

Prof. Roberto Maglio

**VALUTAZIONE DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO
DELLA “*ESI S.p.A.*” AI SENSI DELL’ART. 2343 ter
COMMA 2 DEL CODICE CIVILE**

INDICE

1. L'INCARICO.....	3
1.1 Oggetto.....	3
1.2 Limiti delle attività del perito – disclaimer.....	4
1.3 L'operazione societaria e lo scopo della Valutazione.....	5
1.4 Data della valutazione.....	7
2. OVERVIEW SOCIETARIO – BILANCI.....	8
2.1 ESI S.p.A.....	8
2.2 I Bilanci.....	9
3. METODO DI VALUTAZIONE.....	13
3.1 I metodi valutativi.....	13
3.2 Il metodo finanziario.....	14
3.3 Il metodo patrimoniale.....	17
3.4 Il metodo reddituale.....	18
3.5 I metodi misti.....	19
3.6 Il metodo prescelto.....	20
4. IL PROCESSO VALUTATIVO.....	21
4.1 Situazione economica di riferimento.....	21
4.2 Analisi del Piano e <i>assumption</i> di base.....	22
4.3 I valori del Piano.....	24
4.4 Le tecniche di attualizzazione.....	25
4.5 L'attualizzazione del Piano.....	28
4.6 Determinazione del Terminal Value	28
4.7 Determinazione dell'Enterprise Value.....	29
4.8 Le Sensitivities e le variabili del range di valori	29
4.9 PFN.....	30
4.10 Determinazione dell'Equity Value.....	31
5. CONCLUSIONI.....	33

1. L'INCARICO

1.1 Oggetto

In data 17 giugno 2022, il sottoscritto Prof. Roberto Maglio, ordinario di Economia Aziendale presso l'Università degli Studi di Napoli, nato a Napoli (NA) il 09/03/1972, ed ivi domiciliato in via Mergellina, 32, con codice fiscale MGLRRT72C09F839J, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Napoli al n. 6151 dal 19/04/2011, iscritto al Registro dei Revisori Legali al n. 96918 con D.M. 15/10/1999, ha ricevuto dalla società Integra S.p.A., nella persona dell'Amministratore Delegato dott. Stefano Plocco (di seguito anche "**Conferente**", "**Integra**"), in qualità di azionista di maggioranza della società ESI S.p.A. quotata sul mercato *Euronext Growth Milan* ("**EGM**") con sede legale in Roma (RM), Viale Luigi Schiavonetti, 290, con Codice Fiscale e numero di Partita IVA 14924611008 (di seguito "**ESI**" o la "**Società**"), l'incarico di procedere alla relazione di stima ai sensi dell'art. 2343 ter comma 2, lettera b) del codice civile, ai fini della determinazione del valore economico di n. 635.922 azioni della società equivalenti al 9,10% circa delle attuali azioni in circolazione della Società, nell'ambito di un progetto di trasferimento di partecipazioni a mezzo conferimento in appresso delineato.

In riferimento al sopra citato incarico il sottoscritto

dichiara

- di essere revisore contabile iscritto nel Registro dei Revisori Legali al n. 96918 con Decreto Ministeriale del 15/10/1999 pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 87 del 02/11/1999;
- di essere in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dalla normativa rispetto a chi partecipa all'operazione meglio descritta nel proseguito.

Alla luce di quanto sopra il sottoscritto, in esecuzione dell'incarico ricevuto, redige la seguente "Relazione di stima ai sensi dell'art. 2343 comma 2, lettera b) c.c."

1.2 Limiti delle attività del perito - *disclaimer*

La presente relazione di stima (in seguito anche il “**Documento**” o la “**Relazione**” o la “**Valutazione**”) è assoggettata ai limiti, ed è stata redatta sulla base delle precisazioni, riportate nel presente paragrafo e nel corpo della Relazione.

Le conclusioni esposte sono basate sul complesso delle indicazioni o considerazioni contenute nel Documento; pertanto, nessuna parte dello stesso potrà essere considerata o comunque utilizzata in modo separato.

Il sottoscritto non assume alcuna responsabilità diretta o indiretta per gli eventuali danni, che potrebbero derivare da un non corretto utilizzo delle informazioni contenute nel Documento.

Il Documento è fornito al solo fine della operazione di conferimento del 9,10% circa del capitale della Società, nell’ambito del progetto di trasferimento di partecipazioni in appresso meglio delineato, e non potrà essere utilizzato per alcun altro fine diverso da quello per cui è stato redatto, né essere riprodotto, divulgato o mostrato a terzi estranei, o pubblicato per qualsiasi scopo e qualsiasi tecnica, salvo gli obblighi di legge o di regolamento, senza aver preventivamente ottenuto il consenso scritto del sottoscritto.

Resta inteso che, salvo obblighi di legge, nel caso in cui il presente Documento sia posto in circolazione, distribuito a terzi, pubblicato o comunque reso pubblico, chi scrive non potrà in alcun modo essere ritenuto responsabile per qualsiasi eventuale conseguenza pregiudizievole, discendente dall’adozione di decisioni adottate in conseguenza della lettura del Documento medesimo.

Salvo che non sia diversamente precisato, i dati contabili utilizzati per il presente lavoro, ed in particolare i bilanci d’esercizio della Società, nonché il piano economico – finanziario prospettico con le connesse *assumption* e la posizione finanziaria netta sono stati forniti dalla Società.

Le attività del presente incarico non sono tese a, e non rappresentano, un giudizio di conformità del bilancio o dei dati previsionali rispetto alle norme di legge o di prassi che ne disciplinano il contenuto.

La classificazione delle voci di bilancio è stata definita dalla struttura aziendale.

La Relazione è stata elaborata nel presupposto che:

- tutti i bilanci di esercizio ed i documenti forniti dalla Società ed utilizzati al fine dell'espletamento del presente incarico rappresentino in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale - finanziaria e il risultato economico d'esercizio e siano in continuità di criteri rispetto ai bilanci degli esercizi precedenti;
- resti ferma, quindi, la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;
- le previsioni economico-patrimoniali fornite dalla Società siano congrue e ragionevoli;
- le linee guida, le proiezioni finanziarie e le previsioni sugli aspetti tecnico – gestionali forniti riflettano la migliore stima possibile ed i migliori giudizi ad oggi disponibili;

L'analisi dello scrivente non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese) e le stime effettuate sono state formulate sulla base delle informazioni acquisite e, pertanto, non tengono conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibili.

Chi scrive ha fatto pieno ed esclusivo affidamento della veridicità, accuratezza, completezza e correttezza di tutte le informazioni ricevute per l'espletamento dell'incarico.

Pertanto, il sottoscritto declina ogni responsabilità ove i risultati presentati fossero inficiati dalla non completezza, non correttezza, non accuratezza, o non veridicità delle informazioni scritte e orali fornite e degli altri elementi conoscitivi utilizzati per l'analisi.

1.3 L'operazione societaria e lo scopo della Valutazione

Il Conferente ha rappresentato l'intenzione di voler procedere ad un progetto di trasferimento di partecipazioni (di seguito anche "**Operazione**"), mediante il quale cederà alla società Innovatec S.p.A. (di seguito anche "**Conferitaria**", "**Innovatec**") n. 2.066.745 azioni ordinarie ESI, pari al 29,58% del capitale sociale di ESI di cui:

- i. n. 1.430.823 azioni ordinarie ESI, corrispondenti al 20,48% circa del capitale sociale della Società, a fronte del pagamento di un corrispettivo in contanti ("Corrispettivo

per Cassa);

- ii. n. 635.922 azioni ordinarie ESI, corrispondenti al 9,10% circa dell'attuale capitale sociale di ESI, a fronte di un corrispettivo in natura in n. 1.000.000 nuove azioni Innovatec ("**Nuove Azioni INN**") - ad un prezzo di Euro 2 milioni - di nuova emissione aventi le stesse caratteristiche, prive di indicazione del valore nominale espresso, godimento regolare pari al godimento delle azioni ordinarie attualmente in circolazione ("**Corrispettivo in Nuove Azioni INN**").

In considerazione della circostanza che la Conferitaria ai fini dell'esecuzione dell'Operazione si accinge a dare esecuzione ad un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione riservato alla Conferente, a servizio del pagamento del Corrispettivo in Nuove Azioni INN, è necessario che detto conferimento sia supportato da una Relazione di Stima redatta da un revisore legale, che attesti che il valore della partecipazione da conferire sia almeno pari al corrispondente aumento di capitale della conferente, quantificato tra le parti in Euro 2 Milioni, comprensivo del sopraprezzo.

La finalità della Valutazione è quindi quella di determinare un valore di n. 635.922 azioni ordinarie ESI, corrispondenti al 9,10% circa dell'attuale capitale sociale di ESI, calcolato in base a principi e criteri valutativi generalmente riconosciuti ed applicati nella fattispecie, attraverso le metodologie di valutazione ritenute più appropriate, nel rispetto e nei limiti del mandato conferito.

Più in particolare, compito del sottoscritto è stato:

1. elaborare una overview societaria;
2. raccogliere i dati economici e patrimoniali della ESI S.p.A.;
3. identificare il metodo di valutazione più corretto tra quelli generalmente accettati, al fine della valutazione del valore di ESI;
4. recepire le evidenze del piano economico - finanziario (di seguito "**Piano**" o "**Business Plan**") predisposto dal management della Società, con riferimento all'orizzonte prospettico 2022-2024;
5. determinare un ragionevole valore di ESI, sulla base del Piano sottoposto;
6. esporre infine le risultanze del lavoro.

L'attività di stima è stata realizzata basandosi sui dati e sulle informazioni contenute nella principale documentazione indicata di seguito, messa a disposizione direttamente dalla Società:

1. Business Plan 2020-2024 (Allegato sub. 1);
2. Visura camerale ESI;
3. Situazione contabile intermedia della ESI al 31.3.2022 sottoscritta dal legale rappresentante (Allegato sub. 2);
4. PFN aggiornata al 31.12.2021 sottoscritta dal legale rappresentante (Allegato sub. 3);
5. Bilancio di esercizio della ESI S.p.A. al 31.12.2019, al 31.12.2020 ed al 31.12.2021;
6. Attestazione del legale rappresentante di ESI che alla data di redazione della Valutazione non si sono verificati eventi o circostanze che possano determinare effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'ordinario andamento del business, sul loro profilo di continuità, sulle risultanze del Piano e relative assunzioni, nonché sulla situazione contabile di riferimento al 31 marzo 2022.

1.4 Data della valutazione

La data di riferimento della presente Valutazione è quella del 31 marzo 2022, a cui si riferiscono gli ultimi dati economico patrimoniali della Società, acquisiti ed allegati al presente Documento, che, come si vedrà nei rispettivi paragrafi, sostanzialmente realizzano in linea generale le previsioni del Piano.

2. OVERVIEW SOCIETARIO – BILANCI

2.1 ESI S.p.A.

ESI S.p.A. è stata costituita in data 18 settembre 2018, mediante conferimento di ramo d'azienda, ed è stata iscritta presso il Registro Imprese il 4 ottobre dello stesso anno, l'attuale sede legale è in Roma (RM), viale Luigi Schiavonetti, 290.

L'attuale capitale sociale deliberato corrisponde ad Euro 16.964.236,45, sottoscritto e versato per Euro 1.000.000,00 composto da n. 6.986.892 azioni ordinarie.

La Società è stata ammessa alla quotazione al mercato Euronext Growth Milan dal 26 ottobre 2020.

La Società ha come oggetto sociale la realizzazione di complessi progetti energetici su larga scala: dallo sviluppo dello specifico progetto, all'ingegnerizzazione dell'impianto, sino alla vera e propria realizzazione, ivi compreso lo studio della sostenibilità finanziaria dello stesso.

Più in generale la Società si occupa dello sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico e, più specificatamente, l'attività di studio, ricerca, sviluppo, progettazione, realizzazione, revisione, installazione, gestione, manutenzione e vendita di impianti, macchinari, attrezzature, tecnologie, know how e brevetti nei settori energetico, civile ed elettromeccanico.

L'attuale compagine societaria è composta come segue:

- Integra S.r.l., titolare di una quota di partecipazione al capitale sociale pari al 55,80%;
- EXACTO S.r.l., titolare di una quota di partecipazione al capitale sociale pari al 11,45%;
- altri azionisti < 5%, titolari di una quota di partecipazione al capitale sociale pari al 4,15%;
- la restante parte del capitale sociale corrispondente al 28,59%, rappresenta il flottante sul mercato azionario Euronext Growth Milan.

Sulla base delle informazioni pubblicate dal competente Registro delle Imprese di Roma, l'amministrazione della società spetta ad un Consiglio di Amministrazione composto dai seguenti membri:

- Dott. Egidi Felice, Presidente del Consiglio di Amministrazione;
- Dott. Plocco Stefano, Amministratore delegato;
- Dott. Di Pietrogiacomo Riccardo, Amministratore delegato.

2.2. I Bilanci

I prospetti che seguono illustrano i bilanci della Società nel triennio 2019-2021.

STATO PATRIMONIALE 2019-2020-2021

<i>(in euro)</i>	<i>31.12.2021</i>	<i>31.12.2020</i>	<i>31.12.2019</i>
A) CREDITI VERSO SOCI PER VERSAMENTI DOVUTI	-	-	
B) IMMOBILIZZAZIONI	2.284.137	1.402.025	248.468
I) Immobilizzazioni immateriali	873.044	857.123	196.902
1) Costi di impianto e di ampliamento	687.723	677.723	-
3) Diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno			
4) Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	10.297	4.376	-
5) Avviamento	175.024	175.024	196.902
6) Immobilizzazioni in corso e acconti			
7) Altre immobilizzazioni immateriali			
II) Immobilizzazioni materiali	992.610	163.682	46.566
1) Terreni e fabbricati	676.919		
2) Impianti e macchinario	126.914	126.914	11.516
3) Automezzi			
4) Altri beni	188.777	36.768	35.050
III) Immobilizzazioni finanziarie	418.483	381.220	5.000
1) Partecipazioni in:			
a) imprese controllate	-	5.000	5.000
2) Crediti			
a) verso imprese controllate			
esigibili oltre l'esercizio successivo	-	248.460	-
c) verso controllanti	-	127.760	-
esigibili oltre l'esercizio successivo	-	-	-
d-bis) verso altri	43.131	-	
esigibili entro l'esercizio successivo	-	-	
esigibili oltre l'esercizio successivo	375.352	-	
C) ATTIVO CIRCOLANTE	8.759.975	2.975.150	1.840.908
I) Rimanenze	4.811.003	19.111	-
1) materie prime, sussidiarie, e di consumo	29.793	17.801	-
3) lavori in corso su ordinazione	3.691.630	-	-
4) prodotti finiti e merci	95.000	1.310	-
5) acconti	994.580	-	-
II) Crediti	1.578.717	1.842.633	993.041
1) verso clienti			
entro 12 mesi	251.067	382.989	955.762
oltre 12 mesi	485.671	-	-
2) verso imprese controllate			
entro 12 mesi		655.066	-

<i>oltre 12 mesi</i>			
3) verso imprese collegate			
<i>entro 12 mesi</i>	-	736	-
<i>oltre 12 mesi</i>			
4) verso controllanti			
<i>entro 12 mesi</i>	1.050	101.525	-
<i>oltre 12 mesi</i>			
5) verso imprese sottoposto al controllo delle controllanti			
<i>entro 12 mesi</i>	178.660	-	
<i>oltre 12 mesi</i>			
5-bis) crediti tributari			
<i>entro 12 mesi</i>	165.595	690.151	2.931
<i>oltre 12 mesi</i>			
5-ter) imposte anticipate			
<i>entro 12 mesi</i>	94.318	10.874	2.803
<i>oltre 12 mesi</i>			
5 quater) Verso altri			
<i>entro 12 mesi</i>	51.801	1.292	31.545
<i>oltre 12 mesi</i>	350.555		
IV) Disponibilità liquide	2.370.255	1.113.406	847.867
1) Depositi bancari e postali	2.359.915	1.097.228	846.878
3) Denaro e valori in cassa	10.340	16.178	989
D) RATEI E RISCONTI ATTIVI	59.111	6.194	7.036
TOTALE STATO PATRIMONIALE – ATTIVO	11.103.223	4.383.369	2.096.412

Tab. 1: Prospetto di SP attivo

<i>(in euro)</i>	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
A) PATRIMONIO NETTO	3.887.842	3.580.930	581.567
I) Capitale sociale	198.833	196.040	158.780
III) Riserva di rivalutazione	2.766.807	2.570.940	-
IV) Riserva legale	40.697	21.139	-
VI) Altre Riserve	773.253	401.648	-
<i>Riserva straordinaria</i>	773.253	401.648	-
<i>Varie altre riserve</i>			
VII) Riserva per operazioni di copertura flussi finanziari attesi			
VIII) Utili (perdite) portati a nuovo			
IX) Utile (perdita) dell' esercizio	114.196	391.163	422.787
X) Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio	(5.944)	-	
B) FONDI PER RISCHI ED ONERI			
1) Fondi di trattamento di quiescenza e obblighi simili			
2) Fondi per imposte, anche differite			
3) Strumenti finanziari derivati passivi			

4) Altri			
C) TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO DI LAVORO SUBORDINATO	28.802	7.694	7.592
D) DEBITI	7.140.731	769.979	1.507.253
4) Debiti verso banche	1.398.938	71.568	-
entro 12 mesi	264.931	71.568	-
oltre 12 mesi	1.134.007	-	-
6) Acconti	3.704.143	-	-
entro 12 mesi	3.704.143	-	-
7) Debiti verso fornitori	1.853.558	321.821	989.923
entro 12 mesi	1.853.558	321.821	989.923
oltre 12 mesi	-	-	-
10) Debiti verso imprese collegate	-	8.339	-
entro 12 mesi	-	8.339	-
oltre 12 mesi	-	-	-
12) Debiti tributari	36.568	305.887	408.783
entro 12 mesi	36.658	305.887	408.783
oltre 12 mesi	-	-	-
13) Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	54.167	21.352	31.763
entro 12 mesi	54.167	21.352	31.763
oltre 12 mesi	-	-	-
14) Altri debiti	93.267	41.012	76.784
entro 12 mesi	93.267	41.012	76.784
oltre 12 mesi	-	-	-
E) RATEI E RISCOINTI PASSIVI	45.848	24.766	-
TOTALE STATO PATRIMONIALE PASSIVO	11.103.223	4.383.369	2.094.412

Tab. 2: Prospetto di SP passivo

(in euro)	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
A) VALORE DELLA PRODUZIONE	5.459.100	2.552.775	4.135.227
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.167.874	2.095.849	3.769.567
2) Variazioni delle rimanenze di prodotto in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	93.690	1.310	-
3) Variazioni dei lavori in corso su ordinazioni	3.691.630	-	-
5) Altri ricavi e proventi	-	393.549	-
Contributi in c/esercizio	-	393.549	-
Altri	505.906	62.067	365.660
B) COSTI DELLA PRODUZIONE	5.380.982	2.157.610	3.519.931
6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	2.121.795	350.295	2.575.628
7) Per servizi	2.393.274	931.600	610.406
8) Per godimento di beni di terzi	177.115	137.140	42.242
9) Per il personale	610.267	535.355	258.042
a) Salari e stipendi	463.726	352.576	188.813
b) Oneri sociali	118.320	115.363	58.832
c) Trattamento di fine rapporto	28.221	22.513	10.297
e) Altri costi	-	44.903	100

10) Ammortamenti e svalutazioni	-	214.586	26.653
<i>a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali</i>	-	192.458	21.878
<i>b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali</i>	-	22.128	4.775
11) Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumi e merci	(11.991)	(17.802)	-
14) Oneri diversi di gestione	90.552	6.436	6.960
DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE (A - B)	78.118	395.165	615.296
C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI	(38.876)	(1.556)	(1.350)
16) Altri proventi finanziari	35.034	6.454	-
<i>a) Da crediti iscritti nelle immobilizzazioni</i>			
<i>Altri</i>	35.034	6.454	-
<i>d) Proventi diversi da altre imprese</i>			
17) Interessi e altri oneri finanziari	70.101	7.915	1.350
<i>e) Interessi ed altri oneri finanziari</i>		-	
<i>Altri</i>	70.101	7.915	1.350
17-bis) Utili e perdite su cambi	(3.809)	(95)	-
D) RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA' FINANZIARIE	-	-	
19) Svalutazioni			
<i>a) di partecipazioni</i>			
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	39.242	393.609	613.946
22) Imposte sul reddito d'esercizio, correnti, differite e anticipate	(74.954)	2.446	191.159
<i>a) Imposte correnti</i>	9.169	10.517	193.962
<i>c) Imposte anticipate sul reddito d'esercizio</i>	(589)	-	-
<i>c) Imposte differite sul reddito d'esercizio</i>	(83.534)	(8.071)	(2.803)
UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO	114.196	391.163	422.787

Tab. 3: Prospetto di CE

3. METODI DI VALUTAZIONE

3.1 I metodi valutativi

Il processo valutativo della Società è basato, oltre che sull'analisi delle sue risultanze patrimoniali, sullo sviluppo di un Piano previsionale predisposto dalla Società che abbraccia l'orizzonte temporale 2022-2024.

È opportuno osservare che ogni analisi valutativa, inclusa la presente, deve avere come primo presupposto l'indagine sull'oggetto della valutazione, onde riuscire a determinare il o i criteri più adeguati ad esprimerne il valore.

Non solo, ma vale sempre la pena rimarcare che l'importo, che emerge da ogni procedimento valutativo rappresenta il ragionevole valore attribuibile all'oggetto della valutazione, in un dato momento storico, in uno specifico ambito territoriale, in situazioni di mercato non straordinarie e tra controparti aventi uguale potere negoziale.

Per inquadrare correttamente la tematica e la portata delle valutazioni - che si presenta invero ben nota – è necessario altresì tenere in debito conto l'influenza che possono esercitare elementi del tutto esogeni, quali la turbolenza dei mercati, il *change in law*, la lentezza della burocrazia e così via, nonché, come il caso in specie, la particolare natura dell'operazione da cui scaturisce la valutazione e l'obiettivo del perito.

Proprio alla luce di tali ultime considerazioni, il processo valutativo è stato negli ultimi anni al centro di importanti dibattiti nazionali ed internazionali, poiché sempre più frequenti sono le necessità di procedere alla identificazione del valore di aziende o di interi gruppi, causa le continue operazioni di integrazione, aggregazione, cessione, ristrutturazione ecc..

Si è oramai concordi nel ritenere che la valutazione d'azienda non è dunque una mera applicazione di una metodologia o una "formula", quanto piuttosto un procedimento complesso, nel quale tutte le informazioni e le componenti analizzate e/o determinate concorrono alla formazione di un "giudizio integrato di valutazione".

Di seguito vengono illustrati brevemente i concetti generali sulla valutazione delle aziende e degli *asset* d'impresa, ed i metodi adottati nella pratica, evidenziando per ciascuno di essi limiti e significatività.

In conclusione, si procederà all'illustrazione della metodologia prescelta ai fini della valorizzazione della partecipazione in parola, per poi procedere allo sviluppo della valutazione nel successivo capitolo.

I metodi di valutazione che la Dottrina ha identificato per i complessi aziendali, o rami di essi, sono sicuramente molteplici e dagli approcci più diversi.

Una prima macroclassificazione viene effettuata tra la metodologia diretta e metodologia indiretta o analitica.

La prima, parte dal presupposto che esista un mercato in grado di esprimere, anche se in maniera variabile nel tempo, un valore all'azienda in oggetto, prescindendo da una sua disamina approfondita.

Tale è il caso, ad esempio, delle società quotate in mercati regolamentati, dove il corso del loro titolo esprime, in estrema sintesi, il valore dell'azienda che esse esercitano.

La seconda, di gran lunga la più diffusa, basandosi sul principio della limitata significatività di valori di mercato così mutevoli, si fonda su valutazioni analitiche delle singole componenti l'azienda.

In relazione all'oggetto della sua indagine, la metodologia analitica può suddividersi in:

- Metodi finanziari;
- Metodi patrimoniali;
- Metodi reddituali;
- Metodi misti;
- Metodi dei multipli o similari.

L'evoluzione dottrinale, compenetrando tra loro tali criteri, ha prodotto poi, i cc.dd. "metodi misti" che recepiscono, in varia misura, le singole risultanze dei metodi analitici.

3.2. Il metodo finanziario

Tale metodo si basa sul principio che il valore di un'azienda è determinato dal suo ritorno finanziario, ovvero dai flussi di cassa che essa è in grado di generare nel futuro fino alla messa in liquidazione.

Il valore di una azienda quindi è pari al valore attuale dei flussi di cassa, che si realizzeranno in un arco di tempo prestabilito:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{SF_t}{(1+i)^t}$$

Dove:

W = valore dell'azienda;

SF = sommatoria dei flussi di cassa previsti;

i = tasso di attualizzazione;

* = numero di anni.

La dottrina è concorde nel ritenere tale metodologia quella più valida, in quanto risponde in pieno alle aspettative del soggetto interessato alla valutazione.

Sino a qualche tempo fa, l'approccio finanziario veniva di fatto utilizzato poco, in relazione alle difficoltà che si incontravano nello stimare in maniera attendibile i flussi di cassa nel tempo, e a tale criterio venivano preferite metodologie concettualmente meno ineccepibili, ma sicuramente più semplici.

Più di recente, invece, grazie anche alla sempre più forte influenza nell'economia italiana dell'esperienza anglosassone, i metodi finanziari hanno avuto un grandissimo rilancio, tanto da diventare oggi, evidentemente tenuto conto dell'oggetto da valutare, i principali criteri guida nella valutazione delle aziende.

Il punto di partenza di tali criteri è la identificazione dei flussi di cassa generati dalla gestione con specifici indicatori o margini del conto economico.

Diversi sono i margini di conto economico elaborati dalla dottrina per i casi in specie, tuttavia, i più comuni, e probabilmente i più rappresentativi, sono l'EBITDA, il FREE CASH FLOW, il LEVERED CASH FLOW ed il NOPAT.

L'EBITDA (*Earns Before Interest, Taxes, Depreciations and Amortizations*) misura il risultato economico prima degli interessi passivi, delle tasse sul reddito e degli ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni e rappresenta il flusso di cassa lordo generato dalla gestione.

Il FREE CASH FLOW è il flusso di cassa netto generato dalla gestione ed è pari alla differenza tra l'EBITDA e le variazioni nette tra incrementi e decrementi della struttura patrimoniale della azienda, in funzione anche dei suoi programmi di investimento.

Il LEVERED CASH FLOW, tiene conto anche delle variazioni di liquidità legate alla gestione finanziaria, ovvero l'insieme delle operazioni attinenti ai mezzi propri ed alle fonti di terzi compiute dall'organo di governo. Si ottiene sommando al Free cash flow, gli oneri ed i proventi finanziari, nonché le variazioni dei debiti finanziari e del capitale sociale.

Il NOPAT (*Net Operating income After Taxes*), invece, è una ulteriore variante, in quanto è determinato dalla differenza tra l'Ebit e le tasse sul reddito.

Come può intuirsi, nessuno di tali indici è in linea di principio "superiore" agli altri, giacché, nei processi valutativi ciascuno di essi fornisce informazioni differenti e raggiunge

obiettivi differenti, per cui la scelta concreta è la risultante di molteplici fattori, quali ad esempio:

- tipologia di azienda da valutare;
- tipologia di operazione economica cui la valutazione è sottesa;
- incidenza dei piani di investimento prospettici dell'azienda valutata e così via.

Senza, tra l'altro, trascurare l'incidenza dei rapporti di forza negoziali tra le parti interessate.

Solitamente, il valore finanziario lordo di un'azienda viene espresso dall'attualizzazione del valore assoluto di taluno di tali margini moltiplicato per n anni, ovvero, qualora siano disponibili dati economici previsionali attendibili, dall'attualizzazione della sommatoria dei margini attesi per il periodo convenzionalmente preso a riferimento (solitamente 4/5 anni), a cui può aggiungersi, in base alla tipologia di attività, un valore terminale (*Terminal Value*), che esprime il valore dell'azienda, alla fine del periodo di analisi dei flussi analitici, in una logica di *perpetuity* delle sue attività.

E' appena il caso di chiarire che, qualunque sia il valore "finanziario" dell'azienda, emergente dall'utilizzo di taluno dei citati indici, esso, come detto, ha natura lorda, dovendo poi essere rettificato (in aumento o in diminuzione) dalla posizione finanziaria netta dell'azienda alla data della valutazione.

La posizione finanziaria netta è determinata dalla sommatoria algebrica tra disponibilità finanziarie e debiti finanziari, con esclusione quindi del capitale circolante netto (crediti verso clienti, magazzino, debiti verso fornitori), salvo che questo non abbia un valore o una composizione qualitativa significativa, ai fini dell'equilibrio finanziario dell'impresa.

In sintesi, ricollegandoci alla formula matematica di inizio paragrafo, il valore dell'azienda secondo la metodologia in discorso può essere determinata dalla seguente formula:

$$W = [SFL \frac{1}{(1+i)^*}] + /- [PFN] + TV$$

Dove:

W = valore dell'azienda;

SFL = sommatoria dei flussi di cassa liberi;

i = tasso di attualizzazione;

* = orizzonte temporale di piano;

PFN = Posizione finanziaria netta;

TV = *Terminal Value*.

3.3 Il metodo patrimoniale

I metodi patrimoniali determinano il valore di un'azienda attraverso l'esposizione a valori correnti dei singoli elementi attivi, che compongono il capitale dell'azienda e l'aggiornamento dei suoi elementi passivi, finalizzati all'ottenimento del c.d. "capitale netto rettificato", da cui:

$$W = K$$

dove:

W = valore dell'azienda;

K = capitale netto rettificato.

A seconda del livello dell'indagine sulle attività, la dottrina vuole distinguere la valutazione patrimoniale come segue:

- metodi patrimoniali semplici, che prendono a riferimento solo ed esclusivamente gli elementi contabilizzati;
- metodi patrimoniali complessi, che prendono a riferimento anche elementi non espressi nei bilanci dell'azienda.

Nell'ambito di questi ultimi può effettuarsi un'ulteriore suddivisione tra:

- metodi complessi di 1° grado, che comprendono nella stima anche i beni immateriali non contabilizzati, purché aventi valore di mercato;
- metodi complessi di 2° grado, che comprendono nella prima stima anche i beni immateriali non contabilizzati e non dotati di valore di mercato.

L'approccio patrimoniale presenta, rispetto alla stima finanziaria ed a quella di natura reddituale, sicuramente un grado di certezza e di attendibilità maggiore, in quanto mantiene come punto di riferimento un dato storico e certo, qual'è appunto il patrimonio netto risultante dal bilancio.

Tuttavia, questa circostanza rappresenta, se si vuole, proprio il limite principale di tale metodologia.

Infatti, limitandosi in sostanza ad una rettifica dei dati contabili storici, essa trascura del tutto le prospettive di valore dell'oggetto in quanto tale. Essa in sostanza dà valore all'azienda solo attraverso i singoli beni di cui essa è titolare, individualmente considerati.

E non vi è dubbio, invece, che nell'attribuire un valore ad un'azienda in funzionamento deve sempre tenersi conto delle sue aspettative future.

Questa critica ha determinato che, nella pratica, le metodologie patrimoniali vengano considerate esaurienti in processi valutativi del tutto particolari (trasformazioni – liquidazioni), dove la visione prospettica non è essenziale al raggiungimento del risultato di stima, ovvero nel caso di valutazioni di aziende a contenuto essenzialmente patrimoniale (società immobiliari) e nelle Holding di pura partecipazione.

Negli altri casi, invece, il dato patrimoniale può essere considerato una prima informazione di un più ampio procedimento di stima.

3.4. Il metodo reddituale

Secondo i metodi reddituali, il valore di un'azienda è dato dai redditi che essa sarà in grado di produrre nel futuro. In altre parole, il valore di un complesso aziendale è dato dall'espressione al valore capitale della redditività futura.

Concettualmente, la metodologia reddituale pare rispondere (come del resto il metodo finanziario) alla primaria esigenza del soggetto cui la valutazione è destinata.

Infatti, è evidente che, per un potenziale compratore sapere che il valore attribuito è funzione diretta dei redditi attesi, significa conoscere la redditività del suo investimento ed i tempi del suo ritorno.

La dottrina ha elaborato diversi criteri per determinare il valore reddituale di una impresa, tra i quali:

a) Criterio della capitalizzazione della rendita illimitata

$$W = R/i$$

dove:

W = valore dell'azienda;

R = reddito medio futuro atteso;

i = tasso di capitalizzazione.

b) Criterio della capitalizzazione della rendita limitata ad "n" anni

$$W = R [(1+i)^* - 1] / [(1 + i)^* \times i]$$

dove:

W = valore dell'azienda;

R = reddito medio futuro atteso;

i = tasso di capitalizzazione;

* = numero di anni.

c) Criterio della attualizzazione dei profitti anno per anno attesi

$$W = (P_1 + P_2 + \dots + P_n) \frac{1}{(1 + i)^*}$$

dove:

W = valore dell'azienda;

$(P_1 + P_2 + \dots + P_n)$ = sommatoria profitti attesi per i periodi di tempo presi in considerazione;

i = tasso di capitalizzazione;

* = numero di anni.

d) Criterio dei coefficienti moltiplicativi.

Il primo criterio ritiene che il valore di un'azienda sia pari all'espressione in linea capitale del reddito medio indefinitamente producibile per il futuro.

Il secondo, variante del primo, suppone che il reddito medio sia producibile per un numero limitato di anni.

Il terzo, avente natura induttiva, capitalizza il profitto atteso determinato analiticamente anno per anno.

L'ultimo esprime il valore dell'azienda, applicando a determinate componenti della stessa (numero di sportelli bancari, valore della raccolta, numero di utenti serviti) opportuni coefficienti di capitalizzazione.

Sull'affidabilità del parametro reddituale, gli Autori sono concordi nell'affermare che sicuramente sia maggiore rispetto ai dubbi delle stime finanziarie, tuttavia trattandosi pur sempre di valutazioni legate ad accadimenti futuri, esiste comunque un grado di incertezza.

3.5. I metodi misti

L'esigenza di compenetrare l'affidabilità del dato storico con l'informazione, seppure incerta, dell'evoluzione prospettica, ha generato la nascita dei cosiddetti metodi misti.

Essi esprimono il valore di un complesso aziendale integrando il valore patrimoniale K con il valore reddituale R.

In sostanza quindi, più che di metodi di valutazione veri e propri, si tratta di varianti matematiche ai processi valutativi di base.

La dottrina ha elaborato molteplici metodi misti, i più comuni sono:

a) Metodo del valore medio: il valore dell'azienda è pari alla media aritmetica del capitale netto rettificato K e del valore reddituale, secondo la formula della rendita perpetua R/i .

$$W = (K + R/i) / 2.$$

b) Metodo della capitalizzazione limitata del profitto medio: il valore dell'azienda è dato dalla somma del capitale netto rettificato K con il valore capitale del sovrareddito.

$$W = K + a (R - K).$$

dove:

W = valore dell'azienda;

K = capitale netto rettificato;

R = valore reddituale;

a = Formula di attualizzazione del sovrareddito.

c) Metodo della capitalizzazione illimitata del profitto medio: si tratta di una variante del criterio di cui alla lett. b), supponendo che il profitto si ripeta indefinitamente nel tempo.

$$W = K + (R - K) / i.$$

3.6 Il metodo prescelto

Per la stima del valore della società è stata adottata la metodologia dei flussi di cassa liberi (*Free Cash Flow*), tenendo conto della posizione finanziaria netta, con autonomo calcolo del *Terminal Value*.

Tale metodologia consente di evidenziare la capacità dell'azienda oggetto di stima di mettere a disposizione degli investitori quei flussi monetari, che residuano dopo aver effettuato gli investimenti in capitale circolante e attività fisse necessari per garantire il perdurare della medesima in condizioni di economicità.

La valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati è funzione di tre elementi fondamentali: l'entità del flusso di cassa, la distribuzione nel tempo dei flussi e il tasso di attualizzazione.

Tale metodo prescelto viene affiancato, al fine di raffrontarne gli esiti, da un processo di stima sintetico in modo da avere una sorta di riscontro o controllo sulla coerenza anche sostanziale del valore identificato con la metodologia principale.

Nel caso specifico, trattandosi di Società quotata al mercato Euronext Growth Milan, il metodo di controllo prescelto è stato quello del valore medio delle negoziazioni dell'ultimo anno, come meglio rappresentato nei successivi paragrafi.

4. IL PROCESSO VALUTATIVO

4.1. Situazione economica di riferimento

Ai fini della presente indagine valutativa, che si basa sullo sviluppo del modello finanziario, si ritiene opportuno svolgere una verifica sull'eventuale presenza di condizioni di perdita strutturale o di situazioni patrimoniali di deficit, che possano avere effetti sostanzialmente pregiudizievoli sulla Valutazione.

A tal fine si rappresentano i principali Highlights economici estratti dalle risultanze contabili alla data del 31 marzo 2022 (di seguito “**Situazione economico-patrimoniale di riferimento**”), integralmente allegata alla presente **sub 2**.

Highlights economici al 31.03.2022	
Valore della produzione	136.825
Variazione delle rimanenze	3.900.060
Costi esterni	(3.297.739)
Costi del personale	(303.763)
Margine operativo lordo - EBITDA	435.383
Totale ammortamenti e accantonamenti	(72.113)
Reddito operativo - EBIT	363.270
Saldo gestione straordinaria	35.671
Saldo gestione finanziaria	(89.210)
Reddito ante imposte	309.731
Saldo gestione fiscale	(62.088)
Reddito netto	247.643

Tab. 4: Highlight economici al 31.3.2022

4.2 Analisi del Piano ed *assumption* di base

La scelta del metodo finanziario impone lo sviluppo di un piano previsionale economico-finanziario (di seguito anche “Piano”), che copra un orizzonte temporale congruo in grado di garantire, da un lato la visione prospettica del business, e dall’altro, riesca a minimizzare la volatilità dei dati.

Diversamente, tali metodi consegnano il risultato ad un grado di inattendibilità tanto maggiore quanto maggiore è l’incertezza e/o la genericità dell’informazione.

Ai fini dello sviluppo del modello, la Società ha fornito il Piano avente durata 2020-2024, sulla base del quale è stata sviluppato il presente studio. Chiaramente è stato considerato ai fini della valorizzazione della Società, il solo triennio 2022-2024.

Si evidenzia che tale documento è stato elaborato dal management e non è soggetto ad audit.

Le principali assunzioni tenute in considerazione nella redazione del Business Plan prevedono una proiezione dei Ricavi, elaborata per ciascuna delle 2 Business Unit:

- Engineering, Procurement & Construction;
- System Integrator.

Le specifiche *assumption* tecnico –gestionali, prevedono in particolare:

- Con riferimento al valore della produzione, alla chiusura del FY21A il portafoglio ordini ammontava a Euro 48 milioni, relativo a commesse la cui realizzazione è prevista negli esercizi FY22E - FY23E. Il management ha stima un valore della produzione FY22E pari a 22,5 milioni, con un EBITDA pari a 2,30 milioni, corrispondente a una marginalità del 10,2%. Per gli anni successivi, si stima un aumento del valore della produzione fino a 30,5 milioni (FY24E), con EBITDA pari a 3,65 milioni (corrispondente a un EBITDA margin del 12%), in crescita rispetto a Euro 0,08 milioni del FY21A.
- Il Management ha giustificato l’incremento in termini di valore della produzione sulla base dell’ammontare del backlog ordini di ESI, che ammontava al 31.12.2021 a € 48,0 mln con realizzazione prevista negli esercizi FY22E e FY23E.
- Con riferimento ai costi della produzione (eccetto gli ammortamenti) la Società ha previsto un incremento del 275% nel FY22E rispetto al FY21A. Tale incremento è legato all’aumento delle commesse. In particolare, si stima un incremento del 497%

- dei Costi per materie (componentistica degli impianti FV), del 109% dei costi per servizi, del 206% dei costi per godimento beni di terzi (in particolare si fa riferimento a noleggio di mezzi utilizzati in cantiere), del 228% dei costi per il personale (legato all'aumento dei lavori).
- Nel FY23E si prevede un incremento dei costi della produzione, rispetto al FY22E, (eccetto ammortamenti) del 12%, in linea con l'incremento del valore della produzione (+13%). In particolare, si prevede un aumento del 13% dei costi delle materie e personale e un incremento del 12% dei costi per servizi. Rimangono stabili i costi per godimento beni di terzi, essendo previsto un incremento negli investimenti in fixed asset del 9% nel FY22 rispetto al FY21. Nel FY24E si stima un incremento dei costi della produzione, rispetto al FY23E, (eccetto ammortamenti) del 19%, in linea con l'incremento del valore della produzione (+20%). In particolare, si prevede un aumento del 19% dei costi delle materie e servizi, un incremento del 18% dei costi per il personale e un incremento del 9% dei costi di godimento beni di terzi.
 - Relativamente all'EBITDA Margin nel FY22E, risulta un EBITDA margin stimato del 10,2%, nel FY23E del 11,2% (+10% FY23-22) e nel FY24E del 12% (+7% FY24-23).
 - Con riferimento all'attivo patrimoniale nel FY22E si stima un incremento dell'attivo fisso del 9%, rispetto al FY21A, legato agli investimenti in macchine e attrezzature industriali da utilizzare sui cantieri, nel FY23E si prevede un incremento del 7% rispetto al FY22E, mentre nel FY24E un incremento del 3% rispetto al FY23E.
 - Relativamente ai crediti commerciali si stimano giorni medi di incasso nel FY22-23-24 intorno ai 50, in linea con i giorni medi di pagamento stimati per i debiti commerciali.
 - Le rimanenze nel FY22-23-24 sono stimate pari a 0,10 milioni di Euro, e fanno riferimento alle rimanenze fisiologiche di rame e ferro ed altri materiali (tipicamente delle commesse revamping) a fine esercizio.
 - Si stimano nel FY22 altri crediti per Euro 1,60 milioni, e un incremento degli stessi del 13% nel FY23 (rispetto al FY22) e del 19% nel FY24 (rispetto al FY23). In tali crediti rientrano i crediti di imposta legati all'acquisto di impianti e macchinari oggetto di agevolazioni quali 4.0 e crediti del mezzogiorno.

- Nel FY22 risultano altri debiti per Euro 1 milione, con un incremento del 10% nel FY23 e 18% nel FY24.
- Nel FY22 si stima un PFN cash positive di Euro 1,91 milioni (Cash 3,21 milioni - Debt to bank 1,30 milioni), tale PFN si stima subirà un miglioramento del 69% nel FY23 (rispetto al FY22) e del 59% nel FY24 (rispetto al FY23), il miglioramento è legato all'aumento della cassa per via dell'incremento del fatturato e alla riduzione dei debiti finanziari verso istituti bancari.

4.3 I valori del Piano

Di seguito si riporta la sintesi del Piano presentato dalla Società:

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY20A	FY20A*	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	15,28	2,10	4,95	22,00	25,00	30,00
Other Revenues	0,46	0,46	0,51	0,50	0,50	0,50
Value of Production	15,74	2,55	5,46	22,50	25,50	30,50
COGS	8,47	0,33	2,11	12,60	14,20	16,90
Services	3,04	0,93	2,39	5,00	5,60	6,65
Use of assets owned by others	0,42	0,14	0,18	0,55	0,55	0,60
Employees	1,89	0,54	0,61	2,00	2,25	2,65
Other Operating Expenses	0,01	0,01	0,09	0,05	0,05	0,05
EBITDA	1,92	0,61	0,08	2,30	2,85	3,65
<i>EBITDA Margin</i>	12,2%	23,9%	1,4%	10,2%	11,2%	12,0%
D&A	0,26	0,21	0,00	0,35	0,40	0,45
EBIT	1,66	0,40	0,08	1,95	2,45	3,20
<i>EBIT Margin</i>	10,6%	15,5%	1,4%	8,7%	9,6%	10,5%
Financial Management	(0,06)	0,00	-0,04	(0,10)	(0,10)	(0,10)
EBT	1,60	0,39	0,04	1,85	2,35	3,10
Taxes	0,31	0,00	-0,07	0,55	0,70	0,90
Net Income	1,30	0,39	0,11	1,30	1,65	2,20

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY20A	FY20A*	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Assets	1,44	1,40	2,66	2,90	3,10	3,20
Account receivable	3,93	1,14	0,92	3,00	3,45	4,20
Inventories	0,08	0,02	4,81	0,10	0,10	0,10
Account payable	3,57	0,33	5,56	2,90	3,30	4,00
Operating Working Capital	0,44	0,83	0,17	0,20	0,25	0,30
Other receivable	0,98	0,71	0,72	1,60	1,80	2,15
Other payable	0,76	0,39	0,28	1,00	1,10	1,30
Net Working Capital	0,66	1,14	0,61	0,80	0,95	1,15
Severance Indemnities & Other Provisions	0,01	0,01	0,03	0,05	0,05	0,05
NET INVESTED CAPITAL	2,08	2,54	3,24	3,65	4,00	4,30
Share Capital	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Reserves	3,00	2,99	3,95	4,06	5,37	7,02
Group Net Income	1,29	0,39	0,11	1,30	1,65	2,20
Equity	4,49	3,58	4,26	5,56	7,22	9,42
Cash & Cash Equivalent	2,48	1,11	2,37	3,21	4,37	6,12
Short Term Debt to Bank	0,07	0,07	0,22	0,20	0,15	0,10
M/L Term Debt to Bank	0,00	0,00	1,13	1,10	1,00	0,90
Net Financial Position	(2,41)	(1,04)	(1,02)	(1,91)	(3,22)	(5,12)
SOURCES	2,08	2,54	3,24	3,65	4,00	4,30

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY20A	FY20A*	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EBIT	1,66	0,40	0,08	1,95	2,45	3,20
Taxes	0,31	0,00	-0,07	0,55	0,70	0,90
NOPAT	1,36	0,39	0,15	1,40	1,75	2,30
D&A	0,26	0,21	0,00	0,35	0,40	0,45
Change in receivable	(2,97)	2,79	0,22	(2,08)	(0,45)	(0,75)
Change in inventories	(0,08)	0,07	(4,79)	4,71	0,00	0,00
Change in payable	2,61	-3,24	5,23	-2,66	0,40	0,70
Change in others	-0,71	-0,10	-0,12	-0,16	-0,10	-0,15
Change in NWC	-1,15	-0,49	0,53	-0,19	-0,15	-0,20
Change in provisions	0,00	0,00	0,02	0,02	0,00	0,00
OPERATING CASH FLOW	0,46	0,12	0,71	1,58	2,00	2,55
Capex	(1,4)	(0,2)	(1,3)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
FREE CASH FLOW	(0,98)	(0,06)	(0,55)	0,99	1,40	2,00
Financial Management	(0,06)	(0,00)	(0,04)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
Change in Debt to Bank	0,07	(0,00)	1,28	(0,05)	(0,15)	(0,15)
Change in Equity	2,61	(1,31)	0,57	0,00	0,00	(0,00)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	1,64	(1,37)	1,26	0,84	1,15	1,75

Tab. 5: Sintesi Piano¹

4.4 Le tecniche di attualizzazione

Per addivenire all'Enterprise Value della società, il modello finanziario sul quale si basa la presente valutazione, prevede l'attualizzazione dei flussi di cassa, in ragione di un tasso rappresentativo del costo medio del capitale investito nella società.

Il tasso di attualizzazione utilizzato è il costo medio ponderato del capitale ("*weighted average cost of capital o WACC*"), tiene conto, da un lato della remunerazione del capitale senza rischio, fissata in questo caso all'1,1270%, (Bund 10 ANNI) e ad essa aggiunge l'incertezza del settore specifico in cui opera la società oggetto di valutazione (*Beta di settore*).

Tale tasso è dato dalla seguente formula:

$$WACC = K_d * (D / (D+E)) * (1-t) + K_e * (E / (E+D))$$

dove:

K_d è il costo medio di indebitamento finanziario prima delle tasse;

¹ Equity Research Report del 17/3/2022 svolto da Integrae SIM – disponibile sul sito istituzionale della Società nella sezione Investor Relations

$D/(D+E)$ è il *leverage* finanziario, che interviene sul costo del debito;

t è l'aliquota fiscale vigente sul reddito d'impresa;

K_e è il *cost of equity*, ovvero il costo del capitale proprio;

$E/(E+D)$ misura l'indipendenza finanziaria che pondera il *cost of equity*.

Per quanto riguarda costo del debito, *leverage* finanziario e l'indipendenza finanziaria sono stati utilizzati i valori di riferimento del settore cui la società da valutare appartiene.

Il *cost of equity* (k_e), dato dalla sommatoria che segue:

$$K_e = i_1 + i_2$$

dove:

i_1 misura il *risk free rate* (R_f);

i_2 misura il premio per il rischio.

Il premio per il rischio è stato calcolato secondo la tecnica basata sul *Capital Asset Pricing Model*(CAPM) e quindi:

$$i_2 = \beta \cdot (PM) = \beta \cdot (R_m - i_1)$$

dove:

i_2 è il premio per il rischio;

β è il fattore che misura il rischio della specifica azienda;

$(R_m - i_1)$ è il premio di mercato, dove R_m esprime il rendimento medio atteso dal mercato.

Per ESI dal calcolo del WACC è emerso un costo medio ponderato del capitale dell'8,73%, di seguito meglio rappresentato:

WACC		
Risk free rate	Rf	1,1%
Beta	B	0,87
Equity risk premium	Rm-Rf	0,06
Rischio di liquidità		<u>2,5%</u>
Cost of equity	Ke	8,87%
Cost of debt		
Base rate	Rf	1,1%

Spread	S	10,0%
Tax rate	t	24,0%
Cost of debt (after-tax)	Kd	8,4%
Equity to enterprise value	E / EnV	67,5%
Debt to enterprise value	D / EnV	32,5%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)		8,73%

Tab. 6: Determinazione del WACC

Con riferimento al *Beta* di settore, l'indice è stato determinato sulla base di un paniere di *comparables* nel settore "Green & Renewable Energy":

<i>Industry Name</i>	<i>Number of Firms</i>	<i>Beta</i>	<i>E/(D+E)</i>	<i>D/(D+E)</i>
Green & Renewable Energy	63	0,87	67,48%	32,52%

Tab. 7: Determinazione Beta e D/E ratio (fonte *Damodaran Online* – aggiornato al 5 gennaio 2022)

L'*Equity Risk premium*, pari a 6,01%, rappresenta l'attuale premio per il rischio riferito ad un mercato azionario maturo².

Nella determinazione del Cost of Equity è previsto un premio per il rischio di liquidità ovvero il rischio addizionale specifico, tipico delle partecipazioni in società caratterizzate da piccole dimensioni. In questo caso, lo small cap risk premium applicato è stato pari al 2,5%, valore medio di quelli suggeriti dai principali studi effettuati in questo campo.

Quanto allo Spread, il valore di riferimento adottato ha tenuto conto degli indici applicati alle società dei mercati sviluppati con capitalizzazione di mercato <5 miliardi di dollari, ed in particolare:

For all emerging market firms and developed market firms with market cap < \$5 billion			
If interest coverage ratio is greater than	≤ to	Rating is	Spread is

² Fonte Damodaran Online aggiornato a gennaio 2022.

0,8	1,249999	Ca2/CC	9,97%
-----	----------	--------	-------

Tab. 8: Determinazione dello Spread (fonte Damodaran Online aggiornato a gennaio 2022)

Per la determinazione del rapporto Equity/Enterprise Value, e Debito/Enterprise Value, è stato considerato l'indice D/E Ratio, adottato dalla best practice valutativa (Fonte Damodaran online – si veda Tabella 7: Beta di Settore).

Si precisa che nella determinazione del WACC sono state tenute in debito conto le risultanze degli studi sul pricing dei principali competitors della Società (Altea, Comal, Renergetica), che per struttura del business sono stati ritenuti comparabili ad ESI.

La determinazione del WACC qui rappresentata risulta essere in linea con le più recenti stime condotte dai principali operatori finanziari.

4.5 L'attualizzazione del Piano

Sulla base delle tecniche di attualizzazione sopra esposte e delle evidenze del Piano predisposto dalla Società, è stato sviluppato il seguente modello finanziario:

Wacc	8,73%	1	2	3
In MI di Euro		2022	2023	2024
FCFO		0,99	1,40	2,00
Fattore di sconto (WACC)		92%	85%	78%
FCFO ATTUALIZZATO (DCF)		0,91	1,18	1,56
DCF DI COMPETENZA		0,91	1,18	1,56

Tabella 9: Determinazione del DCF

La sommatoria dei DCF relativi dell'orizzonte di piano triennale, attualizzati al WACC sopra identificato dell'8,73%, ammonta a 3,65 MI di Euro.

4.6. Determinazione del Terminal Value

Nell'ambito del Discounted Cash Flow (DCF) method il Terminal Value sintetizza i flussi di cassa a regime, ovvero i flussi che saranno prodotti dopo l'orizzonte temporale preso a riferimento per l'elaborazione del business plan.

Nel caso di specie, per la determinazione del Terminal Value è stato adottato il cosiddetto "Stable Growth Model" che parte dall'attualizzazione del Nopat relativo all'ultima annualità di Piano.

Con specifico riferimento ad ESI, il Nopat relativo all'ultima annualità di Piano, è pari ad Euro 2,3 Milioni.

Il Terminal Value di ESI, pari ad Euro 23,64 Milioni è stato, dunque, calcolato secondo la formula che segue:

$$[\text{Nopat attualizzato} \cdot (1+g)] / (\text{WACC}-g)$$

- Dove il Nopat attualizzato è pari ad Euro 2,3 Milioni;
- Il WACC è pari a 8,73%
- L'indice di crescita g è fissato a 0,5%, tenuto conto della stabilità del mercato di riferimento e della maturità dell'azienda in analisi, in linea con la best practice del settore Green.

4.7 Determinazione dell'Enterprise Value

Sulla base di quanto sopra, si è proceduto alla determinazione dell'Enterprise Value di ESI, come sommatoria dei DCF relativi all'orizzonte di Piano e del Terminal Value. Di seguito le risultanze (in Ml di Euro):

Somma FCFO	3,65
Nopat attualizzato	2,3
Terminal value	23,64
Enterprise Value ESI	27,29

Tabella 10: Determinazione dell'Enterprise Value

4.8. Le *Sensitivities* e le variabili del range di valori

Al fine di poter irrobustire la gestione della tematica delle incertezze rivenienti dalle assumption del Piano, è stata effettuata anche una sensitivity, analizzando le conseguenze sullo scenario di base, modificando determinati parametri di valutazione finanziaria.

Si è proceduto ad elaborare una matrice di valorizzazione, che tenesse in debito conto la sommatoria dei FCFO ed il Terminal Value sopra richiamati, prevedendo ipotesi minime e massime ed elaborando intorno ad esse uno schema di valori. Si sono presi:

- il WACC , con riferimento al settore del *Green & Renewable energies*;
- il saggio marginale di crescita (growth rate).

E' stato individuato, sulla base delle tecniche di attualizzazione sopra esposte, un ventaglio di parametri, che per il WACC (righe) oscillano dal 7,73% (scenario high) al 9,73%

(scenario low) con il mediano a 8,73%, mentre per l'indice di crescita (colonne) variano dal -0,0% (scenario low) al 1% (scenario high) con il mediano a 0,5%.

	Long Term growth rate ("g")					
	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	
W A C C	9,73%	23,2144	23,7323	24,2782	24,8546	25,4639
	9,23%	24,5038	25,0855	25,7005	26,3517	27,0425
	8,73%	25,9403	26,5975	27,2947	28,0356	28,8244
	8,23%	27,5505	28,2983	29,0944	29,9437	30,8518
	7,73%	29,3682	30,2254	31,1419	32,1241	33,1793

Tabella 11: Analisi delle sensitivities

Da quanto sopra evidenziato il valore mediano dell'Enterprise Value della Società è pari ad Euro 27,29 Ml.

4.9 PFN

Ai fini della presente indagine valutativa, per arrivare all'Equity Value occorre considerare anche la Posizione Finanziaria Netta della Società al 31.12.2021, tenuto conto che i flussi di cassa alla base dell'Enterprise Value della Società, già sono rappresentativi delle successive variazioni della liquidità. Essa è riportata qui di seguito:

Posizione Finanziaria Netta	31/12/2021
Depositi Bancari	-2.359.915
Denaro ed Altri Valori in cassa	-10.340
Disponibilità Liquide	-2.370.255
Attività Finanziarie che non costituiscono Immobilizzazioni	-1.680
Crediti Finanziari Correnti	-43.131
Debiti Verso Banche (entro 12 mesi)	264.931
Posizione Finanziaria Netta a breve termine	-2.150.135
Debiti Verso Banche (oltre 12 mesi)	1.134.007
Posizione Finanziaria Netta a medio e lungo termine	1.134.007
Posizione Finanziaria Netta	-1.016.128

Tabella 12: PFN di ESI al 31/12/2021

4.10 Determinazione dell'Equity Value

L'ultima fase dell'indagine valutativa consiste nell'identificazione dell'Equity Value considerato come il valore del patrimonio netto disponibile per gli azionisti/soci.

Tale valore rappresenta il valore dell'impresa più tutte le disponibilità liquide, gli investimenti a breve e lungo termine e meno tutti i debiti a breve termine, i debiti a lungo termine e le partecipazioni di minoranza.

Il calcolo dell'Equity Value parte, dunque, dall'Enterprise Value e lo incrementa della Posizione Finanziaria Netta (in questo caso cash positive) così come sotto rappresentato (in Ml di Euro):

Enterprise Value ESI	27,29
PFN	1,00
Equity Value ESI	28,29

Tabella 13: Determinazione dell'Equity Value

Tenuto conto del numero di azioni attualmente emesse dalla Società (n. 6.986.892), e del numero di warrant attualmente in circolazione (n. 1.254.500 convertibili in n. 627.250³ azioni ordinarie), sulla base del metodo finanziario adottato:

- i. l'Equity value unitario per azione stimato della ESI S.p.A. corrisponde ad Euro 3,72 circa;
- ii. il valore complessivo di conferimento della partecipazione ESI (9,10% del capitale sociale della Società) ammonta ad Euro 2,365 milioni (Euro 3,72 * 635.922 azioni conferite).

4.11 Verifica sulla base dell'andamento dei prezzi di Borsa

A riprova di quanto già ottenuto sulla base dell'applicazione del Metodo Finanziario, si è proceduto alla verifica della ragionevolezza del valore della Società sulla base dei valori di negoziazione dei titoli di ESI negli ultimi 12 mesi (visti i bassi valori scambiati

³ Vedasi regolamento dei "Warrant ESI S.p.A." pubblicato nella sezione investor relation del sito della Società.

giornalmente dalla società e per neutralizzare gli effetti derivanti dalla crisi Russa-Ucraina e degli impatti inflazionistici sulle materie prime energetiche).

Sulla base dei listini Euronext Growth, il prezzo medio unitario di negoziazione dei titoli risulta pari ad Euro 3,185.

Tale valore è comunque superiore rispetto al valore unitario di conferimento convenuto tra le parti ai fini della prospettata operazione di Conferimento (n. 635.922 azioni ESI oggetto del conferimento Euro 3,145).

Sulla base, pertanto, del criterio di verifica basato sull'andamento dei prezzi di Borsa, il valore complessivo delle azioni ESI oggetto di conferimento ammonta ad Euro 2,025412 milioni.

5. CONCLUSIONI

L'obiettivo della presente Valutazione di stima è di determinare il valore minimo di ESI S.p.A. nella prospettata operazione di conferimento in natura ai sensi dell'art. 2440 del codice civile.

Sulla base delle sopra descritte finalità, si conclude che il valore della partecipazione oggetto di conferimento, n. 635.922 azioni ordinarie ESI, corrispondenti al 9,10% circa dell'attuale capitale sociale di ESI S.p.A., ai sensi dell'art. 2343 *ter*, 2 comma, lettera b), del codice civile non è inferiore all'aumento di capitale sociale, compreso eventuale sopraprezzo, della società Innovatec S.p.A., fissato in euro 2.000.000,00 (duemilioni/00).

Ringraziando per l'incarico conferito, si porgono distinti saluti

Milano, 18 luglio 2022

Prof. Roberto Maglio


Elenco Allegati:

- Allegato sub. 1: Business Plan;
- Allegato sub. 2: Situazione contabile intermedia della ESI S.p.A. al 31.3.2022 sottoscritta dal legale rappresentante della Società;
- Allegato sub. 3: PFN aggiornata al 31.12.2021 sottoscritta dal legale rappresentante della Società;
- Allegato sub 4: Attestazione del legale rappresentante della Società che alla data di redazione della Valutazione non si sono verificati eventi o circostanze che possano determinare effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'ordinario andamento del business, sul loro profilo di continuità, sulle risultanze del Piano e relative assunzioni, nonché sulla situazione contabile di riferimento al 31 marzo 2022.