte, tali attività recepiscono una svalutazione complessiva di Euro 79 milioni relativa alla customer relationship (Euro 47,3 milioni) e al database (Euro 31,6, che ne azzerà il valore);
 - Altre attività immateriali (brand, concessioni, licenze, software e altri costi capitalizzati) e materiali per complessivi Euro 149,4 milioni. Le altre attività immateriali sono rappresentate prevalentemente dai brand iscritti PagineGialle ® e PagineBianche ® (euro 54,8 milioni), che recepiscono una svalutazione pari a Euro 20,2 milioni a seguito delle analisi di impairment test svolte. Le attività materiali constano prevalentemente dell'immobile societario di Torino C.so Mortara detenuto con contratto di leasing e contabilizzato secondo IAS 17;
 - Attività finanziarie per complessivi Euro 17,2 milioni, di cui Euro 9,9 milioni principalmente afferenti alla partecipazione in Consodata S.p.A.
- Il capitale circolante operativo include rimanenze, crediti e debiti commerciali.
- I fondi fanno riferimento al fondo indennità agenti (Euro 23 milioni) ed al fondo TFR (Euro 12 milioni).
- Le imposte anticipate fanno riferimento principalmente a differenze temporanee deducibili riferite ai fondi svalutazione crediti e indennità agenti. Le imposte differite passive sono state rideterminate alla luce delle svalutazioni apportate agli intangibili a vita utile definita.
- Le attività destinate alla vendita fanno riferimento al credito inerente i dividendi 2013 della partecipata Telegate.

Fonte: File excel “Pro-forma fusione post proposta” inviato dalla Società in data 10/01/2014

Ai fini della predisposizione della situazione patrimoniale pro forma è stata esclusa la partecipazione in Telegate

Dati economico-patrimoniali Seat PG

Conto economico previsionale

Conto Economico						
€mln	2014	2015	2016	2017	2018	TV
Ricavi da vendite e prestazioni	400,1	371,6	401,2	479,8	549,6	560,6
<i>Crescita %</i>	(36,2)%	(7,1)%	8,0%	19,6%	14,6%	2,0%
Costi per materiali e servizi esterni	(284,9)	(283,7)	(309,7)	(369,4)	(412,2)	
Costo del lavoro	(57,1)	(52,4)	(49,1)	(50,9)	(53,0)	
Altri e accantonamenti a fondo rischi operativi	(28,1)	(25,6)	(25,2)	(25,9)	(25,0)	
EBITDA	30,1	9,9	17,2	33,6	59,5	60,6
<i>% sui ricavi</i>	7,5%	2,7%	4,3%	7,0%	10,8%	10,8%
Ammortamenti e svalutazioni operativi	(41,6)	(42,2)	(42,4)	(37,0)	(34,5)	(22,8)
Ammortamento extra operativi	(3,6)	(3,6)	(3,6)	(3,6)	(3,6)	
Oneri di ristrutturazione	(2,5)	(19,2)	(9,3)	(3,8)	(3,2)	
Oneri non ricorrenti	(5,9)	-	-	-	-	
EBIT	(23,5)	(55,2)	(38,0)	(10,7)	18,2	37,8
<i>% sui ricavi</i>	(5,9)%	(14,8)%	(9,5)%	(2,2)%	3,3%	6,8%

Fonte: Piano Concordatario

- I ricavi prospettici riflettono un progressivo calo del mercato tradizionale rappresentato dalla pubblicità a mezzo stampa e telefono (elenchi telefonici, pagine gialle e servizi di assistenza telefonica), più che compensato dall'incremento dei flussi derivanti dal canale internet e dallo sviluppo di nuove aree di business.
- In particolare, a fronte di un mercato della pubblicità tradizionale previsto in contrazione, la crescita dei ricavi nel periodo di piano è sostenuta dalla pubblicità online attraverso le directory di proprietà ("paginegialle.it", "paginebianche.it", "tuttocittà.it") e dal progressivo sviluppo della Società nelle aree di business web agency (costruzione di siti web), e-commerce e progetto credito per le quali sono previsti tassi di crescita sostenuti.
- I costi per materiali e per servizi esterni includono:
 - costi industriali che, a fronte di una variazione del mix sul venduto, beneficiano di un calo dell'incidenza del costo della materia prima (carta) a fronte di un incremento dei compensi a editori legato allo sviluppo del modello di concessionaria;
 - costi commerciali, relativi a provvigioni e premi della rete commerciale e al costo della pubblicità, in leggera crescita grazie all'acquisizione di nuovi clienti;
 - costi generali e amministrativi, rappresentati da spese di recupero crediti, noleggi e leasing operativi ipotizzati in leggera riduzione.
- Il costo del personale, principalmente di natura fissa in quanto relativo ai dipendenti presso le filiali commerciali e al personale di direzione, è interessato da un piano di efficienza che consentirà di raggiungere, a fine piano, un'incidenza sui ricavi in linea con quanto registrato storicamente.
- Gli oneri di ristrutturazione, pari a complessivi €38 milioni nel periodo 2014-2018, sono relativi al piano organizzativo per le uscite programmate di dipendenti ed agenti nell'ambito del concordato.

Dati economico-patrimoniali Seat PG

Stato patrimoniale previsionale

Stato Patrimoniale						
€mln	01.01.2014	2014	2015	2016	2017	2018
Customer data base	31,2	27,6	24,0	20,4	16,8	13,2
Impianti, Macchinari e altre Imm.ni Immateriali	149,4	142,6	125,2	105,6	91,4	79,7
Attività finanziarie	17,2	21,2	21,2	21,2	21,2	21,2
Attivo Fisso Netto	197,8	191,4	170,4	147,2	129,4	114,1
<i>Rimanenze</i>	6,5	6,4	5,4	5,4	5,4	5,4
<i>Crediti commerciali</i>	84,4	84,1	71,9	78,7	111,2	142,3
<i>Debiti commerciali</i>	(57,8)	(59,2)	(71,7)	(97,4)	(132,7)	(159,0)
<i>Altre attività/(passività) operative correnti</i>	(8,5)	0,2	1,7	2,7	3,5	3,9
Capitale Circolante Operativo	24,7	31,5	7,3	(10,6)	(12,6)	(7,4)
Capitale Circolante Non Operativo	(4,2)	14,7	20,5	20,3	19,6	18,0
Altre Attività/Passività non correnti	(2,7)	(2,7)	(6,4)	(6,4)	(6,4)	(6,4)
Fondi	(35,1)	(29,7)	(23,2)	(20,7)	(19,7)	(19,4)
Imposte anticipate /(differite)	17,0	10,6	12,4	14,7	16,8	18,8
Attività nette destinate alla vendita	6,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capitale Investito Netto	203,8	215,8	181,0	144,5	127,1	117,7

Fonte: Piano Concordatario

- L'attivo fisso pari ad €197,8 mln al 31 dicembre 2013 è ipotizzato in calo nel periodo di piano per la progressiva riduzione delle immobilizzazioni immateriali (*brand, software*). Gli investimenti prospettici, prevedono un esborso nel 2014 pari a circa €35 mln necessari per il riassetto strategico della società a fronte di investimenti in calo rispetto al trend storico (€20 mln circa) nel restante periodo di Piano.
- Le immobilizzazioni finanziarie, sostanzialmente stabili, riflettono nel corso del 2014 l'acquisizione della Glamoo (€4 mln), partecipazione ritenuta strategica dal Management per sviluppare l'attività di e-commerce.
- Il capitale circolante pari ad €24,7 mln al 31 dicembre 2013, è previsto generare oltre €30 mln di cassa nel periodo di Piano. In particolare:
 - I debiti commerciali, che a seguito della presentazione della domanda di concordato (marzo 2013) hanno scontato un'ipotesi di pagamento dei fornitori a pronti, sono previsti tornare progressivamente ad ottenere i termini di dilazione storici.
 - I crediti commerciali beneficiano di una riduzione dei giorni medi di incasso per effetto dell'aumento dei pagamenti attraverso RID che garantiscono un maggior rispetto delle scadenze mensili.
- I fondi principalmente riconducibili al trattamento di fine rapporto dipendenti e al fondo indennità agenti sono previsti ridursi progressivamente nel periodo di Piano. A fine Piano il fondo indennità agenti è previsto pari ad €19,2 mln ed il fondo di trattamento di fine rapporto dipendenti pari ad €0,2 mln.

Dati economico-patrimoniali Seat PG

Flussi di cassa

Flussi di cassa						
€mln	2014	2015	2016	2017	2018	TV
EBITA	(19,9)	(51,6)	(34,4)	(7,1)	21,8	37,8
Ires	-	-	-	-	(6,0)	(10,4)
Irap	(1,5)	(0,0)	(0,6)	(1,7)	(2,9)	(3,5)
Net Operating Profit After Taxes	(21,4)	(51,6)	(35,0)	(8,8)	12,9	23,9
D&A	41,6	42,2	42,4	37,0	34,5	22,8
Change in Working Capital	(6,7)	24,2	17,8	2,0	(5,2)	
Capex	(34,8)	(24,8)	(22,8)	(22,8)	(22,8)	(22,8)
Variazione fondi	(7,5)	(7,4)	(2,4)	(1,0)	(0,3)	
Riserva ordinaria di Ristrutturazione	(14,5)	(4,9)	-	-	-	
Altre Attività/Passività	(2,3)	3,7	0,2	0,7	1,6	
Operating Free Cash Flow	(45,6)	(18,6)	0,2	7,1	20,6	23,9

Fonte: Piano Concordatario

Determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni Seat PG

Approccio di analisi

- Il prezzo di emissione delle nuove azioni Seat PG, rinvenienti dall'Aumento di Capitale (le "Nuove Azioni") è stato determinato sulla base di un'analisi di stima del capitale economico della Società alla data di riferimento del 31 dicembre 2013 (la "Data di Riferimento"), condotta applicando metodologie di generale accettazione.
- In particolare l'analisi è stata effettuata applicando, quale metodo principale, il metodo dei flussi di cassa operativi scontati (Discounted Cash Flow o DCF). A fini comparativi e di controllo è stato applicato il metodo dei multipli di mercato, desumibili dai prezzi espressi dalle quotazioni di borsa di società operanti nel medesimo settore di Seat PG.
- Sono state infine sviluppate alcune analisi di sensibilità al variare dei principali parametri valutativi utilizzati (es.: tasso di attualizzazione e tasso di crescita terminale dei flussi di cassa).

Metodo dei flussi di cassa scontati (DCF)

- Il metodo DCF determina il valore del capitale investito di un'azienda pari al valore attuale dei suoi flussi di cassa operativi futuri, considerati al netto delle imposte e scontati ad un tasso pari al costo medio ponderato del capitale. I flussi di cassa futuri sono generalmente esplicitati per un numero definito di anni (periodo esplicito), successivamente ai quali è stimato un valore terminale.
- Il tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa (Weighted Average Cost of Capital o WACC) è calcolato come media ponderata del costo del capitale proprio e dell'indebitamento; il costo del capitale proprio è stimato pari al tasso di rendimento delle attività prive di rischio, incrementato di premi addizionali volti a stimare il rischio specifico delle attività oggetto di valutazione.
- Il valore del capitale economico è determinato come somma algebrica del valore finanziario del suo capitale investito ("Enterprise Value") e della sua posizione finanziaria netta.

Metodi di mercato

- I metodi di mercato prevedono l'utilizzo di parametri di valorizzazione espressi dai prezzi di società comparabili o comunque operanti in settori assimilabili a quelli della realtà oggetto di analisi; richiedono l'elaborazione di moltiplicatori risultanti dal rapporto esistente tra il valore che il mercato attribuisce alle realtà comparabili ed i loro indicatori economico-patrimoniali; applicando i moltiplicatori di mercato ai corrispondenti parametri delle società oggetto di analisi, se ne ottengono indicazioni di valore.
- Nel caso di specie i moltiplicatori analizzati sono stati desunti dal mercato azionario (multipli di borsa) sulla base dei prezzi azionari di società operanti nel settore di riferimento.

Determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni Seat PG

Metodo DCF

Modalità di applicazione

- Il metodo DCF è stato applicato sulla base di due diversi scenari con riferimento al trattamento del rischio relativo alle aree di attività in cui Seat PG opera:
 - caso Base: sono stati utilizzati tassi di attualizzazione differenziati per le attività tradizionali e per le attività in fase di sviluppo (“agenzia pubblicitaria” e “progetto credito”). I flussi di cassa delle attività in fase di sviluppo sono stati attualizzati ad un tasso che include un premio addizionale volto a rifletterne la maggiore rischiosità;
 - caso Upside: i flussi di cassa sono stati attualizzati ad un unico tasso di attualizzazione che non include premi addizionali per il rischio.

Flussi di cassa attesi

- Il periodo di previsione esplicita è relativo agli esercizi 2014-2018. I dati economico-finanziari prospettici coincidono con il piano concordatario di Seat PG post fusione, che incorpora gli effetti finanziari delle Proposte di Concordato Preventivo.
- I flussi finanziari sono stati calcolati al netto delle imposte figurative, calcolate analiticamente sulla base delle aliquote fiscali Ires e Irap applicabili.
- Il valore terminale è stato calcolato con l’algoritmo della rendita perpetua, sulla base di ipotesi inerziali. In particolare:
 - tasso di crescita perpetua (G rate) pari al 2%, in linea con il tasso di inflazione atteso nel lungo termine;
 - marginalità operativa sostenibile di lungo termine (margine Ebitda) allineata all’ultimo anno di piano (2018);
 - investimenti in linea con l’ultimo anno di piano (2018) ed ipotesi di ammortamenti pari agli investimenti.

Posizione finanziaria netta e surplus asset

- La posizione finanziaria netta alla Data di Riferimento si basa su dati pre-consuntivi al 31 dicembre 2013 di Seat PG, comunicati dalla Direzione della Società, ed incorpora gli effetti delle Proposte di Concordato Preventivo.
- I surplus asset includono le partecipazioni in DLS e Consodata (valutate sulla base del valore contabile al 31 dicembre 2012), il credito finanziario verso la controllata Telegate per i dividendi 2012 e altri crediti non inclusi nella posizione finanziaria netta (relativi principalmente a crediti verso l’erario per rimborsi IRES).

Determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni Seat PG

Metodo DCF

Stima del tasso di attualizzazione (WACC)

- Il tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi (WACC) è stato stimato nell'ipotesi di struttura delle fonti interamente rappresentata da mezzi propri (costo medio ponderato del capitale Wacc coincidente con il costo del capitale proprio K_e).
- La stima del costo del capitale proprio è stata condotta sulla base di un approccio di tipo Capital Asset Pricing Model ("CAPM").

Parametri CAPM costo del capitale proprio (K_e)

- Tasso risk free: corrisponde al rendimento dei titoli di stato italiani con scadenza decennale (BTP) rilevato alla data del 10 gennaio 2014.
- Premio per il rischio azionario di mercato: pari al 5% e commisurato al differenziale di rendimento di lungo periodo tra i titoli azionari ed obbligazionari.
- Coefficiente Beta: pari al coefficiente Beta medio di società quotate comparabili del settore, aggiustato per considerare gli effetti differenziali connessi al livello d'indebitamento e all'aliquota fiscale (rilevazioni dei coefficienti Beta della società comparabili con frequenza settimanale, su di un orizzonte temporale di 2 anni).
- Premio addizionale per il rischio: relativo al rischio addizionale legato alle dimensioni d'impresa (3% - stima riferimento analisi Ibbotson). Nel Caso Base è stato considerato un ulteriore premio addizionale per il rischio, stimato forfaitariamente pari al 3%, al fine di riflettere il maggior rischio di implementazione delle nuove iniziative.

Determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni Seat PG

Metodo DCF

Metodo DCF (Caso Base)

DCF						
Euro mln	2014	2015	2016	2017	2018	TV
Ricavi totali	400,1	371,6	401,2	479,8	549,6	560,6
EBITDA	30,1	9,9	17,2	33,6	59,5	60,6
<i>EBITDA margin</i>	7,5%	2,7%	4,3%	7,0%	10,8%	10,8%
Flusso di cassa operativo	(45,6)	(18,6)	0,2	7,1	20,6	23,9
Flusso di cassa operativo attualizzato	(41,1)	(15,1)	0,2	4,6	12,0	13,9
Valore del periodo esplicito	(39,4)					
Valore terminale	139,4					
Surplus assets:	23,4					
<i>di cui dividendi Telegate</i>	6,2					
<i>di cui partecipazione in DLS e Consodata</i>	9,9					
<i>di cui altri crediti</i>	7,3					
Enterprise value	123,5					
Posizione finanziaria netta	(65,2)					
Equity value	188,7					

Analisi di sensibilità Equity Value

	K _e Aree Sviluppo	K _e Terminale	G rate				
			1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	12,9%	11,6%	178,6	186,2	194,6	203,9	214,2
	13,4%	11,8%	176,2	183,5	191,6	200,5	210,5
	13,9%	12,0%	173,8	180,9	188,7	197,3	206,9
	14,4%	12,2%	171,5	178,4	185,9	194,2	203,4
	14,9%	12,3%	169,3	176,0	183,2	191,3	200,1

Determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni Seat PG

Metodo DCF

Metodo DCF (Caso Upside)

DCF						
Euro mln	2014	2015	2016	2017	2018	TV
Ricavi totali	400,1	371,6	401,2	479,8	549,6	560,6
EBITDA	30,1	9,9	17,2	33,6	59,5	60,6
<i>EBITDA margin</i>	7,5%	2,7%	4,3%	7,0%	10,8%	10,8%
Flusso di cassa operativo	(45,6)	(18,6)	0,2	7,1	20,6	23,9
Flusso di cassa operativo attualizzato	(41,1)	(15,1)	0,2	4,7	12,3	14,3
Valore del periodo esplicito	(39,1)					
Valore terminale	161,0					
Surplus assets:	23,4					
<i>di cui dividendi Telegate</i>	6,2					
<i>di cui partecipazione in DLS e Consodata</i>	9,9					
<i>di cui altri crediti</i>	7,3					
Enterprise value	145,3					
Posizione finanziaria netta	(65,2)					
Equity value	210,6					

Analisi di sensibilità Equity Value						
Euro mln		G rate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Ke	9,9%	215,3	226,7	239,5	254,2	270,9
	10,4%	202,8	212,9	224,1	236,8	251,2
	10,9%	191,8	200,7	210,6	221,7	234,1
	11,4%	181,9	189,8	198,5	208,3	219,2
	11,9%	173,0	180,0	187,8	196,5	206,1

Determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni Seat PG

Metodo dei multipli di borsa

Selezione dei moltiplicatori

- Quale metodo di controllo è stato applicato il metodo dei multipli di borsa, con riferimento ai moltiplicatori espressi dai prezzi di borsa di società quotate operanti nel settore delle “directories”.
- Le società comparabili selezionate sono caratterizzate da un modello di business analogo a quello di Seat PG e parimenti interessate a processi di trasformazione delle proprie attività, che si trova tuttavia ad uno stadio più avanzato rispetto a Seat PG.
- In considerazione di quanto sopra si è ritenuto di applicare i multipli di borsa ai dati reddituali prospettici di Seat PG, in un’ottica di lungo termine, in modo da non riflettere le differenze, anche temporali, esistenti nel percorso di trasformazione delle società comparabili.
- In particolare, nel caso di specie, il metodo dei multipli di borsa è stato applicato a due scenari reddituali di lungo termine distinti, l’uno che ipotizza la generazione da parte di Seat PG di un reddito sostenibile di lungo termine allineato all’ultimo anno di piano (2018) e l’altro che configura un reddito sostenibile allineato alla media degli ultimi 3 anni di piano (2016-2018).

Applicazione

- Il multiplo selezionato fa riferimento al rapporto tra valore del capitale investito operativo (Enterprise Value-EV) ed il margine operativo lordo (EBITDA). Tale multiplo è il più utilizzato da operatori, investitori e analisti finanziari per la valorizzazione di società industriali.
- Il valore del capitale investito (EV) è determinato come somma del valore di mercato delle fonti finanziarie, ovvero patrimonio netto (valorizzato attraverso la capitalizzazione di borsa) e debito finanziario netto. L’EBITDA corrisponde al risultato ante ammortamenti, gestione finanziaria, straordinaria e imposte.
- La capitalizzazione di borsa delle società comparabili è stata determinata sulla base dei prezzi rilevati in data 10 gennaio 2014; sono state inoltre effettuate rilevazioni ed elaborazioni relative alle quotazioni medie su periodi differenti al fine di accertare gli effetti connessi alla volatilità delle quotazioni e alle oscillazioni degli indici di riferimento.
- I moltiplicatori EV/EBITDA medi di settore rilevati dalla nostra analisi si collocano nell’intorno di 5 volte l’EBITDA 2015. Tale moltiplicatore è stato applicato in un caso all’Ebitda di lungo termine di Seat PG, pari ad Euro 60 milioni circa, e nell’altro caso alla media dell’Ebitda 2016-2018 pari a 37 milioni circa.
- La posizione finanziaria netta di Seat PG al 31 dicembre 2013 è stata rettificata per riflettere l’assorbimento di cassa atteso nei primi anni di piano.

Determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni Seat PG

Metodo dei multipli di borsa

Applicazione multipli di borsa		
Euro mln	2018	Media 2016-2018
Ebitda	59,5	36,8
Ebitda attualizzato al 2015	42,6	26,4
EV/Ebitda 2015	5,1x	5,1x
Enterprise Value	216,1	133,6
Surplus assets	23,4	23,4
Posizione finanziaria netta (*)	(9,0)	(9,0)
Equity value	248,5	166,0

Note: (*) Posizione finanziaria netta al 31.12.2013, pari a Euro 65,2 mln, rettificata del valore attuale degli esborsi finanziari attesi nel periodo 2014-2015 (Euro 56,2 mln)

Determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni Seat PG

Altri elementi di riferimento

- Al fine di valutare la congruità finanziaria complessiva dell'Aumento di capitale è opportuno richiamare gli elementi che il Codice Civile (articolo 2441) pone quali riferimenti per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni: il valore del patrimonio netto e, per le azioni quotate, l'andamento delle quotazioni di borsa.
- Il valore economico del patrimonio netto è analizzato nelle pagine precedenti. Di seguito si forniscono, per completezza, informazioni relative al valore contabile del patrimonio netto.

Patrimonio netto contabile

- Il valore del patrimonio netto contabile di Seat PG (di Gruppo) come risultante dall'ultima relazione trimestrale consolidata di Seat PG al 30 settembre 2013 è negativo per Euro 1.109 milioni. Tale valore implica un patrimonio netto contabile negativo per azione pari ad Euro 0,068.
- Il patrimonio netto contabile consolidato di Seat PG non recepisce gli effetti economici dello stralcio del debito finanziario, così come previsto dalle Proposte di Concordato Preventivo.

Patrimonio netto (di Gruppo) per azione al 30.09.2013	
Patrimonio netto al 30.09.2013 (€mln)	(1.109)
Numero di azioni ordinarie (mln)	16.066
Numero di azioni risparmio (mln)	0,7
Numero di azioni di risparmio equivalenti (mln)	274,4
Totale azioni equivalenti (mln)	16.341
Patrimonio netto per azione ordinaria	(0,068)

Determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni Seat PG

Altri elementi di riferimento

Capitalizzazione di borsa

- La media aritmetica dei prezzi ufficiali delle azioni Seat PG sul mercato telematico azionario, relativi a periodi di 6 mesi, 3 mesi ed 1 mese antecedenti la data del 28 giugno 2013, data di deposito delle proposte di concordato preventivo ,poi successivamente modificate in data 20 dicembre 2013, risulta pari, nell'ordine, ad Euro 0,0024, Euro 0,0018 e Euro 0,0019 per azione. Tali valori implicano una capitalizzazione complessiva di Seat PG compresa tra Euro 30 e Euro 40 milioni circa. I prezzi di borsa rilevati si riferiscono ad un periodo precedente il deposito delle Proposte di Concordato Preventivo, di modo che le quotazioni non ne siano influenzate.
- Più in generale, con riferimento alle quotazioni di borsa di Seat PG, si ritiene che esse non costituiscano riferimenti attendibili ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni. Le analisi svolte sui corsi del titolo, i cui dettagli sono presentati in allegato, evidenziano diversi elementi che portano a ritenere non significative le quotazioni di borsa, tra i quali l'elevata frammentazione dei pacchetti azionari scambiati, la distribuzione dei volumi di scambio e gli scostamenti presenti tra prezzi di acquisto e vendita delle azioni.
- Nell'intervallo temporale di osservazione, il titolo Seat PG è stato significativamente influenzato da tematiche speculative relative a notizie, di fonte non ufficiale, inerenti i termini della proposta di concordato preventivo (depositata formalmente in data 28 giugno 2013). Tali influenze sono manifeste nella volatilità del titolo e nella distribuzione dei volumi scambiati nell'intervallo di osservazione.
- L'analisi delle differenze tra prezzi di acquisto e vendita delle azioni Seat PG (differenziale bid/ask) evidenzia altresì scostamenti significativi rispetto alla media del listino azionario. In particolare nel caso delle azioni Seat PG il differenziale tra prezzo della domanda e dell'offerta risulta significativamente superiore alla media dell'indice FTSE MIB (5% vs 0,1%).
- L'osservazione dei prezzi di borsa delle azioni Seat PG successivamente alla data del 28 giugno 2013 conferma quanto sopra illustrato circa la scarsa significatività dei prezzi di borsa.

Prezzo azioni Seat Pagine Gialle S.p.A.		
	SPG ordinarie	Market Cap (€mln)
Deposito piano ristrutturazione (28 giugno 2013)	0,0018	29,4
Media 1 mese	0,0019	30,6
Media 3 mesi	0,0018	30,0
Media 6 mesi	0,0024	39,9
Media 1 anno	0,0091	68,7

Analisi del prezzo di emissione delle nuove azioni a servizio del warrant

- E' stata condotta un'analisi relativa al prezzo di esercizio degli strumenti opzionali (warrant) che gli Amministratori di Seat PG intendono assegnare gratuitamente agli azionisti esistenti. Per la descrizione delle caratteristiche di tali strumenti si rimanda a pagina 8 delle presente relazione.
- Abbiamo condotto un'analisi relativamente a strumenti con caratteristiche comparabili ai warrant oggetto di assegnazione agli azionisti Seat PG, emessi da società quotate italiane, operanti in settori diversi dal finanziario e dall'immobiliare. Gli strumenti selezionati non includono i covered warrant che presentano caratteristiche diverse rispetto ai warrant propriamente detti (l'emittente del covered warrant non è la società che emette le azioni e, nella maggior parte dei casi, non è previsto l'acquisto o la vendita effettiva del sottostante ma la regolazione delle posizioni avviene per cassa).
- Le analisi condotte su strumenti comparabili evidenziano come il prezzo di esercizio, di norma determinato con riferimento ai valori di borsa dei titoli sottostanti, incorpori un premio di emissione mediamente pari al 13%.

Analisi di benchmark

Sottostante	Initial Strike Price	Prezzo azione ad emissione (Unadjusted)	Num azioni per ogni warrant	Premio ad emissione	Data emissione	Data inizio esercizio
Enertronica	2,60	3,00	1,00	(13%)	15-mar-2013	1-set-2013
Primi sui motori	24,00	24,99	1,00	(4%)	25-lug-2012	1-feb-2013
Sesa	9,50	9,80	1,00	(3%)	27-giu-2011	1-mar-2013
Safe Bag	2,25	2,25	1,00	(0%)	12-set-2013	15-nov-2013
Prima Industrie	8,50	8,10	1,00	5%	28-dic-2009	25-gen-2010
Mc Link	9,05	8,50	0,50	6%	22-feb-2013	3-feb-2014
Sacom	10,67	9,70	1,00	10%	23-apr-2013	5-mag-2014
Compagnia della ruota	1,20	1,00	1,00	20%	30-lug-2012	3-set-2012
Ergy Capital	0,70	0,53	1,00	32%	30-lug-2010	15-ott-2010
Tiscali	0,80	0,60	0,05	34%	12-ott-2009	1-dic-2009
Zucchi	0,20	0,13	0,50	56%	30-nov-2011	22-dic-2011
Media				13%		

Conclusioni

Prezzo di emissione delle nuove azioni Seat PG

- In ipotesi di esecuzione della ristrutturazione del debito e delle altre operazioni previste dalle Proposte di Concordato Preventivo, il valore economico del 100% del capitale di Seat PG, stimabile con il metodo dei flussi di cassa scontati, è compreso nell'intervallo tra Euro 180 milioni e Euro 240 milioni. Le risultanze dell'applicazione del metodo dei multipli di borsa, quale metodo di controllo, confermano tali risultati.
- La capitalizzazione di borsa attuale e storica del titolo Seat PG non rappresenta, per le ragioni richiamate in precedenza, un elemento di riferimento attendibile.
- Il valore al quale l'Aumento di Capitale sarà rilevato nel bilancio di Seat PG oggi non è noto; in base ai principi contabili IAS-IFRS tale valore sarà determinato pari al valor equo delle azioni alla data di efficacia dell'operazione, tenendo conto delle quotazioni di borsa del titolo a tale data futura e con riferimento alla nuova base di capitale.
- Poiché il nuovo capitale di Seat PG sarà liberato a fronte di rinuncia o compensazione di crediti vantati da terzi il valore contabile delle passività estinte, che ammonterebbe a complessivi Euro 1.487,3 milioni circa, costituisce un elemento di riferimento significativo in quanto corrisponde all'impatto finanziario effettivo dell'operazione in capo alla Società.

Rapporto di emissione

- L'aumento del capitale di Seat PG e le altre operazioni collegate costituiscono fasi esecutive delle Proposte di Concordato Preventivo che risultano indispensabili al fine di ricostituire la dotazione patrimoniale della Società e di assicurare la continuità operativa delle imprese del gruppo Seat.
- Il valore finanziario attribuibile al capitale sociale di Seat PG, alla data attuale e prima dell'esecuzione delle operazioni previste dal concordato, è pari a zero; rispetto ad esso, pertanto, non possono configurarsi effetti diluitivi del valore degli azionisti esclusi dal diritto di opzione.
- Nel caso di specie, qualunque sia il rapporto di emissione proposto, le condizioni di un'operazione che ripristina, seppur in misura parziale minima, il valore del capitale preesistente sono per definizione congrue, dal punto di vista finanziario, nei confronti degli attuali azionisti Seat PG.

Prezzo di esercizio del warrant

- Per strumenti comparabili emessi da società quotate il prezzo di esercizio è di norma determinato con riferimento al valore di borsa del titolo sottostante, rilevato su periodi temporali congruenti rispetto al periodo di esercizio, e incrementato di un premio di emissione che abbiamo rilevato mediamente pari al 13%.

Allegati

Allegati

Metodo DCF: stima tasso attualizzazione

Caso Base

Costo medio ponderato del capitale		
	Business As is	Aree Sviluppo
Tasso risk-free (Rf)	3,9%	3,9%
Premio di mercato (MRP)	5,0%	5,0%
Beta unlevered (B _u)	0,8	0,8
Beta levered (B _l)	0,8	0,8
Additional premium	3,0%	6,0%
Costo capitale proprio (Ke)	10,9%	13,9%
E/D+E	100%	100%
Costo medio ponderato del capitale	10,9%	13,9%
G rate	2,0%	2,0%

Ke ponderato					
	2014	2015	2016	2017	2018
Ke Business as is	10,6%	10,0%	8,8%	7,5%	6,9%
Ke Aree di sviluppo	0,4%	1,1%	2,6%	4,2%	5,1%
Ke Ponderato	10,9%	11,1%	11,4%	11,8%	12,0%

Caso Upside

Costo medio ponderato del capitale Business as is	
Tasso risk-free (Rf)	3,9%
Premio di mercato (MRP)	5,0%
Beta unlevered (B _u)	0,8
Beta levered (B _l)	0,8
Size premium	3,0%
Costo capitale proprio (Ke)	10,9%
E/D+E	100%
Costo medio ponderato del capitale	10,9%
G rate	2,0%

Allegati

Multipli di borsa

Campione comparabili settore "Directories"	Paese	Capitalizzazione di borsa	Posizione finanziaria netta	Enterprise Value	Beta Unlevered	EV/EBITDA			
						2013	2014	2015	
Euro mln									
DEX MEDIA INC	US	107	1.937	2.045	n.s.	n.a.	n.a.	n.a.	
SOLOCAL GROUP	FR	430	1.628	2.059	n.s.	5,0x	5,7x	5,7x	
ENIRO AB	SW	324	306	630	0,9	6,2x	5,9x	6,1x	
YELLOW MEDIA LTD	CA	287	425	712	0,7	2,4x	3,1x	3,4x	
Media						0,8	4,6x	4,9x	5,1x

Fonte: Bloomberg, dati rilevati in data 10 gennaio 2014, capitalizzazione di borsa calcolata come media 120 giorni trading

Allegati

Dettaglio surplus assets

Dettaglio surplus assets	
€ mln	
Dividendi Telegate 2012	6,2
Partecipazioni	9,9
<i>di cui partecipazione in Consodata</i>	9,0
<i>di cui partecipazione in DLS</i>	0,9
Altri crediti	7,3
<i>di cui crediti rimborso IRES</i>	4,9
<i>di cui prestiti al personale</i>	1,5
<i>di cui depositi cauzionali</i>	0,8
Totale surplus assets	23,4

Allegati

Analisi quotazioni di borsa titolo Seat PG



Prezzo azioni Seat Pagine Gialle S.p.A.

	SPG ordinarie	Market Cap (€mln)
Last (14 gennaio 2014)	0,0018	29,5
Deposito piano ristrutturazione (28 giugno 2013)	0,0018	29,4
Media 1 mese	0,0019	30,6
Media 3 mesi	0,0018	30,0
Media 6 mesi	0,0024	39,9
Media 1 anno	0,0091	68,7

Bid-ask spread

	Seat Pagine Gialle	FTSE MIB
14-gen-14	5,3%	0,09%
28-giu-13	5,3%	0,17%
Media 1 mese	5,2%	0,12%
Media 3 mesi	5,3%	0,11%
Media 6 mesi	4,7%	0,10%
Media 1 anno	3,0%	0,10%

Controvalore medio contratti

	Seat Pagine Gialle	FTSE MIB
14-gen-14	256	10.056
28-giu-13	1.171	7.952
Media 1 mese	1.099	8.329
Media 3 mesi	1.083	8.479
Media 6 mesi	1.290	8.364
Media 1 anno	1.530	8.184

Fonte: Data Information Provider



cutting through complexity

© 2014 KPMG Advisory S.p.A. è una società per azioni di diritto italiano e fa parte del network KPMG di entità indipendenti affiliate a KPMG International Cooperative ("KPMG International"), entità di diritto svizzero. Tutti i diritti riservati.

Denominazione e logo KPMG e "cutting through complexity" sono marchi e segni distintivi di KPMG International.