



our **power**, your **passion**

## **DOCUMENTO INFORMATIVO**

(Ai sensi degli articoli 71 e 71 bis del Regolamento approvato con deliberazione Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche ed integrazioni)

ACQUISIZIONE DA PARTE DEL

GRUPPO EMAK

dell'intero capitale sociale di  
**BERTOLINI S.p.A.**

**23 gennaio 2008**



**Emak S.p.A.** Member of the Yama Group  
Via Fermi, 4 – 42011 Bagnolo in Piano (Reggio Emilia) ITALY  
Tel. +39 0522 956611 – Fax +39 0522 951555  
info@emak.it – www.emak.it

## SINTESI DEI DATI ECONOMICI E PATRIMONIALI CONSOLIDATI PRO-FORMA AL 30 GIUGNO 2007

### DATI ECONOMICI

(Migliaia di Euro)	Gruppo Emak IFRS al 30.6.2007	Bertolini IFRS al 30.6.2007	Dati consolidati pro-forma al 30.6.2007
Ricavi	130.189	13.657	140.868
Risultato operativo	19.008	1.100	20.042
Risultato prima delle imposte	18.567	860	19.199
Risultato di terzi	(40)	-	(40)
<b>Risultato di Gruppo</b>	<b>12.395</b>	<b>464</b>	<b>12.709</b>

### DATI PATRIMONIALI

(Migliaia di Euro)	Gruppo Emak IFRS al 30.6.2007	Bertolini IFRS al 30.6.2007	Dati consolidati pro-forma al 30.6.2007
Attività non correnti	50.567	2.101	54.905
Attività correnti	150.916	19.468	168.551
<b>Totale attività</b>	<b>201.483</b>	<b>21.569</b>	<b>223.456</b>
Patrimonio netto del Gruppo	89.592	4.709	89.284
Patrimonio netto di terzi	481	-	481
<b>Patrimonio netto consolidato</b>	<b>90.073</b>	<b>4.709</b>	<b>89.765</b>
Passività non correnti	23.889	4.116	28.279
Passività correnti	87.521	12.744	105.412
<b>Totale passività e patrimonio netto</b>	<b>201.483</b>	<b>21.569</b>	<b>223.456</b>

### DATI PRO-FORMA PER AZIONE

(Euro)	Bilancio Consolidato (storico) Emak al 30.6.2007	Bilancio Consolidato (pro-forma) Emak al 30.6.2007
Risultato economico ordinario dopo la tassazione	0,4485	0,4599
Risultato economico netto	0,4499	0,4613
Cash Flow	0,5474	0,5646
<b>N° azioni prese a riferimento</b>	<b>27.636.418</b>	<b>27.636.418</b>

## INDICE

<b>1</b>	<b>AVVERTENZE .....</b>	<b>p.8</b>
1.1	Rischi connessi all'Operazione di Acquisizione .....	p.8
1.2	Rischi connessi ai dati economici, patrimoniali e finanziari ed informazioni relative a Bertolini contenute nel Documento Informativo .....	p.8
1.3	Rischi connessi a possibili scostamenti dei dati finanziari consolidati pro-forma forniti nel Documento Informativo dai reali risultati del Gruppo .....	p.9
1.4	Rischi relativi all'eventuale incapacità di realizzare le sinergie attese.....	p.9
1.5	Rischi connessi alle operazioni con parti correlate .....	p.9
1.6	Aggiornamento dei profili di rischio e delle incertezze evidenziate nel Documento informativo .....	p.10
1.6.1	Verifica fiscale in corso .....	p.10
1.6.2	Partecipazione in Euro Reflex d.o.o .....	p.11
<b>2</b>	<b>INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE .....</b>	<b>p.12</b>
2.1	Descrizione sintetica delle modalità e dei termini dell'Operazione di Acquisizione .....	p.12
2.1.1	Descrizione della Società oggetto dell'Operazione di Acquisizione .....	p.12
2.1.2	Modalità, condizioni e termini dell'Operazione .....	p.12
2.1.3	Fonti di finanziamento .....	p.13
2.2	Motivazioni e finalità dell'Operazione di Acquisizione .....	p.15
2.2.1	Motivazioni dell'Operazione con particolare riguardo agli obiettivi gestionali dell'Emittente .....	p.13
2.2.2	Indicazione dei programmi elaborati dall'Emittente relativamente a Bertolini .....	p.13

<b>2.3</b>	Rapporti con la società oggetto dell'Operazione ed i soggetti da cui l'attività è stata acquistata .....	p.14
<b>2.3.1</b>	Rapporti significativi intrattenuti dall'Emittente, direttamente o indirettamente tramite società controllate, con la società oggetto dell'Operazione e in essere al momento dell'effettuazione dell'Operazione stessa .....	p.14
<b>2.3.2</b>	Rapporti o accordi significativi tra l'Emittente, le società da questo controllate, i dirigenti e gli amministratori dell'Emittente e i soggetti da cui la partecipazione è stata acquistata.....	p.15
<b>2.3.3</b>	Compensi dei componenti del Consiglio di amministrazione .....	p.15
<b>2.4</b>	Documenti a disposizione del pubblico .....	p.16
<b>2.4.1</b>	Luoghi in cui la documentazione può essere consultata .....	p.16
<b>3</b>	<b>EFFETTI SIGNIFICATIVI DELL'OPERAZIONE .....</b>	<b>p.17</b>
<b>3.1</b>	Effetti significativi dell'Operazione sui fattori chiave che influenzano e caratterizzano l'attività dell'Emittente nonché sulla tipologia di attività svolta dall'Emittente medesima .....	p.17
<b>3.2</b>	Implicazioni dell'Operazione sulle linee strategiche afferenti i rapporti commerciali, finanziari e di prestazioni accentrate di servizi tra le imprese del Gruppo Emak .....	p.17
<b>4</b>	<b>DATI ECONOMICI, PATRIMONIALI E FINANZIARI RELATIVI A BERTOLINI .....</b>	<b>p.18</b>
<b>4.1</b>	Dati economici, patrimoniali e finanziari relativi alla partecipazione acquisita .....	p.18
<b>4.1.1</b>	Prospetti comparativi riclassificati degli stati patrimoniali relativi al 31 dicembre 2006 e 2005 e dei conti economici per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2006 e 2005 di Bertolini .....	p.19
<b>4.1.2</b>	Note esplicative .....	p.20

<b>5</b>	<b>DATI ECONOMICI, PATRIMONIALI E FINANZIARI PRO-FORMA DELL'EMITTENTE</b> .....	<b>p.32</b>
<b>5.1</b>	Premessa e scopi della presentazione dei dati consolidati pro-forma .....	p.32
<b>5.2</b>	Prospetti degli stati patrimoniali e dei conti economici consolidati pro-forma per il semestre chiuso al 30 giugno 2007 .....	p.33
<b>5.2.1</b>	Ipotesi adottate nell'elaborazione dei dati consolidati pro-forma .....	p.35
<b>5.2.2</b>	Descrizione degli effetti pro-forma dell'operazione di acquisizione.....	p.35
<b>5.3</b>	Indicatori pro-forma per azione di Emak .....	p.41
<b>5.3.1</b>	Dati per azione storici e pro-forma a seguito dell'operazione di acquisizione	p.41
<b>5.3.2</b>	Variazioni significative dei dati per azione registrate per effetto dell'Operazione .....	p.41
<b>5.4</b>	Relazione della società di revisione concernente l'esame dei dati economici e patrimoniali pro-forma .....	p.41
<b>6</b>	<b>PROSPETTIVE DELL'EMITTENTE E DEL GRUPPO AD ESSO FACENTE CAPO</b> .....	<b>p.42</b>
<b>6.1</b>	Indicazioni generali sull'andamento degli affari dell'Emittente dalla chiusura dell'esercizio cui si riferisce l'ultimo bilancio pubblicato .....	p.42
<b>6.1.1</b>	Tendenze significative registrate nei primi nove mesi dell'esercizio 2007 ....	p.42
<b>6.1.2</b>	Informazioni relative alla ragionevole previsione dei risultati e della posizione finanziaria dell'esercizio 2007 .....	p.42

Allegati:

- **Allegato A:** Relazione di stima del valore economico del 100% del capitale sociale di Bertolini
- **Allegato B:** Relazione della società di revisione FIDITAL Revisione S.r.l. sull'esame dei prospetti consolidati pro-forma

## DEFINIZIONI

Sono indicati di seguito le principali definizioni ed i termini tecnici riguardanti l'Operazione di cui al presente Documento Informativo, in aggiunta a quelli indicati nel testo.

## GLOSSARIO

<b>“Advisor”</b>	Studio Baldi Associazione Professionale con sede in Reggio Emilia, via G. Gutenberg n. 3.
<b>“Bertolini”</b>	BERTOLINI S.p.A. (già Yabe S.p.A.) con sede in Reggio Emilia, Strada della Mirandola n. 11.
<b>“Borsa Italiana”</b>	Borsa Italiana S.p.A., con sede in Milano, Piazza degli Affari n. 6.
<b>“CONSOB”</b>	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa con sede in Roma, via G.B. Martini n. 3.
<b>“Data del documento informativo”</b>	La data di messa a disposizione del pubblico (ai sensi dell'art. 71 bis, secondo comma, del REGOLAMENTO EMITTENTI) e di contestuale trasmissione a CONSOB (ai sensi dell'art. 91 bis del REGOLAMENTO EMITTENTI) del presente DOCUMENTO INFORMATIVO.
<b>“Documento informativo”</b>	Il presente documento informativo redatto ai sensi degli articoli 71, quarto comma, e 71 bis del REGOLAMENTO EMITTENTI, in relazione all'operazione di ACQUISIZIONE.
<b>“Emittente” o “Emak”</b>	EMAK S.p.A. con sede in Bagnolo in Piano (RE), Via E. Fermi n. 4.
<b>“Esperto”</b>	Il dott. Alberto Pigozzi, Chartered Financial Analyst di FMP Associati.
<b>“Gruppo Emak”</b>	Indica EMAK S.p.A. e tutte le società da questa controllate ai sensi dell'art. 2359, primo comma, codice civile.
<b>“Yama”</b>	YAMA S.p.A. con sede in Reggio Emilia, Via Meuccio Ruini n. 74/L.
<b>“Gruppo Yama”</b>	Indica YAMA S.p.A. e tutte le società da questa controllate ai sensi dell'art. 2359, primo comma, del codice civile.
<b>“Operazione di Acquisizione”</b>	L'operazione, oggetto del presente DOCUMENTO INFORMATIVO, di acquisizione della partecipazione di BERTOLINI S.p.A. da parte di EMAK S.p.A..
<b>“Principi contabili internazionali IAS/IFRS”</b>	Tutti gli <i>“International Financial Reporting Standards”</i> adottati dall'Unione Europea, che comprendono tutti gli <i>“International Accounting Standards”</i> (IAS), tutti gli <i>“International Financial Reporting Standards”</i> (IFRS), tutte le interpretazioni dell' <i>“International Financial Reporting Interpretation Committee”</i> (IFRIC), precedentemente denominate <i>“Standing Interpretation Committee”</i> (SIC).

**“Regolamento Emittenti”**

Il regolamento di attuazione del TUF, concernente la disciplina degli emittenti, adottato da CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni ed integrazioni.

**“Società partecipanti all’acquisizione”**

Le società partecipanti all’acquisizione e, segnatamente, Bertolini S.p.A. e il Gruppo Emak.

**“TUF”**

Il D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 e successive modifiche e integrazioni.



## 1 AVVERTENZE

Vengono riportati di seguito, in sintesi, i principali fattori di rischio e le incertezze derivanti dall'Operazione di Acquisizione che possano condizionare, in misura significativa, l'attività di Emak, nonché l'aggiornamento dei profili di rischio e le incertezze evidenziati nei prospetti e nei documenti informativi redatti in precedenza.

### 1.1 Rischi connessi all'operazione di acquisizione

Il processo di integrazione di Bertolini nel Gruppo Emak comporta i rischi tipici dell'integrazione di una società in un Gruppo già esistente, e, quindi, difficoltà relative all'integrazione dell'attività, dei prodotti, dei canali di vendita, dell'attività di ricerca e sviluppo e della gestione della società acquisita.

Il processo di integrazione tra le società del Gruppo Emak e Bertolini, comporta, tra l'altro, il coordinamento del management, della strategia, e dell'operatività delle realtà aziendali. Detto processo presenta i rischi tipici di un'operazione di integrazione di una società e quindi le difficoltà relative all'integrazione dei processi, dei sistemi operativi e del personale della società acquisita in un'organizzazione societaria di maggiori dimensioni. Il completamento del citato processo di integrazione dovrebbe peraltro realizzarsi in tempi brevi.

L'eventuale mancato completamento del processo di integrazione nei tempi previsti potrebbe avere effetti negativi sui risultati economici consolidati del Gruppo Emak.

### 1.2 Rischi connessi ai dati economici, patrimoniali e finanziari ed informazioni relativi a Bertolini contenute nel Documento Informativo

Il contratto di acquisizione della partecipazione è stato perfezionato in data 11 gennaio 2008 (di seguito il "**Contratto di Acquisizione**") e, conseguentemente, il controllo societario di Bertolini è trasferito ad Emak a partire dalla stessa data. L'Emittente, pertanto, non assume alcuna responsabilità, diretta e/o indiretta, in relazione alla veridicità, esaustività o completezza di ogni e qualsiasi informazione inerente i bilanci di Bertolini al 31 dicembre 2006 e 2005, predisposti in conformità ai principi contabili di generale applicazione in Italia nonché in relazione allo stato patrimoniale ed al conto economico relativi al semestre chiuso al 30 giugno 2007, predisposti in conformità ai principi contabili internazionali IAS/IFRS ai soli fini della redazione dei dati economici e patrimoniali pro-forma contenuti nel presente Documento Informativo (cfr. Capitolo 5, par. 5.1.)

Al presente documento è inoltre allegata la relazione di stima del valore economico di Bertolini predisposta in data 7 gennaio 2008 da un professionista indipendente, il dott. Alberto Pigozzi, Chartered Financial Analyst di FMP Associati, a supporto del corrispettivo dell'Operazione di Acquisizione (Allegato A).

Le informazioni su Bertolini contenute nel presente Documento Informativo sono principalmente desunte dai dati e dalle informazioni alle quali l'Emittente ha avuto accesso nel corso delle attività di due diligence e delle trattative condotte ai fini della stipulazione del Contratto di Acquisizione, così come integrate, per quanto possibile, nel periodo intercorrente tra la conclusione dell'Operazione di Acquisizione e la data di deposito del presente Documento Informativo. L'Emittente, pur ritenendo le informazioni predette sufficienti per

addivenire alla sottoscrizione del Contratto di Acquisizione, che include specifiche garanzie rilasciate da Yama, non può assicurare che le stesse siano idonee o sufficienti ai fini di illustrare in maniera esaustiva Bertolini al pubblico degli investitori.

### **1.3 Rischi connessi a possibili scostamenti dei dati finanziari consolidati pro-forma forniti nel Documento Informativo dai reali risultati del Gruppo**

Il Documento Informativo contiene informazioni pro-forma, predisposte al fine di riflettere retroattivamente gli effetti significativi dell'Operazione e della relativa operazione di finanziamento, per quanto riguarda lo stato patrimoniale consolidato pro-forma, come se l'Operazione e la relativa operazione finanziaria fossero state poste in essere il 30 giugno 2007 e per quanto riguarda il conto economico consolidato pro-forma come se le stesse fossero state poste in essere il 1° gennaio 2007. Trattandosi di rappresentazioni costruite su ipotesi, qualora l'Operazione e la connessa operazione finanziaria fossero realmente state realizzate alle date prese a riferimento per la predisposizione delle informazioni pro-forma, anziché alla data di efficacia, non necessariamente i dati storici sarebbero stati corrispondenti a quelli pro-forma.

Le informazioni pro-forma sono state predisposte partendo dalla relazione semestrale consolidata di Emak S.p.A. al 30 giugno 2007 redatta in conformità ai principi contabili internazionali IAS/IFRS. Le rettifiche pro-forma sono relative all'acquisizione del controllo di Bertolini da parte del Gruppo Emak avvenuta in data 11 gennaio 2008 con la sottoscrizione del Contratto di Acquisizione.

Le informazioni pro-forma al 30 giugno 2007 sono state oggetto di esame da parte della società di revisione Fidital Revisione S.r.l. con riferimento: a) alla ragionevolezza delle ipotesi di base per la redazione dei dati pro-forma, b) alla corretta applicazione della metodologia utilizzata e c) alla correttezza dei principi contabili utilizzati per la redazione dei dati pro-forma.

Le informazioni pro-forma non riflettono dati prospettici, non sono rappresentative dei risultati e dei flussi di cassa effettivamente conseguiti dal Gruppo Emak, né sono indicative della posizione finanziaria e patrimoniale, nonché dei risultati futuri del Gruppo.

### **1.4 Rischi relativi all'eventuale incapacità di realizzare le sinergie attese**

Per effetto dell'Operazione di Acquisizione, l'Emittente ha identificato specifici progetti volti ad ottenere una maggiore integrazione delle attività economiche del gruppo Emak e di Bertolini. I Consigli di amministrazione di entrambe le società ritengono che l'acquisizione possa generare sinergie commerciali e produttive con un impatto positivo sui ricavi e un contenimento dei costi produttivi; peraltro, non si può escludere che tali sinergie siano realizzate in misura inferiore a quella attesa, con un possibile minor effetto sul risultato atteso del bilancio consolidato dell'esercizio in corso. Lo stesso minor effetto si potrebbe verificare nel caso in cui la realizzazione effettiva delle sinergie identificate richiedesse tempi più lunghi rispetto a quelli pianificati.

### **1.5 Rischi connessi alle operazioni con parti correlate**

Le azioni detenute in Bertolini vengono cedute ad Emak da parte di Yama S.p.A.. L'Operazione di

Acquisizione è realizzata fra controparti non indipendenti, ai sensi dell'art. 2359, primo comma del codice civile, in quanto Yama è socio unico di Bertolini nonché controllante di Emak. Bertolini è soggetta alla direzione e coordinamento da parte di Yama ai sensi dell'art. 2497 bis del codice civile. Yama detiene una percentuale del 74,28% delle azioni di Emak; una quota del 32,89% era già detenuta da Yama direttamente mentre un'ulteriore quota del 41,39% è stata ottenuta a seguito della fusione per incorporazione, il cui atto ha effetto a partire dal 14 dicembre 2007, della società di diritto olandese D-LITE NETHERLANDS B.V., della quale Yama deteneva il 100% del capitale sociale. In considerazione del fatto che l'operazione è realizzata fra parti correlate, il prezzo di acquisizione è supportato dalla relazione di stima del valore economico di Bertolini predisposta, in data 7 gennaio 2008, da un professionista indipendente designato da Emak, il dott. Alberto Pigozzi, Chartered Financial Analyst di FMP Associati (Allegato A).

Il presente documento tiene pertanto conto del fatto che l'operazione di acquisto viene effettuata nei confronti della società controllante sia dell'Emittente che della società acquisita ed è quindi conforme all'allegato 3B, schemi 3 del Regolamento Emittenti.

Si segnala inoltre che i signori Giacomo Ferretti, Aimone Burani, Guerrino Zambelli, Vilmo Spaggiari, Paola Becchi e Luigi Bartoli sono componenti dei Consigli di amministrazione sia di Yama che di Emak. Il sig. Giacomo Ferretti è presidente del Consiglio di amministrazione ed il sig. Aimone Burani è vicepresidente e amministratore delegato di Emak S.p.A.. Inoltre, il sig. Luigi Bartoli è anche membro del Consiglio di amministrazione di Bertolini.

Sulla base di quanto previsto dal contratto di cessione, Yama S.p.A. si è impegnata a far dimettere dalla carica tutti i componenti del Consiglio di amministrazione di Bertolini entro la data di effettivo trasferimento delle azioni, in coincidenza con la quale verrà convocata un'assemblea per la nomina dei nuovi Amministratori.

## **1.6 Aggiornamento dei profili di rischio e delle incertezze evidenziate nel Documento informativo**

### **1.6.1 Verifica fiscale in corso**

Come indicato nella nota O del successivo paragrafo 4.1.2, nel corso dell'esercizio 2006 è stato notificato a Bertolini un processo verbale di constatazione, da parte della Polizia Tributaria di Reggio Emilia, relativamente ai periodi d'imposta 1999-2005 per quanto riguarda le imposte dirette e l'IVA, nel quale sono accertate maggiori imposte per Euro 302 mila, oltre a sanzioni potenziali comprese tra un minimo di Euro 302 mila e un massimo di Euro 604 mila.

Nel corso del mese di dicembre 2007 l'Agenzia delle Entrate di Reggio Emilia ha notificato alla società gli avvisi di accertamento con adesione distinti per singolo periodo d'imposta. Relativamente ad ogni periodo d'imposta, la società ha presentato e depositato in data 3 gennaio 2008, innanzi alla Commissione Tributaria Provinciale di Reggio Emilia, i ricorsi avversi agli avvisi di accertamento ricevuti. Con riferimento al periodo d'imposta 1999, la Commissione Tributaria Provinciale di Reggio Emilia ha depositato, in data 3 ottobre 2007, la sentenza con la quale vengono accolte le ragioni addotte dalla parte ricorrente nel ricorso e viene dichiarato nullo l'accertamento; ad oggi non sono decorsi i termini per l'impugnativa in appello della sentenza

da parte dell'ufficio.

In ogni caso, nel Contratto di Acquisizione Yama ha rilasciato una specifica garanzia per il risarcimento ad Emak delle eventuali passività fiscali emergenti da un esito negativo dei ricorsi presentati.

### **1.6.2 Partecipazione in Euro Reflex d.o.o.**

Come indicato nella nota C del successivo paragrafo 4.1.2, Bertolini è titolare di una quota di partecipazione in Euro Reflex d.o.o., anche attraverso Simest S.p.A., del 20% per un costo complessivo di euro 246 mila; ad Euro Reflex è stato inoltre erogato un finanziamento fruttifero di Euro 400 mila. Il differenziale fra costo della partecipazione e frazione di patrimonio netto della stessa al 31 dicembre 2006, pari ad Euro 124 mila, è esposto fra i richiami d'informativa della relazione volontaria della società di revisione Fausto Vittucci S.a.s., come riportato al successivo paragrafo 4.1.

Euro Reflex d.o.o. è una società di diritto croato con sede ad Osijek, alla quale sono demandate attività produttive di carpenteria metallica e la realizzazione di componenti metallici.

Nello stato patrimoniale attivo chiuso al 30 giugno 2007 il valore complessivo della partecipazione e del finanziamento per Euro 646 mila è esposto al netto del debito finanziario verso Simest S.p.A per Euro 116 mila ed è stato classificato nella voce "Attività non correnti destinate alla dismissione" per effetto del contenuto della convenzione sottoscritta fra Bertolini e Yama in data 4 giugno 2007. Con la stipula della convenzione Yama si è impegnata:

1. ad acquistare la partecipazione del 10,56% detenuta direttamente da Bertolini al valore nominale;
2. a subentrare negli obblighi contrattuali, in essere con Simest S.p.A., per il riacquisto della quota del 9,44%;
3. a rimborsare il finanziamento erogato da Bertolini a favore di Euro Reflex d.o.o..

Tale decisione è stata assunta con l'obiettivo di supportare finanziariamente la società partecipata la cui fase di start-up produttivo, ed il conseguente raggiungimento di un soddisfacente equilibrio economico e produttivo, si sta procrastinando oltre i tempi originariamente previsti.

Un risultato economico di sostanziale pareggio è atteso per l'esercizio 2009.

## **2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE**

### **2.1 Descrizione sintetica delle modalità e dei termini dell'Operazione di Acquisizione**

#### **2.1.1 Descrizione della Società oggetto dell'Operazione di Acquisizione**

La denominazione sociale della società acquisita è Bertolini S.p.A.; è una società di diritto italiano con sede legale in Reggio Emilia, Strada della Mirandola, n. 11, iscritta nel Registro delle Imprese di Reggio Emilia (codice fiscale numero: 01681710354).

Il capitale sociale di Bertolini è di Euro 1.501 mila, interamente sottoscritto e versato ed è suddiviso in 2.887.000 azioni del valore nominale di € 0,52 ciascuna.

Bertolini opera nel settore della piccola e media meccanizzazione agricola, tramite la produzione di prodotti professionali e semiprofessionali per l'agricoltura e il giardinaggio. Le principali famiglie di prodotto sono costituite da motocoltivatori e motofalciatrici, motozappe e transporter (piccole trattrici con pianale di carico per usi agricoli); prodotti residuali sono rappresentate principalmente da spaccalegna, tritacarne e nebulizzatori.

I fattori critici di successo del settore sono riconducibili alla forza del marchio e dell'immagine aziendale, al rapporto qualità/prezzo dei prodotti finiti, alla profondità della gamma commerciale e alla capacità aziendale di muoversi in termini di flessibilità. Un adeguato livello di flessibilità è ricercato tramite l'esternalizzazione di una parte del processo produttivo a terzi, mentre le attività logistiche, di montaggio e verniciatura sono gestite internamente. Una parte delle attività di carpenteria e lavorazione di componenti meccanici è realizzata dalla società partecipata Euro Reflex d.o.o..

Il fatturato della società è realizzato per circa il 55% nei mercati esteri, di cui il 35% in Europa occidentale ed il 10% nei mercati emergenti dell'est europeo. I clienti più importanti sono importatori, distributori e dealers. Il fatturato realizzato nei confronti di società facenti parte del Gruppo Emak è pari a circa il 10% del fatturato. Con riferimento ai risultati economici si rinvia a quanto descritto nel cap. 4 del Documento Informativo.

#### **2.1.2 Modalità, condizioni e termini dell'Operazione**

Il presente paragrafo del Documento Informativo ha l'obiettivo di fornire informazioni in relazione all'acquisizione della partecipazione da parte di Emak S.p.A.. Il Contratto di Acquisizione delle azioni è stato siglato tra le parti in data 11 gennaio 2008 mentre in data 15 gennaio 2008 è avvenuta la girata dei titoli azionari a favore di Emak.

Pertanto, l'inclusione di Bertolini nel perimetro di consolidamento di Emak avviene con decorrenza dall'inizio dell'esercizio 2008.

Il corrispettivo della partecipazione acquisita è stato determinato in base ai principi ed ai criteri indicati nel documento "Guida alla Valutazione" emanato da Borsa Italiana. In particolare, nella determinazione del valore economico, "Enterprise Value", della società è stato utilizzato il metodo dell'"attualizzazione dei flussi di cassa futuri (DCF)" confrontato con il metodo del valore aggiunto che tenta di esplicitare la capacità dell'impresa di offrire un'extra-remunerazione al capitale investito. Il valore del capitale economico dell'azienda, "Equity Value", è pari alla somma del valore dei flussi di cassa attesi attualizzati e del valore

terminale stimato dell'azienda (valore economico) a cui viene sottratta la posizione finanziaria netta negativa. Il prezzo di acquisto ottenuto in base all'applicazione di tale metodologia è stato assoggettato a relazione di stima, predisposta in data 7 gennaio 2008, da parte di un professionista indipendente, il dott. Alberto Pigozzi, Chartered Financial Analyst di FMP Associati (Allegato A).

Il Contratto di Acquisizione siglato in data 11 gennaio 2008 contiene una clausola a garanzia dell'acquirente connessa all'eventuale manifestazione di passività e/o all'insorgere di sopravvenienze passive e/o insussistenze dell'attivo non dichiarate e non incluse nella situazione patrimoniale di Bertolini al 30 novembre 2007, allegata al citato contratto. A tal proposito Yama provvederà a rimborsare ad Emak, limitatamente alla parte eccedente la franchigia di Euro 65 mila concordata tra le parti, l'importo delle passività che dovessero gravare su Bertolini, successivamente alla data di trasferimento delle azioni, per operazioni avvenute anteriormente a tale data. Analoga previsione contrattuale è stata inserita a favore di Yama a fronte di eventuali sopravvenienze attive e/o insussistenze passive.

### **2.1.3 Fonti di finanziamento**

Il debito maturato nei confronti di Yama a seguito dell'acquisizione, è stato regolato per contanti contestualmente alla data di girata delle azioni. Per far fronte a tale esborso finanziario Emak ha fatto ricorso all'utilizzo di linee di affidamento disponibili, con conseguente incremento dell'indebitamento a breve termine nei confronti degli istituti bancari. Su tali finanziamenti maturano interessi passivi a tasso variabile, incrementato di uno spread; nella predisposizione dei dati pro-forma tale tasso è stimato pari al 5%.

## **2.2 Motivazioni e finalità dell'Operazione di Acquisizione**

### **2.2.1 Motivazioni dell'Operazione con particolare riguardo agli obiettivi gestionali dell'Emittente**

Con questa operazione Emak si propone di dare impulso alla crescita del Gruppo investendo in un settore complementare al business attuale con potenzialità di sviluppo sia in termini dimensionali che di creazione di valore in considerazione delle notevoli affinità produttive, industriali e commerciali della società con il Gruppo Emak. L'operazione favorisce la crescita dimensionale del Gruppo Emak grazie all'ampliamento della gamma dei prodotti offerti in settori omogenei (motozappe, motocoltivatori, falciatrici, transporter).

Da ultimo, ma non per importanza, possono essere implementate importanti sinergie in ambito produttivo, distributivo ed organizzativo che, unitamente allo sviluppo dimensionale, dovrebbero creare le condizioni per un rafforzamento della posizione del Gruppo Emak sul mercato e una conseguente maggiore valorizzazione.

### **2.2.2 Indicazione dei programmi elaborati dall'Emittente relativamente a Bertolini**

La strategia di Emak prevede un processo di integrazione graduale della società acquisita nel Gruppo Emak. Le principali attività pianificate nell'immediato, al fine di ritrarre dall'integrazione i maggiori benefici economici, consistono, in considerazione della complementarità dei prodotti di Bertolini, in:

- utilizzo della rete commerciale del Gruppo Emak ai fini di incrementare le vendite di prodotti Bertolini, per il cui sviluppo attualmente la società si avvale di distributori e corrispondenti;

- sinergie a livello di catena di fornitura al fine di selezionare fornitori di materiali e parti componenti con un minor costo di acquisto a parità di standards qualitativi;
- sinergie a livello logistico e produttivo.

Al momento non sono previste razionalizzazioni produttive né particolari riorganizzazioni.

### **2.3 Rapporti con la società oggetto dell'Operazione ed i soggetti da cui l'attività è stata acquistata**

Emak e le società commerciali del Gruppo acquistano principalmente prodotti finiti da Bertolini ai fini della loro successiva commercializzazione.

Come indicato nel precedente paragrafo 1.4 Emak è controllata da Yama ai sensi dell'art. 2359, primo comma, del codice civile. I rapporti intrattenuti da Emak con alcune società appartenenti al Gruppo Yama sono relativi alla fornitura di componenti e materiali per i quali sono in essere sinergie legate alla ricerca tecnologica. Si tratta in buona parte di componenti strategici per i quali vengono adottate politiche di acquisto basate sui criteri di qualità ed economicità.

Il Gruppo Emak, a sua volta, fornisce ad alcune società commerciali del Gruppo Yama, prodotti finiti a completamento della loro gamma.

Tutti i rapporti infra-gruppo, sia di natura commerciale che finanziaria, sono regolati secondo le normali condizioni di mercato e non vi sono operazioni atipiche o inusuali con parti correlate.

#### **2.3.1 Rapporti significativi intrattenuti dall'Emittente, direttamente o indirettamente tramite società controllate, con la società oggetto dell'Operazione e in essere al momento dell'effettuazione dell'Operazione stessa**

I rapporti intrattenuti dal Gruppo Emak con Bertolini sono principalmente relativi all'acquisto di prodotti finiti da parte di Emak e delle controllate commerciali estere a completamento della loro gamma di prodotti. I relativi saldi economici e patrimoniali, oggetto di elisione in sede di predisposizione dei dati pro-forma, sono esposti nella seguente tabella.

<b>Bertolini S.p.A. (migliaia di Euro)</b>	<b>Ricavi</b>	<b>Crediti</b>	<b>Acquisto pf</b>	<b>Debiti</b>
Saldi economici e patrimoniali	29	2	2.917	1.516
<b>TOTALE</b>	<b>29</b>	<b>2</b>	<b>2.917</b>	<b>1.516</b>

### 2.3.2 Rapporti o accordi significativi tra l'Emittente, le società da questo controllate, i dirigenti e gli amministratori dell'Emittente e i soggetti da cui la partecipazione è stata acquistata

I saldi economici e patrimoniali per transazioni realizzate dal Gruppo Emak nei confronti di società del Gruppo Yama, sono esposti nella seguente tabella.

Vendite e ricavi verso società del Gruppo Yama S.p.A. (migliaia di euro)	Ricavi netti	Altri ricavi	Totale ricavi	Crediti
Mac Sardegna Industriale S.r.l.	472	-	472	478
Sabart S.p.A.	139	3	142	134
Tecomec S.p.A.	5	75	80	6
Unigreen S.p.A.	10	-	10	-
Garmec S.p.A.	260	-	260	251
Comet S.p.A.	85	7	92	70
Selettra S.r.l.	-	1	1	-
<b>TOTALE</b>	<b>971</b>	<b>86</b>	<b>1.057</b>	<b>939</b>

Acquisti e costi verso società del Gruppo Yama S.p.A. (migliaia di euro)	Acquisto mp e pf	Altri costi	Totale costi	Debiti
Fima S.p.A.	360	17	377	527
Selettra S.r.l.	1.292	16	1.308	1.034
Tecomec S.p.A.	777	-	777	536
Sabart S.p.A.	97	-	97	68
Comet S.p.A.	919	-	919	693
Garmec S.p.A.	11	1	12	-
Unigreen S.p.A.	37	-	37	27
Tecnol S.p.A.	1.506	14	1.520	1.171
Speed France S.A.S.	462	-	462	89
Comet France S.A.S.	31	-	31	7
Yama Immobiliare S.r.l.	-	23	23	-
Mac Sardegna Industriale S.r.l.	-	2	2	2
Tai-Long Ltd.	715	-	715	270
Yama S.p.A.	-	49	49	49
<b>TOTALE</b>	<b>6.207</b>	<b>122</b>	<b>6.329</b>	<b>4.473</b>

Non sussistono rapporti significativi intrattenuti da Emak, direttamente o indirettamente tramite società controllate, i suoi dirigenti ed amministratori e i soggetti da cui la partecipazione è stata acquistata.

### 2.3.3 Compensi dei componenti del Consiglio di amministrazione

Si rileva che i compensi percepiti dai componenti del Consiglio di amministrazione dell'Emittente e di Società da esso controllate non è previsto che subiscano variazioni significative in conseguenza dell'Operazione di Acquisizione.



## **2.4 Documenti a disposizione del pubblico**

### **2.4.1 Luoghi in cui la documentazione può essere consultata**

Il presente Documento Informativo sarà reso pubblico mediante deposito presso la sede sociale di Emak, in Bagnolo in Piano (Reggio Emilia), via E. Fermi n. 4 e presso la sede di Borsa Italiana in Milano, Piazza Affari. Lo stesso sarà disponibile in formato elettronico sul sito internet [www.emak.it](http://www.emak.it).

### **3 EFFETTI SIGNIFICATIVI DELL'OPERAZIONE**

#### **3.1 Effetti significativi dell'Operazione sui fattori chiave che influenzano e caratterizzano l'attività dell'Emittente nonché sulla tipologia di attività svolta dall'Emittente medesima**

L'Emittente ritiene che l'acquisizione di Bertolini porterà ad uno sviluppo industriale del Gruppo Emak, con una sua conseguente crescita dimensionale derivante dall'ampliamento della gamma dei prodotti offerti in settori omogenei (piccola meccanica agricola). Inoltre si ritiene che possano essere implementate importanti sinergie in ambito produttivo, commerciale ed organizzativo.

#### **3.2 Implicazioni dell'Operazione sulle linee strategiche afferenti i rapporti commerciali, finanziari e di prestazioni accentrate di servizi tra le imprese del Gruppo Emak**

Alla data del Documento Informativo, non vi è nessun accentramento di rapporti commerciali, finanziari e di prestazioni accentrate di servizi tra le società del Gruppo Emak. Non è possibile escludere che, ove ritenuto opportuno, venga posta in essere una politica di accentramento dei servizi e dei rapporti commerciali e finanziari relativi alle società del proprio Gruppo.

## **4 DATI ECONOMICI, PATRIMONIALI E FINANZIARI RELATIVI A BERTOLINI**

### **4.1 Dati economici, patrimoniali e finanziari relativi alla partecipazione acquisita**

I bilanci di Bertolini, relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2006 e 31 dicembre 2005, sono redatti in unità di Euro e predisposti in base agli schemi degli art. 2424 e 2425 del codice civile. I dati economici e patrimoniali esposti nei paragrafi seguenti sono desunti dai bilanci, sono espressi in migliaia di Euro e sono stati riclassificati omogeneamente al bilancio della società acquirente redatto in base ai principi contabili internazionali IAS/IFRS.

Il controllo contabile della società ai sensi dell'art 2409-ter e seguenti del codice civile è affidato al Collegio Sindacale il quale ha rilasciato le proprie relazioni con l'espressione di giudizi senza rilievi in data 13 aprile 2006 e 12 aprile 2007, rispettivamente sui bilanci dell'esercizio 2005 e 2006.

Lo stato patrimoniale chiuso al 31 dicembre 2005 e il bilancio chiuso al 31 dicembre 2006 sono stati inoltre assoggettati a revisione contabile su base volontaria da parte della società di revisione Fausto Vittucci & C. S.a.s..

Nella relazione della società di revisione per l'esercizio 2005 è esposta un'eccezione relativa alla mancata iscrizione di un debito finanziario per Euro 116 mila ed un corrispondente maggior valore di iscrizione della partecipazione connesso agli effetti prodotti dal contratto di riacquisto in essere con Simest S.p.A. relativamente alla quota del 9,44% del capitale sociale di Euro Reflex d.o.o. (nota C par. 4.1.2).

Nella relazione relativa all'esercizio 2006 la società di revisione ha espresso un giudizio senza rilievi evidenziando due richiami di informativa: il primo è relativo alla maggior valutazione della partecipazione detenuta in Euro Reflex d.o.o. per Euro 124 mila rispetto alla frazione di patrimonio netto di pertinenza, risultante dal bilancio della società chiuso al 31 dicembre 2006; il secondo è relativo all'accantonamento non effettuato dagli amministratori, anche in base al parere del consulente fiscale della società a fronte dei rilievi contenuti nel processo verbale di constatazione notificato alla società da parte della Polizia Tributaria di Reggio Emilia.

**4.1.1 Prospetti comparativi riclassificati degli stati patrimoniali relativi al 31 dicembre 2006 e 2005 e dei conti economici per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2006 e 2005 di Bertolini**

**Stato patrimoniale riclassificato al 31/12/2006 ed al 31/12/2005**

(migliaia di Euro)	Nota	31.12.2006	31.12.2005
<b>Attivo</b>			
<b>Attività non correnti</b>			
Immobilizzazioni materiali	A	1.125	911
Immobilizzazioni immateriali	B	90	217
Investimenti in partecipazioni	C	246	1.054
Attività fiscali per imposte differite	D	117	119
<b>Totale attività non correnti</b>		<b>1.578</b>	<b>2.301</b>
<b>Attività correnti</b>			
Rimanenze	E	8.379	7.242
Crediti commerciali e altri crediti a breve termine	F	8.186	6.748
Attività fiscali per imposte correnti	G	198	-
Altri crediti finanziari a breve termine	H	200	-
Cassa e disponibilità liquide	I	1.733	1.085
<b>Totale attività correnti</b>		<b>18.696</b>	<b>15.075</b>
<b>Totale attivo</b>		<b>20.274</b>	<b>17.376</b>
<b>Passivo</b>			
<b>Patrimonio netto</b>			
Capitale e riserve attribuibili agli azionisti	L		
Capitale emesso		1.501	1.501
Altre riserve		2.104	1.503
Utile dell'esercizio		459	601
<b>Totale patrimonio netto</b>		<b>4.064</b>	<b>3.605</b>
<b>Passività non correnti</b>			
Finanziamenti a lungo termine	M	5.311	4.158
Passività fiscali per imposte differite	D	104	82
Benefici successivi alla cessazione del rapporto di lavoro	N	854	753
Fondi a lungo termine	O	72	62
<b>Totale passività non correnti</b>		<b>6.341</b>	<b>5.055</b>
<b>Passività correnti</b>			
Debiti commerciali e altre passività a breve termine	P	5.784	5.346
Passività fiscali per imposte correnti	Q	141	446
Finanziamenti a breve termine	R	3.944	2.924
<b>Totale passività correnti</b>		<b>9.869</b>	<b>8.716</b>
<b>Totale passivo e patrimonio netto</b>		<b>20.274</b>	<b>17.376</b>
<b>Conti d'ordine</b>			
Fidejussioni, avvalli, altre garanzie personali a favore di altre imprese	S	27	10
Garanzie ricevute da controllante		3.548	3.727
<b>Totale conti d'ordine</b>		<b>3.575</b>	<b>3.737</b>

## Conto economico riclassificato al 31/12/2006 ed al 31/12/2005

(migliaia di Euro)	Nota	31.12.2006	31.12.2005
Ricavi	T	22.473	19.849
Altri ricavi operativi		76	739
Variazione nelle rimanenze	E	1.137	471
Materie prime e di consumo	T	(13.322)	(11.597)
Costo del personale	U	(3.243)	(2.959)
Altri costi operativi	V	(5.479)	(4.750)
Svalutazioni ed ammortamenti	A/B	(288)	(255)
<b>Reddito operativo</b>		<b>1.354</b>	<b>1.498</b>
Proventi finanziari	W	30	41
Oneri finanziari	W	(375)	(274)
Utile(perdite) derivante da transazioni in valute estera		(9)	28
<b>Utile (perdita) prima delle tasse</b>		<b>1.000</b>	<b>1.293</b>
Imposte sul reddito	Z	(541)	(692)
<b>Utile (perdita) dell'esercizio</b>		<b>459</b>	<b>601</b>

### 4.1.2 Note esplicative

#### Attività della partecipazione acquisita

Bertolini S.p.A. svolge attività di produzione e vendita di macchine (motocoltivatori, motozappe, motofalciatrici, transporter, spaccalegna, elettroseghe), accessori e ricambi per il settore dell'agricoltura e per il giardinaggio.

#### Principi contabili e criteri di valutazione

I bilanci relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2006 e 2005 sono stati redatti secondo le disposizioni degli articoli 2423 e seguenti del Codice Civile, interpretate ed integrate dai principi contabili di riferimento emanati dai Consigli Nazionali dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri e dall'Organismo Italiano di Contabilità nonché, ove mancanti, dai principi contabili internazionali (IFRS) emanati dall'International Accounting Standard Board (IASB). Al fine di fornire un'adeguata informativa sugli andamenti finanziari, è stato predisposto il rendiconto finanziario.

In particolare, i criteri di valutazione adottati sono stati i seguenti:

#### IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

Sono iscritte al costo storico di acquisizione, maggiorato dei costi accessori di diretta imputazione e sono esposte nello stato patrimoniale attivo al netto dei relativi fondi ammortamento.

Gli ammortamenti sono stati calcolati in modo sistematico sulla base delle residue possibilità di utilizzazione dei beni cui si riferiscono; nell'esercizio di entrata in funzione del bene le aliquote di ammortamento applicate sono state convenzionalmente ridotte al 50% al fine di riflettere il minore utilizzo.

Le aliquote di ammortamento annue applicate sono le seguenti:

Voci di bilancio	Aliquote
Impianto generici	10%
Impianto specifici	10%
Macchinari	15,50%
Attrezzature industriali (stampi)	10%
Attrezzature industriali (scaffalatura e contenitori)	15,50%
Attrezzature varia e minuta	25%
Altri beni (automezzi, macchine elettriche, telefonini)	20%
Altri beni (autovetture)	25%
Altri beni (mobili e macchine ufficio)	12%
Migliorie su beni di terzi	16,67%

### IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI

Sono iscritte al costo storico, al netto degli ammortamenti accumulati, calcolati in base alla loro residua possibilità di utilizzazione economica utilizzando le seguenti aliquote annue di ammortamento:

Voci di bilancio	Aliquote
Costi di impianto e ampliamento	20%
Costi di ricerca e sviluppo	20%
Software in licenza a tempo indeterminato	20%
Marchi	5,56%
Avviamento	5,56%
Studi e progettazioni	20,00%

Sono iscritte al costo di acquisto o di sottoscrizione eventualmente rettificato in diminuzione in presenza di perdite durevoli di valore.

### RIMANENZE

Le rimanenze di materie prime, semilavorati e prodotti finiti sono rispettivamente valutate al minor valore tra il costo di acquisto o di produzione ed il presunto valore di riacquisto o di realizzo, desumibile dall'andamento di mercato. La configurazione di costo adottata è quella del LIFO a scatti annuali. Il valore delle rimanenze viene rettificato da un fondo obsolescenza magazzino per adeguare il costo di acquisto o di produzione al valore di presumibile realizzo.

### CREDITI COMMERCIALI, FINANZIARI ED ALTRI CREDITI

Sono iscritti secondo il loro presumibile valore di realizzo tramite lo stanziamento di un apposito fondo svalutazione.

### DISPONIBILITA' LIQUIDE E FINANZIAMENTI

Le disponibilità liquide e i finanziamenti da istituti bancari e da altri finanziatori sono esposti al valor nominale, inclusivo degli interessi maturati.

### BENEFICI SUCCESSIVI ALLA CESSAZIONE DEL RAPPORTO DI LAVORO

Tale voce include il trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato calcolato in base alle normative di legge vigenti (art. 2120 C.C.) e agli accordi contrattuali collettivi di lavoro, al netto delle anticipazioni corrisposte.

#### FONDI

Accoglie stanziamenti atti a fronteggiare oneri e perdite realisticamente prevedibili e non correlabili a specifiche voci dell'attivo, dei quali alla chiusura dell'esercizio non siano determinabili con precisione ammontare e data di accadimento.

#### DEBITI COMMERCIALI E ALTRE PASSIVITA'

Sono iscritti al valore nominale. In tale voce sono accolte passività certe e determinate, sia nell'importo che nella data di sopravvenienza.

#### IMPOSTE SUL REDDITO

Le imposte sul reddito dell'esercizio sono determinate sulla base di una realistica previsione degli oneri d'imposta da assolvere in conformità alle disposizioni in vigore; il saldo è esposto al netto degli acconti versati e delle ritenute d'acconto.

Sono state rilevate le imposte differite attive e passive sulle differenze temporanee deducibili e tassabili tra il valore di bilancio ed il corrispondente valore fiscale delle attività e passività.

#### RICAVI E COSTI

Sono esposti in bilancio secondo il principio della prudenza e della competenza con rilevazione dei relativi ratei e risconti.

#### PROVENTI E ONERI FINANZIARI

Sono rilevati per competenza. Gli utili e le perdite su cambi sono rilevati all'atto dell'incasso e della conversione delle posizioni in valuta a fine esercizio; nel caso in cui dalla conversione dei crediti e dei debiti in valuta a fine esercizio emerga una differenza netta positiva, viene iscritta una riserva non distribuibile di patrimonio netto.

#### CONTI D'ORDINE

I conti d'ordine sono stati iscritti al valore nominale e tengono conto degli impegni, dei rischi e delle garanzie esistenti alla chiusura dell'esercizio.

## **Stato Patrimoniale**

### **Attivo non circolante**

#### **A) IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI**

La movimentazione della voce è riportata di seguito:

<b>Immobilizzazioni materiali</b>	<b>Costo</b>	<b>F.do amm.to al 01.01.06</b>	<b>Acquisti</b>	<b>Valore netto contabile alienazioni</b>	<b>Amm.ti</b>	<b>Valore netto al 31.12.06</b>
Impianti e macchinari	592	(321)	135	-	(83)	<b>323</b>
Attrezz.re ind.li e comm.li	1.174	(669)	203	(61)	(102)	<b>546</b>
Altri beni	1.976	(1.841)	212	(29)	(62)	<b>256</b>
<b>TOTALE</b>	<b>3.742</b>	<b>(2.831)</b>	<b>550</b>	<b>(90)</b>	<b>(247)</b>	<b>1.125</b>

La voce "Attrezzature industriali e commerciali" comprende principalmente gli stampi industriali; i relativi incrementi si riferiscono ad acquisti di stampi, per la realizzazione di nuovi prodotti, e di nuovi macchinari per la produzione.

#### **B) IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI**

La movimentazione delle immobilizzazioni immateriali è di seguito dettagliata:

<b>Immobilizzazioni immateriali</b>	<b>Costo</b>	<b>F.do amm.to al 01.01.06</b>	<b>Acquisti</b>	<b>Valore netto contabile alienazioni</b>	<b>Amm.to</b>	<b>Valore netto al 31.12.06</b>
Costi d'impianto e di ampliamento	30	(30)	-	-	-	-
Costi di ricerca, sviluppo e pubblicità	61	(56)	-	-	(2)	<b>3</b>
Diritti di brevetto e utilizzazione opere dell'ingegno	56	(37)	39	-	(16)	<b>43</b>
Avviamento	468	(291)	-	(151)	(14)	<b>12</b>
Altre immobilizzazioni immateriali	56	(41)	26	-	(9)	<b>32</b>
<b>TOTALE</b>	<b>671</b>	<b>(454)</b>	<b>65</b>	<b>(151)</b>	<b>(41)</b>	<b>90</b>

La diminuzione della voce avviamento si riferisce alla cessione del ramo d'azienda aquascooter, dalla quale non sono emersi effetti economici significativi.

#### **C) PARTECIPAZIONI**

La movimentazione delle partecipazioni è la seguente:

<b>Partecipazioni</b>	<b>31.12.2005</b>	<b>Incrementi</b>	<b>Alienazioni</b>	<b>31.12.2006</b>
"Euro Reflex" d.o.o.	1.054	116	(924)	<b>246</b>
<b>TOTALE</b>	<b>1.054</b>	<b>116</b>	<b>(924)</b>	<b>246</b>

Euro Reflex, società di diritto croato, è stata costituita nel 2004 ed è divenuta operativa alla fine del 2005. Il valore di iscrizione al 31 dicembre 2006 è costituito per Euro 130 mila dalla partecipazione direttamente ritenuta pari al 10,56%, e per Euro 116 mila dalla partecipazione del 9,44% detenuta tramite Simest S.p.A.. Con tale controparte è in essere un impegno di riacquisto alla data del 30 giugno 2009 per l'importo corrispondente alla sottoscrizione effettuata; un debito di pari ammontare è incluso nei finanziamenti a lungo termine.



Le alienazioni si riferiscono alla cessione, in data 29 dicembre 2006, del 45% alla controllante Yama S.p.A. e del 30% alla consociata Unigreen S.p.A., già detentrici di una quota originaria di partecipazione del 5%. Il corrispettivo è stato pattuito per ammontare pari al valore nominale della partecipazione ceduta, in considerazione del fatto che le perdite conseguite da Euro Reflex nel 2005, e quelle in corso di formazione nell'esercizio 2006, per un importo sostanzialmente corrispondente, sono dovute esclusivamente a costi di start-up.

Nell'ambito delle azioni intraprese dai soci a favore della società partecipata è stato concesso da Bertolini un finanziamento di Euro 200 mila, fruttifero a normali condizioni di mercato.

#### D) ATTIVITA' E PASSIVITA' PER IMPOSTE DIFFERITE

Il dettaglio delle differenze temporanee deducibili e tassabili che hanno originato l'iscrizione di imposte differite attive e passive è esposto nella tabella seguente. L'aliquota fiscale applicata è del 37,25% tranne che sul fondo svalutazione crediti a cui è applicata l'aliquota del 33%.

Imposte differite	esercizio 2006		esercizio 2005	
	Differenze temporanee	Effetto fiscale	Differenze temporanee	Effetto fiscale
Differenze deducibili:				
Fondo svalutazione rimanenze magazzino	(204)	76	(199)	74
Fondo svalutazione crediti tassato	(47)	16	(70)	23
Fondo indennità suppletiva	(44)	16	(43)	16
Altri	(25)	9	(15)	6
<b>Imposte differite attive</b>	<b>(320)</b>	<b>117</b>	<b>(327)</b>	<b>119</b>
Differenze tassabili:				
Fondo amm.ti anticipati	279	(104)	221	(82)
<b>Imposte differite passive</b>	<b>279</b>	<b>(104)</b>	<b>221</b>	<b>(82)</b>

#### Attivo circolante

#### E) RIMANENZE

Il dettaglio delle rimanenze al 31 dicembre 2006 e 2005 è il seguente:

Rimanenze	31.12.2006	31.12.2005	differenza
Rimanenze			
Materie prime, sussidiarie e di consumo	4.252	3.642	610
- fondo svalutazione	(204)	(201)	(3)
	<b>4.048</b>	<b>3.441</b>	<b>607</b>
Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati	1.485	1.431	54
Prodotti finiti e merci	2.846	2.370	476
<b>TOTALE</b>	<b>8.379</b>	<b>7.242</b>	<b>1.137</b>

L'aumento delle rimanenze è giustificato da un incremento delle previsioni di vendita.

Nel bilancio di esercizio chiuso al 31 dicembre 2006 è stato iscritto un fondo obsolescenza pari a Euro 204 mila. Il fondo stanziato al 31 dicembre 2005, è stato interamente utilizzato per un valore di Euro 201 mila a fronte della vendita in blocco di materiale obsoleto non più utilizzabile.

#### F) CREDITI COMMERCIALI E ALTRI CREDITI A BREVE TERMINE

Tale voce comprende:

Crediti a breve	31.12.2006	31.12.2005
Crediti, valore nominale	6.280	5.783
Fondo svalutazione crediti commerciali	(86)	(101)
<b>Crediti commerciali</b>	<b>6.194</b>	<b>5.682</b>
Crediti verso controllanti	551	-
Crediti verso collegate	5	-
<b>Crediti verso società del gruppo</b>	<b>556</b>	<b>-</b>
Crediti verso parti correlate	970	606
<b>Crediti verso parti correlate</b>	<b>970</b>	<b>606</b>
Altri crediti	372	434
Anticipi	61	-
<b>Altri crediti</b>	<b>433</b>	<b>434</b>
Risconti attivi	33	26
<b>Risconti attivi</b>	<b>33</b>	<b>26</b>
<b>Crediti commerciali ed altri crediti</b>	<b>8.186</b>	<b>6.748</b>

I crediti commerciali aumentano principalmente per effetto dell'incremento del fatturato.

A seguito della cessione delle quote di partecipazione in Euro Reflex menzionata in precedenza, la società vanta crediti verso la controllante per Euro 551 mila e verso la società consociata Unigreen per Euro 373 mila. Tali crediti sono stati incassati nel corso del mese di giugno 2007. I crediti residui verso parti correlate per Euro 597 mila, di cui Euro 529 mila vantati nei confronti di società del gruppo Emak, sono relativi a transazioni commerciali regolate a normali condizioni di mercato.

Gli altri crediti al 31 dicembre 2006 sono principalmente costituiti dal credito Iva per Euro 334 mila.

#### G) ATTIVITA' FISCALI PER IMPOSTE CORRENTI

Attività fiscali per imposte correnti	31.12.2006	31.12.2005
Imposte correnti	198	0
<b>Totale</b>	<b>198</b>	<b>0</b>

Le attività per imposte correnti sono commentate nella corrispondente voce del passivo.

## H) ALTRI CREDITI FINANZIARI A BREVE TERMINE

Altri crediti a breve	31.12.2006	31.12.2005
Finanziamento a collegate	200	0
<b>Totale</b>	<b>200</b>	<b>0</b>

## I) CASSA E ALTRE DISPONIBILITA' LIQUIDE

Cassa e disponibilità liquide	31.12.2006	31.12.2005
Depositi postali e bancari	1.726	1.073
Cassa	7	12
<b>Totale</b>	<b>1.733</b>	<b>1.085</b>

L'analisi della variazione delle disponibilità liquide è fornita nel rendiconto finanziario di seguito riportato:

(migliaia di Euro)		2006	2005
<b>A.</b>	<b>Flusso di liquidità generato (assorbito) dall'attività di esercizio</b>		
	Utile dell'esercizio	459	601
	Ammortamenti	288	256
	Variazione netta del trattamento di fine rapporto	101	(83)
	Variazione netta dei fondi rischi ed oneri	30	27
	<b>Variazione netta del capitale di esercizio:</b>		
	- crediti dell'attivo circolante	(1.575)	(875)
	- rimanenze di magazzino	(1.197)	(468)
	- debiti vs fornitori e altri debiti	148	1.369
	- ratei e risconti	(19)	3
	<b>TOTALE</b>	<b>(1.765)</b>	<b>830</b>
<b>B.</b>	<b>Flusso di liquidità generato (assorbito) dall'attività di investimento</b>		
	<b>Investimenti netti in:</b>		
	-immobilizzazioni immateriali	48	(192)
	-immobilizzazioni materiali	(422)	(220)
	-immobilizzazioni finanziarie	615	(1.032)
	<b>TOTALE</b>	<b>241</b>	<b>(1.444)</b>
<b>C.</b>	<b>Flusso di liquidità generato (assorbito) dall'attività di finanziamento</b>		
	Variazione netta dei debiti vs banche	2.021	60
	Variazione netta altri debiti finanziari	151	570
	Versamenti in conto capitale	0	500
	<b>TOTALE</b>	<b>2.172</b>	<b>1.130</b>
<b>D.</b>	<b>Flusso di liquidità netto dell'esercizio</b>	<b>648</b>	<b>516</b>
<b>E.</b>	<b>Disponibilità liquide all'inizio dell'esercizio</b>	<b>1.085</b>	<b>569</b>
<b>F.</b>	<b>Disponibilità liquide alla fine dell'esercizio</b>	<b>1.733</b>	<b>1.085</b>

## Passivo

### L) PATRIMONIO NETTO

Il capitale sociale è composto da 2.887.000 azioni del valore nominale di Euro 0,52 per azione.

Le variazioni intervenute nel 2005 e 2006 nelle voci componenti il patrimonio netto sono di seguito riassunte:

Patrimonio netto	Capitale	Riserva legale	Riserva straordinaria	Altre riserve	Versamento in c/capitale	Utile	Totale
<b>Saldo 1/1/05</b>	<b>1.501</b>	<b>283</b>	<b>225</b>	<b>121</b>		<b>374</b>	<b>2.504</b>
Variazioni di capitale							-
Allocazione utile esercizio precedente:							-
A riserve		17	357			(374)	-
Versamenti in conto capitale					500		500
Utile d'esercizio						601	601
<b>Saldo 31/12/05</b>	<b>1.501</b>	<b>300</b>	<b>582</b>	<b>121</b>	<b>500</b>	<b>601</b>	<b>3.605</b>
Variazioni di capitale							-
Allocazione utile esercizio precedente:							-
A riserve			601			(601)	-
Utile d'esercizio						459	459
<b>Saldo 31/12/06</b>	<b>1.501</b>	<b>300</b>	<b>1.183</b>	<b>121</b>	<b>500</b>	<b>459</b>	<b>4.064</b>

Le riserve di patrimonio netto risultano non disponibili per ciò che riguarda la riserva legale e la riserva in conto futuro aumento capitale, costituita dalla controllante al fine di supportare l'investimento nella società collegata Euro Reflex. Per ciò che riguarda la loro distribuibilità, non risulta distribuibile la voce "Altre riserve" in quanto costituita da contributi in conto capitale contabilizzati, per il 50% dell'ammontare incassato, direttamente a patrimonio netto come consentito dalla normativa allora vigente.

### M) FINANZIAMENTI A LUNGO TERMINE

Finanziamenti a lungo termine	31.12.2006	31.12.2005
Prestiti garantiti	2.288	-
Prestiti non garantiti	2.628	3.879
<b>Finanziamenti bancari</b>	<b>4.916</b>	<b>3.879</b>
Altri finanziamenti	116	-
<b>Altri finanziamenti</b>	<b>116</b>	-
Prestito obbligazionario	279	279
<b>Finanziamenti intragruppo oltre 12 mesi</b>	<b>279</b>	<b>279</b>
<b>Totale</b>	<b>5.311</b>	<b>4.158</b>

L'incremento dell'indebitamento bancario trova riscontro principalmente nell'aumento dell'attivo circolante. Nella voce "Altri finanziamenti" è incluso il debito maturato nei confronti di Simest S.p.A. a fronte dell'impegno di riacquisto della quota di partecipazione del 9,44% detenuta in Euro Reflex d.o.o.. A garanzia del puntuale adempimento di tale obbligo contrattuale è stata rilasciata alla controparte una fidejussione di Euro 231.920.

Il prestito obbligazionario non convertibile di originari Euro 1.136 mila è stato emesso in data 8/9/1997, ha tasso di interesse nominale annuo pari al 5%, e durata di quindici anni. Il prestito è stato estinto in data 29 dicembre 2007; il Consiglio di amministrazione del 4 giugno 2007 ne ha deliberato il rimborso anticipato in considerazione dell'eccessiva onerosità.

#### **N) BENEFICI SUCCESSIVI ALLA CESSAZIONE DEI RAPPORTI DI LAVORO**

<b>Benefici successivi alla cessazione del rapporto di lavoro</b>	<b>Movimenti</b>
Saldo al 31.12.2005	753
Utilizzi	(46)
Accantonamenti	173
Contributo L. 297/82 (0,50%)	(10)
Trasferimento a fondi pensione	(23)
Imposta sostitutiva	(2)
Trasferim.to ramo azienda	9
<b>Saldo al 31.12.2006</b>	<b>854</b>

#### **O) FONDI A LUNGO TERMINE**

La voce si riferisce alla stima della passività futura connessa all'indennità suppletiva di clientela in relazione ai rapporti di agenzia in essere alla data di bilancio.

Per quanto riguarda la situazione fiscale, si segnala che nel corso dell'esercizio la Società ha ricevuto una verifica da parte della Polizia Tributaria di Reggio Emilia relativamente ai periodi d'imposta 1999-2005 per quanto riguarda le imposte dirette e l'IVA; le verifiche sull'IVA hanno riguardato anche il primo semestre del periodo d'imposta 2006. Dalla verifica è scaturito un processo verbale di constatazione, che prevede oltre al recupero potenziale delle imposte sui costi addebitati dalla società controllante (Ires, Irap ed Iva), per un totale di Euro 302 mila, sanzioni potenziali comprese tra un minimo di Euro 302 mila ed un massimo di Euro 604 mila.

La Direzione della Società, supportata anche dal parere del proprio consulente fiscale, ritiene di avere valide ragioni a supporto della propria tesi difensiva presentata alla competente agenzia delle entrate; conseguentemente tale passività è stata ritenuta possibile ma non probabile e non si è proceduto ad alcun accantonamento al fondo rischi.

**P) DEBITI COMMERCIALI E ALTRE PASSIVITA' CORRENTI**

<b>Debiti commerciali e altre passività correnti</b>	<b>31.12.2006</b>	<b>31.12.2005</b>
Debiti commerciali	5.019	4.540
<b>Debiti commerciali</b>	<b>5.019</b>	<b>4.540</b>
Debiti commerciali verso controllanti	43	81
<b>Debiti verso società del gruppo</b>	<b>43</b>	<b>81</b>
Debiti verso parti correlate	109	135
<b>Debiti verso parti correlate</b>	<b>109</b>	<b>135</b>
Debiti per salari e stipendi	275	301
Debiti per contributi sociali	151	136
Altri debiti	183	137
<b>Altri debiti</b>	<b>609</b>	<b>574</b>
Risconti passivi	4	16
<b>Risconti passivi</b>	<b>4</b>	<b>16</b>
<b>Totale debiti a breve</b>	<b>5.784</b>	<b>5.346</b>

L'aumento del debito verso i fornitori è dovuto principalmente all'aumento delle rimanenze di magazzino. I debiti verso parti correlate sono a fronte di transazioni commerciali regolate a normali condizioni di mercato.

**Q) PASSIVITA' FISCALI PER IMPOSTE CORRENTI**

<b>Passività fiscali per imposte correnti</b>	<b>31.12.2006</b>	<b>31.12.2005</b>
Imposte sul reddito	0	318
Ritenute da versare	141	128
<b>Debiti per imposte correnti</b>	<b>141</b>	<b>446</b>

Le imposte sul reddito sono esposte al netto degli acconti versati. Nell'esercizio 2006 il saldo presenta un credito per effetto dell'eccedenza degli acconti, versati in base all'ammontare delle imposte dell'esercizio precedente, rispetto alle imposte maturate sul risultato dell'esercizio 2006.

**R) FINANZIAMENTI A BREVE TERMINE**

Il dettaglio delle voci è il seguente:

<b>Finanziamenti a breve termine</b>	<b>31.12.2006</b>	<b>31.12.2005</b>
Scoperti in conto corrente	864	759
Prestiti garantiti	1.260	-
Prestiti non garantiti	1.214	1.595
<b>Finanziamenti bancari</b>	<b>3.338</b>	<b>2.354</b>
Finanziamenti da controllante	606	570
<b>Finanziamenti intragruppo</b>	<b>606</b>	<b>570</b>
<b>Totale</b>	<b>3.944</b>	<b>2.924</b>

Il debito nei confronti della società controllante è costituito da un finanziamento fruttifero concesso da Yama S.p.A. nel corso del 2005 di originari Euro 570 mila; il saldo al 31 dicembre 2006 è inclusivo degli interessi passivi maturati. Il finanziamento è stato rimborsato nel corso del mese di giugno 2007.

#### **S) CONTI D'ORDINE**

I conti d'ordine comprendono principalmente fidejussioni rilasciate dalla controllante Yama S.p.A. ad istituti di credito a garanzia dei finanziamenti ricevuti.

#### **Conto economico**

#### **T) RICAVI DELLE VENDITE E COSTI DI ACQUISTO DELLE MATERIE PRIME**

L'aumento dei ricavi rispetto al precedente esercizio, pari a circa il 13,45%, è dovuto principalmente al maggior fatturato realizzato sui mercati esteri.

L'aumento dei costi di acquisto delle materie prime è sostanzialmente commisurato ai maggiori volumi di vendita.

#### **U) COSTI DEL PERSONALE**

I costi per il personale sono incrementati rispetto all'esercizio precedente a seguito di un aumento medio degli operai e delle retribuzioni dovute al rinnovo del CCNL dei metalmeccanici. Il numero medio dei dipendenti è di 78 unità nel 2006 contro le 72 unità del 2005.

#### **V) ALTRI COSTI OPERATIVI**

Il dettaglio della voce è il seguente:

<b>Altri costi operativi</b>	<b>31.12.2006</b>	<b>31.12.2005</b>
Servizi industriali	2.725	2.453
Servizi commerciali	1.104	1.040
Servizi amministrativi e generali	1.181	872
Affitti	329	259
Altri	141	126
<b>TOTALE</b>	<b>5.479</b>	<b>4.750</b>

I costi per servizi industriali includono principalmente le lavorazioni di terzi.

I costi per servizi commerciali includono principalmente provvigioni, servizi di trasporto, fiere e promozioni.

Gli affitti passivi si riferiscono a 2 contratti di locazione passivi, relativi alla sede principale e ad un'unità locale adibita a deposito merci.

## W) PROVENTI E ONERI FINANZIARI

Il dettaglio della voce è il seguente:

Proventi finanziari	31.12.2006	31.12.2005
Sconti cassa da fornitori	1	21
V/banche	6	5
V/clienti	16	10
Altri	7	5
<b>TOTALE</b>	<b>30</b>	<b>41</b>

Oneri finanziari	31.12.2006	31.12.2005
Su Prestito Obbligazionario	14	14
Su debiti v/banche	289	197
V/controllante	29	15
Sconti cassa a clienti	42	48
<b>TOTALE</b>	<b>375</b>	<b>274</b>

## Z) IMPOSTE SUL REDDITO

L'incidenza percentuale delle imposte correnti sull'utile ante imposte è sostanzialmente invariata nei due esercizi in oggetto. L'incidenza (circa il 54%) rispetto alle aliquote d'imposta IRES ed IRAP, è principalmente imputabile al maggior reddito imponibile Irap, dal quale non sono deducibili i costi del personale.



## **5. DATI ECONOMICI, PATRIMONIALI E FINANZIARI PRO-FORMA DELL'EMITTENTE**

### **5.1 Premessa e scopi della presentazione dei dati consolidati pro-forma**

Di seguito vengono presentati i prospetti dei dati consolidati pro-forma del Gruppo Emak per il semestre chiuso al 30 giugno 2007 che danno effetto retroattivo all'Operazione di Acquisizione di Bertolini perfezionata con il Contratto di Acquisizione dell'11 gennaio 2008 e con la girata delle azioni del 15 gennaio 2008, ed alle transazioni finanziarie connesse all'acquisizione.

Essendo trascorsi più di nove mesi dalla chiusura dell'esercizio dell'Emittente, come previsto dal regolamento degli emittenti – allegato 3B, i dati consolidati pro-forma sono stati predisposti al 30 giugno 2007, partendo dal bilancio consolidato intermedio del Gruppo Emak a tale data, ed applicando le scritture di rettifica pro-forma per dare effetto retroattivo all'acquisizione di Bertolini, come descritto di seguito.

Il bilancio consolidato intermedio del Gruppo Emak al 30 giugno 2007, predisposto in conformità ai principi contabili internazionali IAS/IFRS adottati dall'Unione Europea e presentato in migliaia di Euro, è stato assoggettato a revisione contabile limitata da parte della società di revisione Fidital Revisione S.r.l., che ha emesso la propria relazione in data 1 ottobre 2007.

Come evidenziato al Capitolo 4, la società Bertolini S.p.A. predispose il proprio bilancio d'esercizio al 31 dicembre di ogni esercizio, in conformità alla normativa prevista dal D.Lgs. 127/91 integrata dai Principi Contabili enunciati dall'Organismo Italiano di Contabilità (O.I.C.).

Conseguentemente, ai fini della predisposizione dei dati consolidati pro-forma al 30 giugno 2007, da includere nel presente prospetto informativo, sono stati predisposti dagli amministratori lo stato patrimoniale e il conto economico relativi al semestre chiuso al 30 giugno 2007 di Bertolini in conformità ai principi contabili internazionali IAS/IFRS.

La situazione contabile semestrale di Bertolini chiusa al 30 giugno 2007, predisposta dalla società in accordo con i principi contabili italiani, ai quali sono state apportate le rettifiche connesse all'adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS ai soli fini della redazione dei prospetti pro-forma da inserire nel presente Documento Informativo, è stata assoggettata a revisione contabile limitata da parte della società di revisione Fidital Revisione S.r.l. che ha emesso la propria relazione in data 25 ottobre 2007.

I dati consolidati pro-forma sono stati ottenuti apportando ai dati storici appropriate rettifiche pro-forma per riflettere retroattivamente gli effetti significativi dell'operazione di acquisizione e delle transazioni finanziarie connesse all'acquisizione. In particolare, tali effetti, sulla base di quanto riportato nella comunicazione Consob n° DEM/1052803 del 5 luglio 2001, sono stati riflessi retroattivamente nello stato patrimoniale consolidato pro-forma come se tale acquisizione e le relative transazioni finanziarie fossero state poste in essere il 30 giugno 2007 e nel conto economico consolidato pro-forma come se fossero state poste in essere il 1° gennaio 2007.

Relativamente ai principi contabili adottati dal Gruppo Emak per la predisposizione dei dati storici consolidati, si rinvia alle note esplicative riportate nella relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2007 predisposto dal Gruppo Emak in conformità agli IFRS adottati dall'Unione Europea. Per quanto riguarda i principi contabili adottati dalla società Bertolini, per la predisposizione dello stato patrimoniale e del conto economico al 30 giugno 2007 si fa riferimento ai medesimi principi contabili.

Per una corretta interpretazione delle informazioni fornite dai dati pro-forma è necessario considerare i

seguenti aspetti:

- i) trattandosi di rappresentazioni costruite su ipotesi, qualora l'acquisizione della società Bertolini e le transazioni finanziarie connesse all'acquisizione fossero realmente state realizzate alle date prese a riferimento per la predisposizione dei dati pro-forma, anziché alla data di efficacia, non necessariamente i dati storici sarebbero stati uguali a quelli pro-forma;
- ii) i dati pro-forma non riflettono dati prospettici in quanto sono predisposti in modo da rappresentare solamente gli effetti isolabili ed oggettivamente misurabili dell'acquisizione di Bertolini e delle transazioni finanziarie connesse all'operazione, senza tenere conto degli effetti potenziali dovuti a variazioni delle politiche della direzione ed a decisioni operative conseguenti all'operazione stessa.

Inoltre, in considerazione delle diverse finalità dei dati pro-forma rispetto ai dati dei bilanci storici e delle diverse modalità di calcolo degli effetti dell'acquisizione di Bertolini e delle transazioni finanziarie connesse all'operazione con riferimento allo stato patrimoniale ed al conto economico, i prospetti consolidati pro-forma vanno letti e interpretati separatamente, senza ricercare collegamenti contabili tra i due documenti.

## **5.2 Prospetti degli stati patrimoniali e dei conti economici consolidati pro-forma per il semestre chiuso al 30 giugno 2007**

**Stato patrimoniale consolidato pro-forma al 30 giugno 2007**

(Migliaia di Euro)	Gruppo Emak IFRS	Bertolini IFRS	Totale rettifiche pro- forma	Note	Dati consolidati pro-forma
<b>ATTIVO</b>					
<b>ATTIVITA' NON CORRENTI</b>					
Immobilizzazioni materiali	37.484	1.293	-		38.777
Immobilizzazioni immateriali	2.952	127	-		3.079
Avviamento	6.459	12	2.065	<b>A</b>	8.536
Investimenti immobiliari	343		-		343
Partecipazioni	224		-	<b>B</b>	224
Attività fiscali per imposte anticipate	3.052	139	172	<b>C</b>	3.363
Altri crediti	53		-		53
<b>TOTALE</b>	<b>50.567</b>	<b>1.571</b>	<b>2.237</b>		<b>54.375</b>
<b>ATTIVITA' NON CORRENTI DESTINATE ALLA DISMISSIONE</b>					
Attività destinate alla dismissione		530	-		530
<b>TOTALE</b>	<b>-</b>	<b>530</b>	<b>-</b>		<b>530</b>
<b>ATTIVITA' CORRENTI</b>					
Rimanenze	63.906	8.633	(286)	<b>D/E</b>	72.253
Crediti commerciali e altri crediti	72.018	10.267	(1.609)	<b>E</b>	80.676
Crediti tributari	3.059	233	-		3.292
Titoli negoziabili valutati al fair value	5	-	-		5
Cassa e disponibilità liquide	11.928	335	62	<b>E</b>	12.325
<b>TOTALE</b>	<b>150.916</b>	<b>19.468</b>	<b>(1.833)</b>		<b>168.551</b>
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>201.483</b>	<b>21.569</b>	<b>404</b>		<b>223.456</b>
<b>PASSIVO</b>					
<b>PATRIMONIO NETTO E PASSIVITA'</b>					
Capitale sociale	7.190	1.501	(1.501)	<b>B</b>	7.190
Sovrapprezzo azioni	21.047		-		21.047
Azioni proprie	(36)		-		(36)
Altre riserve	30.322	2.564	(2.564)	<b>B</b>	30.322
Utili accumulati	31.069	644	(952)	<b>B</b>	30.761
<b>PATRIMONIO NETTO DI GRUPPO</b>	<b>89.592</b>	<b>4.709</b>	<b>(5.017)</b>		<b>89.284</b>
Patrimonio netto di terzi	481	-	-		481
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>90.073</b>	<b>4.709</b>	<b>(5.017)</b>		<b>89.765</b>
<b>PASSIVITA' NON CORRENTI</b>					
Passività finanziarie	13.012	3.192	274	<b>B</b>	16.478
Passività fiscali per imposte differite	2.922	135	-		3.057
Benefici per i dipendenti	5.205	712	-		5.917
Fondi per rischi ed oneri	528	77	-		605
Altre passività	2.222	-	-		2.222
<b>TOTALE</b>	<b>23.889</b>	<b>4.116</b>	<b>274</b>		<b>28.279</b>
<b>PASSIVITA' CORRENTI</b>					
Debiti commerciali e altri debiti	53.063	6.479	(1.516)	<b>E</b>	58.026
Debiti tributari	4.906	360	-		5.266
Passività finanziarie	29.253	5.905	6.663	<b>B</b>	41.821
Strumenti finanziari derivati	43	-	-		43
Fondi per rischi ed oneri	256	-	-		256
<b>TOTALE</b>	<b>87.521</b>	<b>12.744</b>	<b>5.147</b>		<b>105.412</b>
<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO E PASSIVITA'</b>	<b>201.483</b>	<b>21.569</b>	<b>404</b>		<b>223.456</b>

### Conto economico consolidato pro-forma per il semestre chiuso al 30 giugno 2007:

(Migliaia di Euro)	Gruppo Emak IFRS	Bertolini IFRS	Totale rettifiche pro-forma	Note	Dati consolidati pro-forma
Ricavi	130.189	13.657	(2.978)	E	140.868
Altri ricavi operativi	1.358	168	-		1.526
Variazione delle rimanenze	(4.393)	74	(33)	E	(4.352)
Materie prime e di consumo	(72.682)	(7.985)	2.943	D/E	(77.724)
Costo del personale	(14.115)	(1.934)	-		(16.049)
Altri costi operativi	(18.615)	(2.719)	2	E	(21.332)
Svalutazioni ed ammortamenti	(2.734)	(161)	-		(2.895)
<b>UTILE OPERATIVO</b>	<b>19.008</b>	<b>1.100</b>	<b>(66)</b>		<b>20.042</b>
Proventi finanziari	299	8	-		307
Oneri finanziari	(1.415)	(246)	(163)	B	(1.824)
Utili e perdite su cambi	675	(2)	-		673
<b>UTILE PRIMA DELLE IMPOSTE</b>	<b>18.567</b>	<b>860</b>	<b>(229)</b>		<b>19.199</b>
Imposte sul reddito	(6.132)	(396)	78	F	(6.450)
<b>UTILE NETTO</b>	<b>12.435</b>	<b>464</b>	<b>(150)</b>		<b>12.749</b>
<b>UTILE DI PERTINENZA DI TERZI</b>	<b>(40)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>		<b>(40)</b>
<b>UTILE NETTO DI PERTINENZA DEL GRUPPO</b>	<b>12.395</b>	<b>464</b>	<b>(150)</b>		<b>12.709</b>

#### 5.2.1 Ipotesi adottate nell'elaborazione dei dati consolidati pro-forma

Di seguito vengono evidenziate le ipotesi prese a base per la redazione dei dati contabili riclassificati pro-forma relativamente al costo dell'Operazione e modalità di finanziamento della stessa.

##### Caratteristiche dell'acquisizione

L'acquisizione da parte di Emak dell'intero capitale sociale di Bertolini è effettuata secondo i tempi e le modalità sotto descritte:

- il costo dell'operazione di acquisto è pari a Euro 6.500 mila senza considerare eventuali oneri accessori, in quanto alla data di predisposizione del presente Documento Informativo non sono oggettivamente determinabili.
- l'acquisizione viene interamente finanziata mediante utilizzo di linee di affidamento disponibili con conseguente incremento dell'indebitamento bancario a breve termine al fine di onorare il pagamento del prezzo di acquisto. Su tali linee di affidamento maturano interessi passivi a tasso variabile più uno spread; nella predisposizione dei dati pro-forma tale tasso è stimato pari al 5%.

#### 5.2.2 Descrizione degli effetti pro-forma dell'operazione di acquisizione

Come evidenziato in precedenza, i dati storici di Bertolini contenuti nel presente Documento Informativo sono stati redatti sulla base dei Principi Contabili Italiani.

Tuttavia, al fine di poter presentare i prospetti consolidati pro-forma contenuti nel presente paragrafo, si è proceduto a redigere lo Stato patrimoniale ed il Conto economico consolidati riclassificati per il semestre chiuso al 30 giugno 2007 di Bertolini, sulla base dei principi contabili internazionali IAS/IFRS.

In base a quanto richiesto dall'IFRS 1, prima adozione degli IFRS:

- sono state evidenziate tutte e solo le attività e passività iscrivibili in base ai nuovi principi;
- sono state valutate le attività e le passività nei valori che si sarebbero determinati qualora i nuovi principi fossero stati applicati retrospettivamente;
- sono state opportunamente riclassificate le voci precedentemente indicate in bilancio, secondo modalità diverse da quelle previste dagli IAS/IFRS.

Gli effetti prodotti sul patrimonio netto al 1° gennaio e al 30 giugno 2007 e sul conto economico del semestre chiuso al 30 giugno 2007 dalla transizione ai principi contabili internazionali IAS/IFRS ai fini della redazione del presente Documento Informativo sono esposti nella seguente tabella:

(Migliaia di Euro)	Note	Patrimonio netto 1.1.2007	Risultato del semestre	Patrimonio netto 30.06.2007
<b>Principi contabili italiani</b>		<b>4.065</b>	<b>567</b>	<b>4.632</b>
Valutazione rimanenze di magazzino al costo medio ponderato	<b>A</b>	179	(179)	-
Valutazione TFR in base allo IAS 19	<b>B</b>	101	13	114
Storno ammortamento dell'avviamento	<b>C</b>	-	1	1
Effetti fiscali differiti		(100)	62	(38)
<b>Totale rettifiche</b>		<b>180</b>	<b>(103)</b>	<b>77</b>
<b>Principi contabili internazionali IAS/IFRS</b>		<b>4.245</b>	<b>464</b>	<b>4.709</b>

#### **A) Rimanenze di magazzino (IAS 2)**

Lo IAS 2 non consente più la possibilità di utilizzare il criterio Lifo per la valorizzazione delle rimanenze. Conseguentemente alla data di transizione le rimanenze sono state valorizzate in base al criterio del costo medio ponderato per movimento rilevando un incremento delle rimanenze al 1 gennaio 2007 di Euro 179 mila con un effetto positivo, al netto della fiscalità differita, sul patrimonio netto a tale data di Euro 112 mila.

Sul patrimonio netto al 30 giugno 2007 la fattispecie non ha comportato alcun effetto in quanto la società ha adottato il criterio di valutazione del costo medio ponderato già al 30 giugno 2007, nel bilancio intermedio predisposto in base ai principi contabili italiani. Sul risultato del conto economico del semestre, redatto secondo principi contabili italiani, ciò ha comportato un effetto positivo di Euro 112 mila, interamente neutralizzato nel conto economico predisposto in base ai principi contabili internazionali IAS/IFRS.

#### **B) Valutazione del TFR (IAS 19)**

Secondo i Principi Contabili Italiani le passività relative al TFR maturato al 31 dicembre 2006 devono essere valutate al valor nominale, in ottemperanza a quanto previsto dal Codice Civile. Gli IAS/IFRS, sulla base dell'interpretazione fornita dall'IFRIC, includono tale parte di TFR nella tipologia dei "piani a benefici definiti" il cui ammontare maturato deve essere assoggettato a valutazione attuariale. La quota di TFR maturata nel corso del 2007 è classificabile, a seguito delle previsioni della legge n. 296/06, come "piano a contribuzione

definita” per il quale non è richiesta, sulla base del relativo documento approvato dall’O.I.C. in data 26 settembre 2007, la valutazione attuariale.

L’effetto della valutazione attuariale comporta un incremento del patrimonio netto di Euro 68 mila ed Euro 76 mila rispettivamente al 1° gennaio 2007 e al 30 giugno 2007, al netto dell’effetto fiscale differito, con un effetto netto positivo di Euro 8 mila sul risultato d’esercizio.

### **C) Avviamento (IAS 38)**

Lo storno dell’ammortamento sull’avviamento ha comportato un effetto positivo sul conto economico di Euro 1 mila.

### **Stato patrimoniale e conto economico pro-forma**

Di seguito viene riportato il contenuto delle singole colonne utilizzate per la predisposizione dei dati patrimoniali ed economici pro-forma al 30 giugno 2007.

Nelle prime due colonne sono rispettivamente inclusi gli schemi di stato patrimoniale e di conto economico del Gruppo Emak e di Bertolini al 30 giugno 2007. Gli schemi di Bertolini al 30 giugno 2007 sono stati preparati in accordo ai Principi Contabili Italiani e riclassificati secondo lo schema di Emak. Ai fini della predisposizione del presente documento informativo i dati contabili di Bertolini sono stati predisposti utilizzando i principi IAS/IFRS del gruppo Emak con data di transizione 1° gennaio 2007 come indicato in precedenza.

#### Rettifiche pro-forma dello Stato Patrimoniale

La colonna 3 comprende il totale delle rettifiche pro-forma che devono essere apportate a seguito dell’Operazione di Acquisizione. Le singole rettifiche effettuate sono relative:

- A) all’iscrizione dell’avviamento per Euro 2.065 mila derivante dalla differenza tra il costo dell’acquisizione di Euro 6.500 mila, determinato con il modello dei Discounted Cash Flows, eliso nel processo di consolidamento, e il patrimonio netto di Bertolini stimato al 31 dicembre 2007, pari a Euro 4.435 mila. Esso è stato identificato come attività immateriale a vita utile indefinita e verrà verificato annualmente al fine di individuare eventuali perdite permanenti di valore.
  
- B) – all’elisione patrimonio netto di Bertolini, stimato al 31 dicembre 2007 in Euro 4.435 mila contro il patrimonio netto al 30 giugno 2007, inclusivo del risultato del primo semestre, pari a Euro 4.709 mila;
  - all’iscrizione della differenza tra il patrimonio netto stimato al 31 dicembre 2007 e quello al 30 giugno 2007 tra le passività finanziarie non correnti per Euro 274 mila; tale importo costituisce la stima del risultato negativo del secondo semestre;
  - all’iscrizione di un finanziamento bancario a breve termine, pari a Euro 6.500 mila, per liquidare il debito nei confronti di Yama connesso all’acquisto. Sull’importo del finanziamento è stato stimato un

tasso di interesse annuo variabile del 5% che genera, quindi, interessi passivi di competenza del periodo per Euro 163 mila. Su questo importo sono state iscritte imposte anticipate per Euro 54 mila;

- C) alla rettifica relativa ai benefici fiscali, pari a Euro 54 mila, dovuti agli interessi passivi sul finanziamento a breve termine sopra descritto;
- D) allo storno degli utili infragruppo, realizzati sulle cessioni di prodotti finiti di Bertolini ad Emak ed inclusi nelle rimanenze, che ha comportato la riduzione delle rimanenze finali di magazzino per Euro 317 mila con un impatto negativo sulla variazione delle rimanenze dell'esercizio di Euro 66 mila. Su tali rettifiche sono state iscritte nello stato patrimoniale attivo imposte differite attive per Euro 118 mila ed è stato rilevato, nel conto economico di periodo, un beneficio fiscale di Euro 24 mila;
- E) all'eliminazione dei saldi e delle operazioni intercorse tra le due società che ha comportato minori debiti per Euro 1.516 mila, con contropartita un aumento delle rimanenze per Euro 31 mila, una diminuzione dei crediti commerciali per Euro 1.609 mila e un aumento delle disponibilità liquide per Euro 62 mila.

La colonna 5 comprende, quindi, i dati patrimoniali consolidati pro-forma, classificati secondo gli schemi di Emak, risultanti dall'Operazione di acquisizione al netto delle rettifiche pro-forma apportate.

#### Rettifiche pro-forma del Conto Economico

La colonna 3 comprende il totale delle rettifiche pro-forma che devono essere apportate a seguito dell'Operazione di Acquisizione. Le singole rettifiche effettuate sono relative:

- B) per Euro 163 mila, agli interessi passivi maturati al 30 giugno 2007 sul finanziamento bancario a breve termine;
- D) all'elisione dei margini su rimanenze infragruppo per Euro 66 mila;
- E) all'eliminazione dei saldi e delle operazioni intercorse tra le due società che ha comportato una riduzione di ricavi per Euro 2.978 mila con contropartita una maggior variazione delle rimanenze per Euro 33 mila, un aumento dei costi delle materie prime e di consumo per Euro 2.943 mila e degli altri costi operativi per Euro 2 mila;
- F) all'iscrizione di un beneficio per imposte differite attive rispettivamente di Euro 54 mila sull'iscrizione degli interessi passivi per competenza sul finanziamento e di Euro 24 mila sullo storno dei margini intragruppo sulle rimanenze. La fiscalità differita sulle scritture pro-forma è stata determinata sulla base delle aliquote fiscali vigenti al 30 giugno 2007, conformemente ai dati semestrali predisposti dalle società coinvolte nell'operazione.

La colonna 5 comprende, quindi, i dati economici consolidati pro-forma, classificati secondo gli schemi di Emak, risultanti dall'operazione di acquisizione al netto delle rettifiche pro-forma apportate.



Riconciliazione del patrimonio netto e dell'utile netto consolidato dell'Emittente con il patrimonio netto e l'utile netto consolidato pro-forma

<b>Patrimonio netto consolidato</b>	<b>30.06.2006</b>
Patrimonio netto consolidato Emak	90.073
Patrimonio netto Bertolini (IFRS)	4.709
<b>Patrimonio netto aggregato secondo principi IFRS</b>	<b>94.782</b>
<b>Rettifiche consolidamento pro-forma</b>	
Iscrizione avviamento	2.065
Iscrizione finanziamento a medio lungo termine	(274)
Iscrizione del debito per l'acquisto	(6.500)
Effetto sul patrimonio iniziale del margine intragruppo	(158)
Effetti sul conto economico	(150)
<b>Totale delle rettifiche pro-forma</b>	<b>(5.017)</b>
<b>Patrimonio netto consolidato pro-forma</b>	<b>89.765</b>

<b>Utile netto</b>	<b>30.06.2006</b>
Risultato consolidato Emak	12.395
Risultato Bertolini	464
<b>Utile netto aggregato secondo i principi IFRS</b>	<b>12.859</b>
<b>Rettifiche consolidamento pro-forma</b>	
Interessi passivi sul debito	(163)
Margini intercompany su rimanenze	(66)
Imposte differite attive su interessi passivi	54
Imposte differite attive su margini intercompany su rimanenze	25
<b>Totale rettifiche pro-forma</b>	<b>(150)</b>
<b>Risultato consolidato pro-forma Emak</b>	<b>12.709</b>

### 5.3 INDICATORI PRO-FORMA PER AZIONE DI EMAK

#### 5.3.1 Dati per azione storici e pro-forma a seguito dell'operazione di Acquisizione

(Euro)	Note	Bilancio Consolidato (storico) Emak al 30.6.2007	Bilancio Consolidato (pro-forma) Emak al 30.6.2007	Variazione %
Risultato economico ordinario dopo la tassazione	A	0,4485	0,4599	2,53%
Risultato economico netto	B	0,4499	0,4613	2,52%
Cash Flow	C	0,5474	0,5646	3,14%
<b>N° azioni prese a riferimento</b>	<b>D</b>	<b>27.636.418</b>	<b>27.636.418</b>	

Note:

- A. Il risultato economico ordinario dopo la tassazione si riferisce al risultato d'esercizio consolidato, che comprende il risultato netto di gruppo e quello di pertinenza di terzi.
- B. Il risultato economico netto si riferisce al totale del risultato d'esercizio ottenuto eliminando dal risultato d'esercizio consolidato la quota di pertinenza di terzi.
- C. Il Cash Flow è stato convenzionalmente determinato sommando al risultato economico ordinario dopo la tassazione gli ammortamenti del semestre.
- D. Il numero di azioni preso a riferimento è il numero medio ponderato di azioni in circolazione durante il semestre, escluso il numero medio di azioni ordinarie acquistate da Emak o possedute come azioni proprie.

#### 5.3.2 Variazioni significative dei dati per azione registrati per effetto dell'Operazione

L'aumento registrato è conseguente al risultato positivo del semestre di Bertolini.

### 5.4 Relazione della società di revisione concernente l'esame dei dati economici e patrimoniali pro-forma

La relazione delle società di revisione concernente l'esame della redazione dei dati economici e patrimoniali consolidati pro-forma ed attestante la ragionevolezza delle ipotesi di base utilizzate per la redazione dei dati pro-forma è allegata al presente Documento Informativo (Allegato B).

## **6 PROSPETTIVE DELL'EMITTENTE E DEL GRUPPO AD ESSO FACENTE CAPO**

### **6.1 Indicazioni generali sull'andamento degli affari dell'Emittente dalla chiusura dell'esercizio cui si riferisce l'ultimo bilancio pubblicato**

#### **6.1.1. Tendenze significative registrate nei primi nove mesi dell'esercizio 2007**

Il fatturato dei primi nove mesi dell'esercizio 2007 registra una crescita del 7% rispetto al corrispondente periodo dell'esercizio precedente con un contributo positivo dalle vendite dei prodotti da giardinaggio. Nelle motoseghe si riscontra un consolidamento dei nuovi modelli pur in presenza di una domanda di mercato sostanzialmente debole. A livello di aree geografiche si segnala un rallentamento nella domanda del mercato interno ed un incremento delle vendite nei paesi dell'Europa dell'Est.

L'utile operativo dei primi nove mesi ammonta ad Euro 22.215 mila in incremento del 29,3% rispetto al corrispondente periodo dell'esercizio precedente. Al miglioramento del risultato hanno contribuito positivamente i maggiori volumi di vendita, il miglioramento del mix di prodotto, il recupero di efficienza produttiva e la riduzione dei costi del personale mentre hanno avuto un impatto negativo le tensioni sui prezzi di vendita dovute all'elevata concorrenzialità del settore e l'incremento dei costi delle materie prime.

Il capitale circolante netto al 30 settembre 2007 rileva un decremento, rispetto al 31 dicembre 2006, di circa Euro 8.176 mila dovuto principalmente alla riduzione delle giacenze per effetto di una migliore logistica e di una più favorevole ciclicità nelle vendite.

La menzionata riduzione del capitale circolante netto e l'autofinanziamento aziendale hanno determinato un miglioramento della posizione finanziaria netta che risulta negativa di Euro 22.591 mila contro Euro 37.864 mila al 31 dicembre 2006.

#### **6.1.2 Informazioni relative alla ragionevole previsione dei risultati e della posizione finanziaria netta dell'esercizio 2007**

L'incremento percentuale atteso del fatturato consolidato dell'esercizio 2007, rispetto al precedente esercizio, è stimato essere pari al 5% circa. Per quanto riguarda i costi si sono registrate ulteriori tensioni nei prezzi delle materie prime, in particolare per ciò che riguarda il petrolio. L'utile operativo consolidato dell'esercizio 2007 è stimato in incremento del 20% circa rispetto al precedente esercizio.

Al 31 dicembre 2007 è atteso un miglioramento della posizione finanziaria netta negativa del Gruppo rispetto al 31 dicembre 2006. Peraltro per effetto dell'Operazione di Acquisizione, conclusa nei primi giorni del 2008, la posizione finanziaria netta negativa del Gruppo rileverà un incremento di circa Euro 14,5 milioni, considerando il corrispettivo di acquisto della partecipazione (Euro 6,5 milioni) e il valore stimato della posizione finanziaria netta di Bertolini.

I risultati attesi per l'esercizio 2008 non sono attualmente disponibili; l'Emittente prevede di presentare il Business Plan triennale consolidato all'approvazione del Consiglio di amministrazione, convocato il 14 febbraio 2008 anche per l'approvazione della relazione trimestrale chiusa al 31 dicembre 2007.

L'Emittente non è attualmente a conoscenza di ulteriori fattori o circostanze relative all'ordinaria gestione del Gruppo che possano condizionare in modo negativo l'attività ed i risultati economici dello stesso nel corso dell'esercizio 2008.

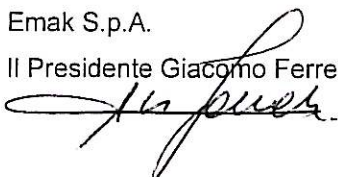
Per quanto richiesto dal comma 2, articolo 154-bis, TUF, il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari Aimone Burani dichiara che l'informativa contabile contenuta nel presente documento informativo riguardante Emak ed il suo Gruppo corrisponde alle risultanze documentali, ai libri ed alle scritture contabili.

Firma  -

Bagnolo in Piano (RE), il 23 gennaio 2008

Emak S.p.A.

Il Presidente Giacomo Ferretti



## **Allegato A**

**Relazione di stima del valore economico del 100% del capitale sociale di Bertolini.**

---

**BERTOLINI S.p.A.**

---

**DETERMINAZIONE DEL VALORE  
ECONOMICO DEL 100% DEL CAPITALE  
DELLA SOCIETA':  
BERTOLINI S.p.A.**



**Determinazione del valore economico del 100% del capitale**

---

**Indice**

**Oggetto incarico e finalità della stima**

**Data di riferimento della stima**

**Fonti informative utilizzate**

**Ipotesi e limitazioni**

**Lavoro svolto**

**Restrizioni all'uso della presente relazione**

**Bertolini S.p.A.**

**Metodologie di valutazione**

**Bertolini S.p.A.: premesse per la valutazione del 100% del capitale economico**

**Bertolini S.p.A.: stima con il metodo dei flussi di cassa scontati**

**Bertolini S.p.A.: stima con il metodo dei multipli**

**Bertolini S.p.A.: stima con il metodo del Value Added**

**Conclusioni**



## Determinazione del valore economico del 100% del capitale

---

### Oggetto incarico e finalità della stima

Il consiglio di amministrazione di EMAK S.p.A. intende valutare, nell'ambito di un progetto di potenziamento della propria gamma, l'operazione di acquisizione del 100% del capitale della Società Bertolini S.p.A. ("la Società") con sede in via della Mirandola 11, Reggio Emilia; detto capitale è attualmente interamente detenuto da Yama S.p.A., Via M. Ruini 74/L, Reggio Emilia. Yama S.p.A. è anche società controllante la stessa Emak S.p.A, e per via di questo fatto si configura la fattispecie prevista dall'articolo 71/bis (Operazioni con parti correlate) del Regolamento Emittenti, regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58, concernente la disciplina degli emittenti adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche.

Il Dott. Alberto Pigozzi (il "Consulente"), che ha ottenuto il diritto di fregiarsi del titolo di Chartered Financial Analyst in base alle disposizioni e ai regolamenti del CFA Institute<sup>1</sup>, è stato designato in qualità di esperto per la redazione di una perizia di stima del valore del 100% del capitale economico di Bertolini S.p.A. ("la Relazione e/o la Perizia").

La presente Relazione si propone pertanto di fornire al Consiglio di Amministrazione di Emak S.p.A. riferimenti utili per la determinazione di un congruo valore di acquisto del 100% del capitale di Bertolini S.p.A..

### Data di riferimento della stima

Data di riferimento per la valutazione in oggetto è il 31 dicembre 2007 e di conseguenza a tale data vengono sviluppati gli elementi di base del processo valutativo.

### Fonti informative utilizzate

Ai fini dello sviluppo del procedimento valutativo sono state prese a riferimento la situazione contabile della Società più recente (30 settembre 2007), le stime economiche prospettiche della stessa e tutti gli elementi di rilievo intervenuti tra la data del 30 settembre 2007 e la data di sottoscrizione della Perizia. In ogni caso non sono stati portati all'attenzione del Consulente eventi non inclusi nelle informazioni utilizzate e che potrebbero avere un impatto rilevante sulle conclusioni di questa relazione.

Ai fini di questa Relazione sono state ottenute le seguenti informazioni:

- bilanci al 31.12.2005 – 31.12.2006 di Bertolini S.p.A.;
- situazioni contabili al 30.06.2006 e 30.06.2007 di Bertolini S.p.A.;
- stima situazione economico finanziaria al 31.12.2007 di Bertolini S.p.A.;
- posizione finanziaria netta al 30.06.2007 ed al 31.12.2007;
- Budget 2007;

---

<sup>1</sup> Per maggiori informazioni si consulti il sito [www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org) e la sezione riservata al CFA Program.





---

## Determinazione del valore economico del 100% del capitale

---

- piano economico (i.e. conto economico) di Bertolini S.p.A. 2007 – 2010 redatto dal management;
- dettaglio investimenti per il periodo 2007 – 2010;
- *Information memorandum* Bertolini (Agosto 2007);
- Analisi industriale (Novembre 2006);
- Progetti Integrativi (Giugno 2007);
- Business Model (Agosto 2007);
- Relazione della società di revisione sull'esame dei dati prospettici inclusi nel business plan 2008 – 2010 di Bertolini S.p.A.

### Ipotesi e limitazioni

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

- la valutazione della società è stata effettuata in ipotesi di continuità aziendale;
- la valutazione è stata svolta considerando una situazione “*stand alone*” della Società, ovvero non considerando le eventuali sinergie determinate dall'acquisizione del suo capitale da parte di Emak S.p.A.;
- la valutazione è stata effettuata alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tiene conto di eventi esterni futuri straordinari od inattesi;
- la valutazione è basata sulla situazione contabile al 30 settembre 2007, sul piano economico della società e sulla posizione netta finanziaria a fine 2007 indicata dalla società. Il bilancio al 31 dicembre 2007 non è stato ancora approvato né reso pubblico;
- La responsabilità sulla qualità e correttezza dei dati ricevuti compete al Management di Bertolini S.p.A.;
- la valutazione si basa sul presupposto che la Società implementi nelle prospettate tempistiche il piano economico finanziario coerentemente con le ipotesi in esso contenute;
- la valutazione si basa sul presupposto di veridicità, accuratezza e completezza delle informazioni esaminate. L'analisi non ha riguardato l'attendibilità dei dati né l'individuazione / quantificazione di eventuali passività potenziali non indicate nel piano economico finanziario;
- il piano economico finanziario fornito è basato sull'assetto normativo fiscale in vigore al 31 dicembre 2007; in tal senso i dati del piano economico finanziario per l'esercizio 2007 e per gli anni successivi recepiscono un'aliquota IRES del 33% ed un'aliquota IRAP del 4,25%.

### Lavoro svolto

Nell'ambito dell'incarico conferitomi ho svolto le attività di seguito riportate:

- analisi della situazione economico finanziaria storica;
- analisi delle previsioni economico finanziarie riportate nel piano economico finanziario;
- confronto dei risultati economici prospettici della Società con i risultati economici conseguiti da altri operatori di settore e con le stime di crescita, di società quotate, elaborate da società di ricerca indipendenti;



## **Determinazione del valore economico del 100% del capitale**

---

- individuazione delle metodologie di valutazione da applicare; queste sono state individuate sulla base delle finalità dell'operazione e della natura del settore di attività in cui la Società opera;
- applicazione delle metodologie di valutazione. In particolare tale attività ha richiesto anche l'utilizzo di proiezioni economiche predisposte da analisti indipendenti ed identificazione delle società quotate comparabili con Bertolini S.p.A.;
- analisi di sensitività dei valori risultanti dall'applicazione dei metodi di valutazione prescelti; l'obiettivo di tale analisi è quello di verificare la sensibilità dei risultati ottenuti al variare delle principali variabili e coefficienti utilizzati per la valutazione.

### **Restrizioni all'uso della presente relazione**

La Relazione ha carattere consultivo ed indipendente, ed è destinata ad essere utilizzata nell'ambito delle finalità indicate nel paragrafo "Oggetto dell'incarico e finalità della stima".

La Relazione viene predisposta e rilasciata, nei limiti dell'incarico assegnato, esclusivamente a beneficio e ad uso interno del Consiglio di Amministrazione di Emak S.p.A. a supporto delle determinazioni di loro competenza.

Resta peraltro inteso che la Relazione potrà essere allegata agli atti societari previsti dalla legge e dalla CONSOB in funzione al processo di acquisizione.



---

## Determinazione del valore economico del 100% del capitale

---

### Bertolini S.p.A.

Bertolini, è una società per azioni con unico socio, con sede in Reggio Emilia, via della Mirandola 11, costituita in data 16 Aprile 1996 a risultato di un processo di riorganizzazione e consolidamento di società presenti, dai primi anni del 1900, nel settore della piccola e media meccanizzazione agricola.

Alla data di predisposizione del presente documento, Yama S.p.A. detiene il 100% del capitale sociale (1.501.240 azioni) di Bertolini S.p.A.; ad oggi Yama detiene anche il 75% del capitale sociale di Emak S.p.A..

Attualmente Bertolini opera nel segmento dei prodotti professionali e semiprofessionali per l'agricoltura ed il giardinaggio. Ad oggi la gamma di prodotti, commercializzati con marchi, di proprietà (i.e. Bertolini, Nibbi, Split e Yabe) prevede un'offerta che spazia tra:

- motocoltivatori e motofalciatrici commercializzati con i marchi Bertolini e Nibbi;
- motozappe (Bertolini e Nibbi);
- transporter (Bertolini);
- prodotti vari tra cui i principali sono spaccalegna, elettroseghe, tritacarne, frese e nebulizzatori (Yabe e Split).

Motocoltivatori e motofalciatrici rappresentano la famiglia di prodotti sui cui l'azienda ha fondato il proprio sviluppo e la presenza sul mercato; di conseguenza questa famiglia di prodotti rappresenta il *core business* storico aziendale.

Le altre famiglie di prodotti sono state aggiunte nel corso degli ultimi 5-6 anni per effetto di un ampliamento di gamma intrapreso dall'attuale management.

Le vendite sono fortemente concentrate principalmente in Italia ed in Europa (i.e. Francia, Germania, Spagna e paesi dell'Est Europa); la società sviluppa in Europa circa il 90% del proprio giro d'affari. Messico e Turchia rappresentano i principali mercati extra europei.

I principali clienti, rappresentati da distributori, importatori e da *dealer*. Circa il 16% del fatturato viene realizzato nei confronti di società del gruppo Emak.

L'attività produttiva, per le attività di montaggio e verniciatura, viene realizzata nello stabilimento di Reggio Emilia; le attività di carpenteria e di lavorazione di alcuni componenti meccanici sono svolte realizzate all'estero, mentre i singoli componenti sono acquisiti da fornitori selezionati.

Nel corso degli ultimi esercizi la società ha fatto registrare un importante incremento dei ricavi reso possibile dallo sviluppo di un nuovo piano di rafforzamento del posizionamento dei prodotti e da un potenziamento della struttura commerciale. Particolarmente significativo è stato l'incremento dei ricavi nel comparto delle motozappe e dei transporter.

Un piano di controllo dei costi operativi e la selezione di nuovi fornitori ha permesso di migliorare la redditività aziendale.



**Determinazione del valore economico del 100% del capitale****Principali highlights Bertolini S.p.A.**

<b>Euro (000)</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Ricavi vendite	15.925	17.907	19.809	22.473
Ebitda	1.058	1.322	1.774	1.916
<i>margin e Ebitda %</i>	<i>6,6%</i>	<i>7,4%</i>	<i>9,0%</i>	<i>8,5%</i>

*fonte: bilanci societari*

Il piano economico finanziario presentato dalla società per il periodo 2007 – 2010 prevede una ulteriore crescita di ricavi grazie allo sviluppo della gamma di prodotti nel settore delle motozappe e dei transporter.

La società prevede un incremento della componente di fatturato realizzata all'estero grazie allo sviluppo della rete commerciale in nuove aree attualmente non servite e/o servite marginalmente ed al potenziamento di quella esistente.

Il settore tradizionale dei motocoltivatori e delle motofalciatrici invece dovrebbe presentare un trend di rallentamento della dinamica di domanda in Europa occidentale e per tale motivo le stime di piano economico finanziario prevedono un consolidamento della dinamica di crescita in tale segmento che ipotizza un mantenimento dei volumi e dei margini del segmento.

L'andamento dei margini economici dovrebbe beneficiare di un piano di organizzazione dei processi produttivi che prevede una selezione di fornitori e di lavoratori c/terzi ed alcuni interventi sul lato della logistica e del sistema informativo.

**Metodologie di valutazione**

Per valore economico si intende il valore di riferimento in base al quale un'un'impresa, od una parte del suo capitale, può essere negoziata fra compratore e venditore prescindendo dalle caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione e dalle forze contrattuali che le esprimono.

Tale valore potrebbe pertanto differire anche in modo significativo dal prezzo che un determinato acquirente potrebbe essere disposto a corrispondere sulla base di considerazioni legate a fattori soggettivi.

Il valore del capitale economico dell'azienda essendo rappresentativo della capacità dell'azienda di generare ricchezza per i suoi azionisti nel lungo periodo non è influenzato dai principi contabili applicati dall'azienda anche se questi possono avere, nel breve periodo, un effetto sulla rappresentazione contabile delle singole attività e passività.

I metodi di stima del capitale economico delle aziende si possono ricondurre concettualmente alle seguenti tipologie:

- metodo finanziario: basato sui flussi di cassa che la società è in grado di generare nel futuro ed in particolare dal momento attuale sino alla liquidazione della società;
- metodo reddituale: reddito che la società è in grado di generare in futuro;
- metodo patrimoniale: valore determinato sulla base del patrimonio netto (eventualmente rettificato) della società;
- metodi misti che uniscono aspetti reddituali ad aspetti patrimoniali;



## Determinazione del valore economico del 100% del capitale

---

- multipli di mercato: analisi comparativa di società simili quotate;
- metodi basati sul valore aggiunto come EVA® che determinano il valore di un'impresa sulla base della capacità dell'azienda di generare un sovrapprofitto rispetto al costo medio ponderato del capitale.

### **Bertolini S.p.A.: premesse per la valutazione del 100% del capitale economico**

Al fine di individuare una indicazione di valore del capitale economico di Bertolini S.p.A. è stato seguito il seguente processo valutativo ottenuto attraverso l'applicazione, della metodologia dei flussi di cassa scontati, versione *unlevered*, alle grandezze del piano economico finanziario 2007 – 2010 reso disponibile dalla società.

Con finalità di controllo è stata applicata la metodologia dei multipli delle società di borsa ed un metodo di valutazione c.d. *Value Added* elaborato facendo riferimento alle indicazioni metodologiche del metodo EVA® di proprietà della società Stern Stewart & Company.

### **Bertolini S.p.A.: stima con il metodo dei flussi di cassa scontati**

Il modello dei flussi di cassa scontati è comunemente ritenuto, dalla pratica finanziaria, il più razionale e metodologicamente sviluppato, in quanto pone enfasi sulla capacità di generazione di valore per gli azionisti poiché:

- considera i flussi di cassa come determinante del valore aziendale, superando i limiti connessi ai risultati contabili;
- utilizza i flussi di cassa attesi dell'impresa imponendo la necessità di considerare l'evoluzione futura dell'azienda come primo *driver* di valore e sottolineando la necessità di ogni impresa di dover competere sul mercato e di essere in grado di permanere nel tempo;
- permette di stimare la dinamica del capitale circolante e degli investimenti in attività fisse come effetto degli andamenti economici e delle prospettive, rispetto alle voci contabili che rappresentano, invece, un attivo netto di natura contabile legato ad andamenti storici e poco adatto a essere interpretato come misura di performance aziendale.

Il valore della società di pertinenza degli azionisti è stimato sommando algebricamente al valore dell'impresa (valore attuale dei flussi di cassa così come evidenziati dal piano economico finanziario pluriennale e del valore terminale), la posizione finanziaria netta alla data di valutazione ed eventuali *surplus asset* (attività e/o passività non operative).

In formula:



**Determinazione del valore economico del 100% del capitale**

$$W_f = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+i)^t} + VR + D + sa$$

dove:

- $W_f$  = valore dell'azienda
- $FC_t$  = flussi di cassa attesi disponibili
- $i$  = tasso di attualizzazione
- $n$  = numero anni di piano
- $VR$  = valore residuo dell'azienda relativo all'anno  $n$
- $D$  = posizione finanziaria netta alla data della valutazione
- $sa$  = eventuali surplus asset (attività e/o passività non operative).

Il flusso di cassa ( $FC_t$ ) utilizzato per la valutazione è il cosiddetto flusso di cassa disponibile o "unlevered cash flow", il quale costituisce il flusso di cassa generato dall'azienda disponibile per la remunerazione del capitale, sia esso costituito da mezzi propri o da debito.

I flussi di cassa disponibili derivano dal piano di sviluppo aziendale 2008-2010, con il 2008 assunto come primo anno di attualizzazione.

Il valore terminale (VR), cioè la parte di valore del complesso aziendale riferibile ai risultati conseguiti in periodi successivi all'orizzonte di piano presentato. Per determinare tale valore è stato calcolato un valore reddituale normalizzato sulla base delle attese societarie e di settore a regime che è stato successivamente rettificato per considerare i fabbisogni di cassa per il processo di reinvestimento/sostituzione di impianti, gli assorbimenti di capitale circolante e l'impatto delle imposte. Viene stimato un flusso di cassa normalizzato pari ad euro 818.000 per anno.

<b>Flussi di cassa analitici utilizzati per la valutazione</b>				
<b>Euro (000)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>Norm / TV</b>
EBITDA	1.870	2.365	2.921	
Imposte	-441	-592	-783	
Tax shield oneri finanziari	-137	-139	-131	
Var. Capitale circolante netto	-153	-425	-921	
Var. fondo TFR	0	0	0	
<b>Flusso di cassa lordo</b>	<b>1.138</b>	<b>1.209</b>	<b>1.086</b>	
Investimenti	-802	-504	-288	
<b>Flusso di cassa unlevered</b>	<b>337</b>	<b>705</b>	<b>798</b>	<b>818</b>

Il flusso di cassa normalizzato è stato successivamente capitalizzato con la formula della rendita perpetua applicando come tasso di attualizzazione il valore del costo medio ponderato del capitale (così come determinato successivamente) ed ipotizzando un tasso di crescita reale dei ricavi pari all'1,5%.



---

## Determinazione del valore economico del 100% del capitale

---

Il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa e del valore terminale ( $I_t$ ) è ricavato tramite la ponderazione tra il costo delle diverse fonti di finanziamento aziendale; nel caso di Bertolini la struttura delle fonti finanziarie è rappresentata da una combinazione di capitale proprio e di finanziamenti a medio e lungo termine che a regime, sulla base delle indicazioni del piano economico finanziario, dovrebbe essere costituita per il 47% circa da capitale proprio e per il 53% da finanziamenti bancari.

In particolare:

### *Costo del capitale proprio ( $K_e$ )*

Il tasso assunto per l'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili è rappresentato dal costo del capitale azionario determinato sulla base del modello *Capital Asset Pricing Model* basato sulla seguente formula:

$$K_e = \text{Tasso per un titolo privo di rischio} + \text{Beta (Premio per il rischio)}$$

#### *(i) Tasso per un titolo privo di rischio*

Ai fini della presente valutazione il tasso di rendimento per un titolo privo di rischio è pari al valore del rendimento effettivo lordo di un titolo di stato pluriennale a cedola fissa della durata di 10 anni (4,70%).

#### *(ii) Coefficiente Beta*

Il coefficiente Beta, che esprime la rischiosità del titolo rispetto al mercato, è stato stimato prendendo a riferimento il valore grezzo (c.d. *levered*) dello stesso coefficiente di società quotate operanti nel settore dei prodotti per applicazioni agricole e forestali. Il valore grezzo delle singole società è stato rettificato (c.d. Beta *unlevered*) al fine di depurare il dato di rischiosità dall'effetto di rischio diversificabile derivante dall'ultimo livello di indebitamento delle singole società.

Il valore mediano del campione è stato utilizzato nella perizia ed è pari a 0,66; a seguito di aggiustamento per tenere conto del rapporto di indebitamento atteso, così come da grandezze del piano economico finanziario, si è ottenuto un valore *levered* di 1,16 utilizzato nella determinazione del costo del capitale proprio di Bertolini.

#### *(ii) Premio per il rischio di mercato (market risk premium)*

Nella selezione delle fonti per il calcolo del premio di rischio si è tenuto conto di indicatori legati alle caratteristiche dell'azienda e ai mercati borsistici locali e internazionali. In particolare i premi di rischio stimati da alcune fonti (Ibbotson Associates) che analizzano i mercati internazionali occidentali oscillano fra il 4% e il 5,5%.

E' stato selezionato un premio per il rischio pari al 4,5% circa, in linea con la più accreditata prassi valutativa internazionale.



## Determinazione del valore economico del 100% del capitale

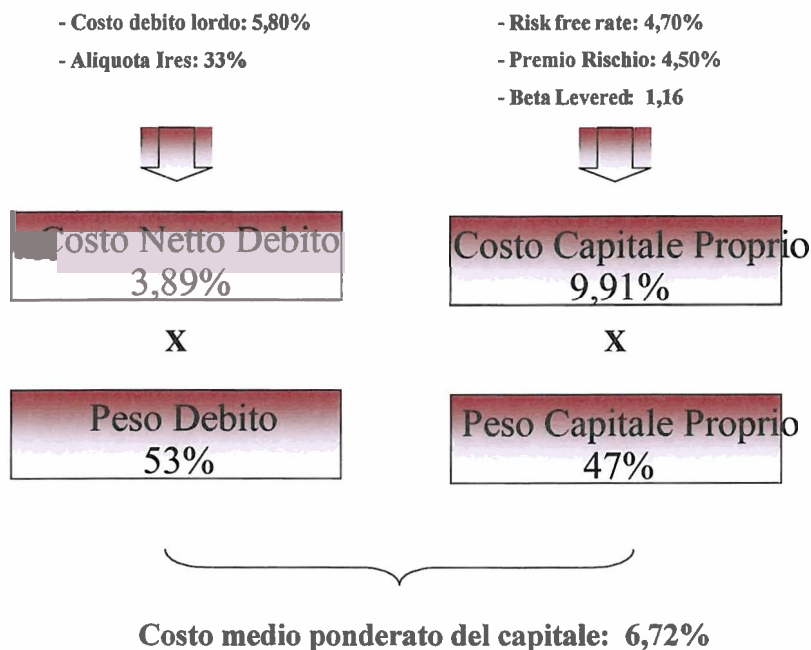
Applicando la formula di cui in precedenza si ottiene un costo del capitale proprio pari al 9,91%.

### Costo del debito ( $K_d$ )

Pari al 5,80% e rappresentativo di un tasso medio che l'azienda potrebbe negoziare per il finanziamento, a medio e lungo termine, di un progetto di investimento. Il tasso del 5,80% viene rettificato dell'aliquota IRES del 33%<sup>2</sup> giungendo ad un valore netto del 3,89% che viene utilizzato per la stima del costo medio ponderato del capitale<sup>3</sup>.

Ponderando il costo di ciascuna fonte di finanziamento per la propria contribuzione, in base alle evidenze della struttura finanziaria attesa al termine del periodo analitico del piano economico finanziario si ottiene un costo medio ponderato del capitale pari a 6,72%.

Nella tabella riportata qui sotto si fornisce una sintesi degli input utilizzati per tale stima.



### Valore d'azienda (Enterprise Value)

In caso di scenario con orizzonte infinito la sommatoria del valore attuale dei flussi di cassa disponibili previsti nel piano e del valore attuale del valore terminale in ipotesi di continuità aziendale, definisce il cosiddetto *Enterprise* o *Firm Value*, cioè il valore che potrebbe essere attribuito a Bertolini se la stessa non avesse posizione finanziaria (creditoria o debitoria), né altre attività o passività non direttamente afferenti la gestione caratteristica.

<sup>2</sup> Pari all'aliquota utilizzata dal management di Bertolini per la quantificazione dell'imponibile fiscale a fini Ires, nel piano economico.

<sup>3</sup> La rettifica della componente fiscale viene effettuata per tenere in considerazione la possibilità di deducibilità fiscale degli interessi passivi e per rendere comparabile il costo del debito con i flussi di cassa (*unlevered*) utilizzati per la stima del valore.





## Determinazione del valore economico del 100% del capitale

L'Enterprise Value della Società è stato stimato in Euro 12,8 milioni.

L'analisi di sensibilità del valore rispetto al tasso di attualizzazione (linea orizzontale) e al tasso di crescita perpetua del flusso di cassa normalizzato (colonna verticale) utilizzato nella stima del valore terminale mostrano uno spettro di valori dell'Enterprise Value compreso tra circa Euro 13,9 milioni e 15,0 milioni.

		6,62%	6,72%	6,82%	6,92%
1,30%	14.559	14.276	14.004	13.741	13.488
1,40%	14.812	14.519	14.237	13.966	13.704
1,50%	15.075	14.771	14.479	14.198	13.928
1,60%	15.349	15.034	14.731	14.440	14.160
1,70%	15.635	15.307	14.993	14.691	14.401

N.B. Dati in migliaia di euro

### Valore di pertinenza degli azionisti (Equity Value)

L'Enterprise Value è stato rettificato al fine di tenere in considerazione la posizione finanziaria netta al 31.12.2007, così come da indicazioni del management.

Il valore del capitale proprio di Bertolini è pari a stato stimato in Euro 6,485 milioni.

<b>Flussi di cassa analitici utilizzati per la valutazione</b>				
<b>Euro (000)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>Norm / TV</b>
EBITDA	1.870	2.365	2.921	
Imposte	-441	-592	-783	
Tax shield oneri finanziari	-137	-139	-131	
Var. Capitale circolante netto	-153	-425	-921	
Var. fondo TFR	0	0	0	
<b>Flusso di cassa lordo</b>	<b>1.138</b>	<b>1.209</b>	<b>1.086</b>	
Investimenti	-802	-504	-288	
<b>Flusso di cassa unlevered</b>	<b>337</b>	<b>705</b>	<b>798</b>	<b>818</b>
<b>Flussi di cassa attualizzati</b>	<b>316</b>	<b>619</b>	<b>656</b>	<b>12.888</b>
<b>Enterprise value</b>	<b>14.479</b>			
Posizione fin. netta 31.12.2007	7.994			
<b>Equity value</b>	<b>6.485</b>			

Analisi di sensibilità del valore rispetto al tasso di attualizzazione e al tasso di crescita perpetua del flusso di cassa normalizzato evidenziano una forchetta di valore compresa tra 5,9 e 7 milioni di euro.

## Determinazione del valore economico del 100% del capitale

	6,52%	6,62%	6,72%	6,82%	6,92%
1,30%	6.565	6.282	6.010	5.747	5.494
1,40%	6.818	6.525	6.243	5.971	5.710
1,50%	7.081	6.777	6.485	6.204	5.933
1,60%	7.355	7.040	6.737	6.446	6.165
1,70%	7.640	7.313	6.999	6.697	6.406

N.B. Dati in migliaia di euro

Applicando la metodologia di valutazione basata sui flussi di cassa scontati appare ragionevole indicare una valorizzazione del 100% del capitale economico della società pari a 6,5 milioni di euro.

### Bertolini S.p.A.: stima con il metodo dei multipli

Il metodo dei multipli di borsa risulta uno fra i più frequentemente utilizzati nell'ambito della stima di valore di imprese.

E' stata quindi condotta una analisi facendo riferimento ad un campione di società, quotate in borsa, operanti nel segmento dei prodotti agricoli e forestali e pertanto teoricamente comparabili con Bertolini.

L'analisi con il metodo dei multipli, nel caso di Bertolini presenta alcune difficoltà legate ad alcuni aspetti, di seguito elencati, che potenzialmente sono in grado di determinare una forte criticità nell'applicazione rigorosa del metodo dei multipli.

Le società quotate c.d. comparabili sono costituite da Emak, dalle statunitensi Toro Corporation, John Deere, Briggs and Stratton e Black & Decker e dalla svedese Husqvarna.

Rispetto a Bertolini le società del campione presentano significative differenze in termini di:

business mix: alcune società come Emal e Husqvarna presentano una gamma di prodotti piuttosto ampia con una presenza differenziata tra la gamma *professional* e quella hobbistica. Black & Decker presenta una gamma eterogenea con una presenza di prodotti estranei al comparto dei prodotti per applicazioni forestali e del giardinaggio. Toro Corporation e Briggs & Stratton hanno una gamma produttiva fortemente focalizzata su un prodotto e su una particolare nicchia di mercato prevalentemente hobbistica mentre John Deere è presente anche nel comparto delle macchine ad elevata potenza per applicazioni agricole;

dimensioni aziendali significativamente superiori a Bertolini;

redditività media significativamente superiore a Bertolini;

quotazione su listini internazionali, sede legale in paesi esteri e pertanto correlazione a logiche di mercato e ad aspetti fiscali/finanziari differenti da quelli di Bertolini;

status di non quotazione di Bertolini versus status di quotazione delle società del campione.

## Determinazione del valore economico del 100% del capitale

Principali società "comparabili" quotate						
dati milioni di euro	Ricavi 2007	Ebitda 2007	Ebitda margin %	Ricavi 2008	Ebitda 2008	Ebitda margin %
Emak	221,9	29,4	13,2%	239,7	33,9	14,1%
Toro Corporation	1.926,4	264,9	13,8%	2.028,9	288,2	14,2%
John Deere	21.752,6	2.549,9	11,7%	24.049,6	3.195,6	13,3%
Briggs & Stratton	2.196,1	176,7	8,0%	2.334,0	258,0	11,1%
Black & Decker	6.565,4	830,5	12,6%	6.620,9	871,3	13,2%
Husqvarna	33.641,6	4.706,6	14,0%	36.234,0	5.194,9	14,3%
Bertolini	21,4	1,7	8,1%	22,6	1,9	8,3%

Fonte: ricerca azionaria Banca Akros, 22 maggio 2007; ricerca azionaria Banca Aletti 8 agosto 2007

In secondo luogo i principali concorrenti di Bertolini, nei vari segmenti di attività, sono rappresentati da società non quotate come Goldoni, BCS, Grillo, Sep, Pubert, Adria, Eurosystem, Bruni, Meccanica Benassi, Ibea, Active e Yanmar; trattandosi di società non quotate non è possibile condurre una analisi dei multipli su queste società.

Per questi motivi si ritiene che un'analisi di valore fondata sui multipli di borsa possa condurre ad un rischio di impropria valorizzazione del capitale di Bertolini e pertanto viene fornita solo una tabella riassuntiva del multiplo EV <sup>4</sup>/ Ebitda stimato sulla base dei dati attesi per l'Ebitda 2007 e 2008 e rapportandolo all'enterprise value dato dalla capitalizzazione del singolo titolo a fine anno cui è stata aggiunto il valore dell'ultima posizione finanziaria netta disponibile ed il valore attuale di eventuali passività riferite a leasing finanziari non capitalizzati ed eventuali passività derivanti da piani pensionistici attuariali. E' stato infine calcolato il valore medio e la mediana del campione escludendo da tale computo la società John Deere il cui multiplo assume un valore anomalo.

Multipli società "comparabili" quotate		
	EV Ebitda	EV Ebitda
Emak	6,22x	5,40x
Toro Corporation	9,19x	8,44x
John Deere	22,27x	17,77x
Briggs & Stratton	8,82x	6,04x
Black & Decker	7,71x	7,35x
Husqvarna	8,53x	7,73x
Media (esc J Deere)	8,09x	6,99x
Mediana (esc J Deere)	8,53x	7,35x

Fonte: nostre elaborazioni

Rimarcando il fatto che, nella fattispecie valutativa considerata, emergono significative criticità nell'approccio rigoroso del metodo di valutazione dei multipli, si ritiene opportuno non utilizzare tale approccio di valore nella stima del valore di Bertolini.

<sup>4</sup> Enterprise Value

## Determinazione del valore economico del 100% del capitale

Appare invece preferibile condurre una analisi di controllo del valore utilizzando il metodo Value Added.

### Bertolini S.p.A.: stima con il metodo del Value Added

I metodi di stima c.d. Value Added sono il risultato di una metodologia di determinazione del valore mutuata dalle indicazioni teoriche del metodo dell'Economic Value Added (c.d. EVA<sup>®</sup>) elaborato dalla società di consulenza Stern Stewart & Company.

Poiché la metodologia EVA<sup>®</sup> è coperta da *copyright* la pratica valutativa ha sviluppato una serie di modelli di valutazione indipendenti e non coperti da *copyright* che cercano di incorporare le indicazioni metodologiche del modello EVA<sup>®</sup>; in tale ambito va intesa la stima di valore di Bertolini.

La valutazione con il metodo del valore aggiunto cerca di esplicitare la capacità dell'impresa di offrire un'extra-remunerazione all'intero capitale investito (patrimonio netto e capitale apportato a titolo di debito); in particolare il plusvalore generato in ogni periodo è pari alla differenza tra il rendimento del capitale investito ed il suo costo. La sommatoria del valore attuale degli extra rendimenti e del capitale investito iniziale conduce infine alla stima del valore dell'azienda permettendo di collegare una misura di sovrarendimento (c.d. *value added* od *economic profit*) ad un modello di stima del valore complessivo.

Per ogni anno di attività dell'impresa, il *value added* è dato dalla differenza tra il rendimento del capitale investito (ROIC), il suo costo (WACC); tale plusvalore è poi reso in termini assoluti dalla moltiplicazione del saggio rispetto al valore del capitale investito dell'anno precedente.

In formule:

$$Value\ Added = (ROIC_t - Wacc_t) * CIN_{t-1}$$

O in una formulazione alternativa:

$$Value\ Added = NOPAT_t - (Wacc_t * CIN_{t-1})$$

La seconda formulazione permette di evidenziare la relazione tra il rendimento sul capitale investito, il profitto operativo al netto delle tasse (Net operating profit after adjusted taxes) ed il capitale investito netto:

$$ROIC = \frac{NOPAT_t}{CIN_{t-1}}$$

La determinazione del *Value Added* impone una serie di rettifiche alle poste contabili al fine di evidenziare e depurare la componente economiche da accantonamenti, ammortamenti e "distorsioni" contabili che possono mascherare, per vari motivi, la reale capacità di reddito dell'impresa.

Utilizzando il valore dell'Ebit (i.e. reddito operativo) come base di partenza, le principali rettifiche apportate sono riferibili:

## Determinazione del valore economico del 100% del capitale

- calcolo degli interessi impliciti su canoni di leasing operativo/finanziario;
- all'incremento nella riserva LIFO;
- ammortamento del *goodwill*;
- costi spesi (es. ricerca e sviluppo) da capitalizzare;
- accantonamenti vari;
- la sottrazione delle c.d. cash taxes (flusso di cassa in uscita per far fronte agli impegni fiscali)

Nel caso di Bertolini, l'analisi delle poste contabili non evidenzia particolari criticità e pertanto il NOPAT può essere ragionevolmente approssimato dal valore del reddito operativo incrementato dal valore degli accantonamenti e ridotto delle imposte stimate nel piano economico, al netto del beneficio fiscale, non operativo, relativo alla deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

Il valore del capitale investito netto (CIN) è dato dal valore di alcune poste di stato patrimoniale, rettificato per gli elementi che hanno influenzato il NOPAT; a livello teorico le principali rettifiche apportate usualmente sono riferibili a:

- incremento al CIN del valore attuale dei canoni di leasing operativo;
- l'incremento della riserva LIFO;
- l'incremento dell'ammortamento cumulato del *goodwill*;
- il calcolo del capitale circolante netto includendo l'eventuali disponibilità di cassa detenute dalla società.

Nel caso di Bertolini in valore del CIN è ragionevolmente dato dal valore del capitale circolante netto incrementato del valore netto delle immobilizzazioni materiali.

Determinati, per ciascun anno di piano, il valore del NOPAT e del CIN è possibile determinare il valore del ROIC che verrà raffrontato, ai fini della valutazione, al valore del Wacc, quest'ultimo pari a 6,72% e derivato sulla base delle indicazioni evidenziate nel paragrafo riferito alla stima di valore con il metodo dei flussi di cassa scontati.

E' possibile dimostrare che il valore di un'azienda è uguale al valore del capitale investito più tutto il flusso attualizzato degli extra-profitti o *Value Added* che l'azienda è in grado di estrarre utilizzando tale capitale:

$$W_{Assets} = CIN_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Economic\_profit_t}{(1+WACC)^t}$$

Il valore del capitale azionario sarà infine stimato sottraendo il valore della posizione finanziaria netta iniziale.

Per Bertolini il valore dell'azienda c.d. *enterprise value* è dato dalla sommatoria dei sovrapprofitti per il periodo 2008 – 2010, dall'attualizzazione di un sovrapprofito terminale e del valore del capitale investito netto rettificato al momento della stima (31.12.2007).



**Determinazione del valore economico del 100% del capitale**

Nel caso di Bertolini il sovrapprofitto terminale è determinato applicando un valore del ROIC pari al valore del Wacc; in tal senso si assume che la società non sia in grado, nel lungo periodo, di generare un sovrapprofitto ed in tal senso il *terminal value* è pari a zero.

L'*enterprise value* di Bertolini è stimato in euro 14,5 milioni.

*Sottraendo a tale valore la posizione finanziaria netta la 31.12.2007 si ottiene il valore del 100% del capitale economico di Bertolini, pari a 6,5 milioni di euro.*

<b>Valorizzazione con il metodo del Value Added</b>				
<b>Euro (000)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>T.V</b>
Sovraprofitto	106	367	653	
<b>Sovraprofitto attualizzati</b>	<b>99</b>	<b>322</b>	<b>537</b>	<b>0</b>
V.A. Sovraprofitto	958			
CIN rettificato 31.12.2007	13.563			
<b>Enterprise Value</b>	<b>14.521</b>			
Posizione fin. netta 31.12.2007	7.994			
<b>Equity value</b>	<b>6.527</b>			

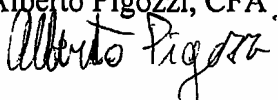
Il valore del capitale economico è in linea con le indicazioni derivate con l'applicazione del metodo dei flussi di cassa scontati ed in particolare il metodo del Value Added si posizionerebbe nell'intorno della forchetta di valore evidenziata dall'analisi di sensitività del metodo dei flussi di cassa scontati.

**Conclusioni**

Nel caso specifico di Bertolini ed in considerazione dei limiti connessi all'analisi di valore condotta con il metodo dei multipli si ritiene che il valore economico della società sia approssimato in maniera migliore dalle risultanze dell'applicazione del metodo dei flussi di cassa scontati e del metodo del Value Added (i.e. i metodi di valutazione prescelti).

*In ragione delle risultanze dei due metodi di valutazione prescelti, delle informazioni disponibili e tenuto conto delle prospettive della società e del settore in cui opera, pare pertanto congruo attribuire un valore di circa 6,5 milioni di euro per il 100% del capitale azionario di Bertolini S.p.A..*

Reggio Emilia, li 7 gennaio 2008.

Alberto Pigozzi, CFA.  


## **Allegato B**

**Relazione della società di revisione FIDITAL Revisione S.r.l. sull'esame dei prospetti consolidati pro-forma.**

**RELAZIONE SULL'ESAME DELLA SITUAZIONE PATRIMONIALE E DEL CONTO ECONOMICO CONSOLIDATI PRO-FORMA DELLA SOCIETÀ EMAK SPA PER IL PERIODO DI SEI MESI CHIUSO AL 30 GIUGNO 2007**

Al Consiglio di Amministrazione della  
EMAK SpA

- 1 Abbiamo esaminato i prospetti relativi allo stato patrimoniale consolidato ed al conto economico pro-forma (i “Prospetti Consolidati Pro-Forma”) corredati delle note esplicative della Società Emak SpA e sue controllate (di seguito “Gruppo Emak”) per il periodo di sei mesi chiuso al 30 giugno 2007.

Tali prospetti derivano dai dati storici relativi alla Relazione semestrale consolidata del Gruppo Emak chiusa al 30 giugno 2007 (di seguito la “Relazione semestrale”), predisposta in conformità agli IFRS e dalle scritture di rettifica pro-forma ad essi applicate e da noi esaminate.

Il bilancio consolidato intermedio incluso nella Relazione semestrale del Gruppo Emak SpA per il periodo di sei mesi chiuso al 30 giugno 2007, predisposto in conformità agli IFRS, è stato da noi assoggettato a revisione contabile limitata, a seguito della quale è stata emessa la relazione datata 1 ottobre 2007.

La situazione contabile per il periodo 1 gennaio - 30 giugno 2007 della Società Bertolini SpA, redatta in conformità ai principi contabili emanati dall’Organismo Italiano di Contabilità, alla quale sono state apportate le rettifiche connesse all’adozione dei principi contabili internazionali IAS/ IFRS ai soli fini della redazione dei prospetti pro-forma, è stata da noi assoggettata a revisione contabile limitata, a seguito della quale è stata emessa la relazione datata 25 ottobre 2007.

La revisione contabile limitata è consistita principalmente nella raccolta di informazioni sulle poste del bilancio, nell’analisi dei criteri di valutazione e dei principi contabili utilizzati tramite colloqui con la direzione della società, e nello svolgimento di analisi di bilancio. La revisione contabile limitata ha escluso procedure di revisione quali sondaggi di conformità e verifiche o procedure di validità delle attività e delle passività ed ha comportato un’estensione di lavoro significativamente inferiore a quella di una revisione contabile completa. Di conseguenza, non abbiamo espresso un giudizio professionale di revisione sulla Relazione semestrale consolidata sopraindicata.

I Prospetti Consolidati Pro-Forma, corredati delle note esplicative, relativi al periodo di sei mesi chiuso al 30 giugno 2007, sono stati redatti sulla base delle ipotesi descritte nelle note esplicative, per riflettere retroattivamente gli effetti dell’operazione di acquisizione da parte del Gruppo Emak dell’intero capitale sociale della Società Bertolini SpA.

- 2 I Prospetti Consolidati Pro-Forma, corredati delle note esplicative relativi al periodo di sei mesi chiuso al 30 giugno 2007 sono stati predisposti ai fini di quanto richiesto dagli articoli 71 e 71-bis del Regolamento di attuazione del D. Lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58, adottato dalla Consob con Delibera del 14 Maggio 1999, n. 11971 e successive modifiche.



L'obiettivo della redazione dei Prospetti Consolidati Pro-Forma è quello di rappresentare, secondo criteri di valutazione coerenti con i dati storici e conformi alla normativa di riferimento, gli effetti sull'andamento economico e sulla situazione patrimoniale del Gruppo Emak dell'operazione summenzionata, come se essa fosse virtualmente avvenuta il 30 giugno 2007 e, per quanto si riferisce ai soli effetti economici, all'inizio dell'esercizio 2007. Tuttavia, va rilevato che qualora l'operazione di acquisizione da parte del Gruppo Emak dell'intero capitale sociale della Società Bertolini SpA in oggetto fosse realmente avvenuta alla data ipotizzata, non necessariamente si sarebbero ottenuti gli stessi risultati qui rappresentati.

La responsabilità della redazione dei Prospetti Consolidati Pro-Forma compete agli amministratori della Società Emak SpA. E' nostra la responsabilità della formulazione di un giudizio professionale sulla ragionevolezza delle ipotesi adottate dagli Amministratori per la redazione dei Prospetti Consolidati Pro-Forma e sulla correttezza della metodologia da essi utilizzata per l'elaborazione dei medesimi prospetti. Inoltre è nostra la responsabilità della formulazione di un giudizio professionale sulla correttezza dei criteri di valutazione e dei principi contabili utilizzati.

- 3 Il nostro esame è stato svolto secondo i criteri raccomandati dalla Consob nella Raccomandazione n. DEM/ 1061609 del 9 agosto 2001 per la verifica dei dati pro-forma ed effettuando i controlli che abbiamo ritenuto necessari per le finalità dell'incarico conferitoci.
  
- 4 Dal lavoro svolto nulla è emerso che ci induca a ritenere che le ipotesi di base adottate dal Gruppo Emak per la redazione dei Prospetti Consolidati Pro-Forma relativi al periodo di sei mesi chiuso al 30 giugno 2007, corredati delle note esplicative per riflettere l'operazione di acquisizione da parte del Gruppo Emak dell'intero capitale sociale della Società Bertolini SpA non siano ragionevoli e che la metodologia utilizzata per l'elaborazione dei predetti Prospetti non sia stata applicata correttamente per le finalità informative descritte in precedenza e, infine, che nella redazione dei medesimi prospetti siano stati utilizzati criteri di valutazione e principi contabili non corretti.

Bologna, 23 gennaio 2008

FIDITAL Revisione ed Organizzazione Contabile Srl



Diego Bassi  
(Revisore contabile)