

GALARDO & PARTNERS

CORPORATE FINANCE

RELAZIONE DI STIMA AI SENSI DELL'ART. 2343 TER, COMMA 2, LETT. B) C.C.

DEL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO

DELLE SOCIETÀ PLC SYSTEM E PLC SERVICE



Sommario

1	Oggetto dell’incarico e finalità della valutazione	4
2	Oggetto e data di riferimento della stima	5
3	Documentazione	7
4	Limitazioni e ipotesi.....	8
5	Il contesto di riferimento	10
5.1	Premessa	10
5.2	I soggetti della “combined entity”	13
5.2.1	La conferitaria Industria e Innovazione S.p.A.	13
5.2.2	La conferente PLC Group S.p.A.	14
5.3	Descrizione dei beni oggetto di conferimento: PLC “at a glance”	15
5.3.1	Il settore	15
5.3.2	Company profile	16
5.3.3	Il business model	19
5.3.4	Key financials.....	21
6	La stima del valore economico	23
6.1	Individuazione dei metodi di valutazione	23
6.2	Discounted cash flow	26
6.3	Metodo dei multipli.....	30
7	Conclusioni.....	32

Indice delle figure

Figura 1 – Struttura del Gruppo	17
Figura 2 – Certificazioni	18
Figura 3 – Qualificazioni	18
Figura 2 – EPC	19
Figura 3 – Ricerca e sviluppo	19
Figura 4 – Produzione di energia	20
Figura 5 – Manutenzione.....	21
Figura 8 – Il track record.....	21
Figura 11 – KPIs Profit & Loss	22
Figura 12 – KPIs Balance Sheet.....	22
Figura 13 – KPIs Cash Flow.....	23

1 Oggetto dell'incarico e finalità della valutazione

Il Consiglio di Amministrazione della **PLC Group S.p.A.** ("PLC" o "Conferente"), originariamente in data 7 dicembre 2016, ha formulato un'offerta vincolante (l'"Offerta") per l'acquisizione della partecipazione di maggioranza del capitale di **Industria e Innovazione S.p.A.** ("Indi" o "Emittente" o "Conferitaria").

Tale Offerta, nella sua definitiva formulazione, prevede, tra l'altro, l'approvazione da parte dell'Assemblea di Indi di un aumento di capitale in natura con esclusione del diritto di opzione riservato a PLC Group da liberarsi mediante il conferimento di PLC System S.r.l. e di PLC Service S.r.l. ad un valore non inferiore ad Euro 40.000.000 - con esplicita esclusione del patrimonio di riferimento della capogruppo connesso alle partecipate Burgentia Srl ed Energia Pulita Srl, in corso di cessione.

In questo contesto, è stato conferito il presente incarico professionale, in data 29 maggio 2017, alla società di consulenza Cogal24 S.r.l. con sede legale in Roccadaspide, Via C. D'Angelo n° 3, partita I.V.A. 04749890655, in persona del *senior partner* dott. Marco Galardo, nato a Salerno il 20 marzo '74 e residente in Roccadaspide (SA) alla via D'Angelo n° 3, per redigere la relazione di stima al 31 maggio 2017 prevista dall'art. 2343 ter comma 2 lettera b) c.c. del valore di conferimento da parte di PLC dell'azienda attiva nella realizzazione di infrastrutture elettriche e di impianti di produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili nonché nella manutenzione ordinaria e straordinaria di reti elettriche, trasformatori ed impianti accessori, di impianti eolici e di impianti fotovoltaici, ed identificabile con il perimetro societario rappresentato dalle partecipate (i) PLC System srl con espressa esclusione delle due società progetto Energia Pulita S.r.l. e Burgentia Energia S.r.l., entrambe da questa controllate, ovvero del valore derivante dall'operazione di dismissione delle stesse, e (ii) PLC Service S.r.l. (l'oggetto del conferimento o anche l'azienda PLC). La stima si basa su un'analisi tecnico-economica che, in applicazione delle metodologie più opportune in base alla teoria finanziaria e alla prassi valutativa, approdi alla determinazione del valore del capitale economico complessivo dell'azienda oggetto di conferimento alla data di riferimento (**oggetto dell'incarico**).

L'incarico tecnico-professionale è limitato alle finalità innanzi descritte, si basa sulle informazioni rilevanti rese disponibili dal Management della PLC, sul Piano industriale redatto con il supporto di un qualificato *advisor* ed esclude espressamente qualsiasi attività di *due diligence* (business, legale, fiscale, contabile, tecnica...).

Lo scrivente sotto la propria responsabilità dichiara:

- a) di godere dei requisiti di indipendenza richiesta dall'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile nei confronti sia della possibile conferente sia della possibile conferitaria, sia delle società e/o dei soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo di entrambe le entità (possibile conferente e possibile conferitaria);
- b) di essere consapevole dello scopo e della finalità della valutazione;
- c) di ispirarsi su base volontaria al *Code of Ethical Principles for Professional Valuers* dell'IVSC;
- d) di essere dotato di adeguata professionalità avendo maturato un'esperienza circa ventennale nel settore finanziario ricoprendo, fra l'altro, il ruolo di direttore generale di banche e senior advisor of counsel di primarie società di consulenza internazionali.

2 Oggetto e data di riferimento della stima

L'oggetto della stima è il capitale economico alla data del 31 maggio 2017 del 100% delle quote sociali delle partecipate PLC Service srl e PLC System srl previa sterilizzazione degli effetti economici connessi alla alienazione delle quote in corso di cessione detenute dal gruppo PLC negli "spv" Burgentia Energia srl ed Energia Pulita srl.

Alla data di redazione del presente rapporto, non sono stati portati a nostra conoscenza dal Management eventi successivi alla data di stima che abbiano un impatto rilevante sulle conclusioni del nostro lavoro.

La *basis of value* è definita dall'articolo 2343 ter, comma 2, lettera b) del codice civile:

“[1] Nel caso di conferimento di valori mobiliari ovvero di strumenti del mercato monetario non è richiesta la relazione di cui all’articolo 2343, primo comma, se il valore ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell’eventuale sovrapprezzo è pari o inferiore al prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati nei sei mesi precedenti il conferimento;

[2] Fuori dai casi in cui è applicabile il primo comma, non è altresì richiesta la relazione di cui all’art. 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell’eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore;

a) al fair value iscritto nel bilancio dell’esercizio precedente quello nel quale è effettuato il conferimento a condizione che il bilancio sia sottoposto a revisione legale e la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento, ovvero;

b) al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità”.

Dal dettato dell’articolo si desume che la configurazione di valore di riferimento è il fair value dei principi contabili (IAS/IFRS e ripreso negli ITA Gaap) ovvero il valore di perizia, che, per coerenza, non può essere significativamente diverso dal valore di mercato (ovvero il market value) dei beni oggetto di conferimento (nel nostro caso il 100% delle quote delle partecipate) considerati separatamente rispetto alla conferitaria (ovvero stand alone e pertanto senza le possibili sinergie realizzabili con la conferitaria). Il Fair value è definito dai principi contabili internazionali IFRS 13 come “...*The price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date...*”; Come rilevato anche nel principio di valutazione internazionale IVS

300 Valuation for Financial Reporting, la definizione di fair value dell'IFRS 13 è generalmente coerente con la definizione di valore di mercato (Market Value) degli IVS.

Il valore economico del capitale azionario è determinato, quindi, in una prospettiva di *going concern* e considerando le condizioni operative *stand alone* previste nel Piano industriale 2016 – 2026.

Scopo della stima è evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti artificialmente incrementato. Pertanto la stima deve essere ispirata a principi di prudenza che contemperino la sostanza economica dell'Offerta e la convenienza per le parti.

3 Documentazione

Per la redazione del presente Rapporto di Valutazione abbiamo utilizzato la seguente documentazione del gruppo PLC:

1. bilanci civilistici relativi agli esercizi 2014 e 2015;
2. preconsuntivi-progetti di bilancio al 31 dicembre 2016;
3. alla data di redazione della stima, non sono disponibili provvisori 2017 assestati pertanto, su conforme indicazione del Management, per i dati patrimoniali e reddituali al 31 maggio 2017 ci siamo basati sul piano industriale;
4. piano strategico-industriale 2016-2026 così come integrato dalla *fairness opinion* di For Advisory dell'ottobre 2016 fatta propria dal Management della PLC quale information memorandum;
5. teaser impianti Tolve dicembre 2016;
6. ulteriori informazioni di carattere gestionale e finanziario rilevanti ai fini dell'espletamento dell'incarico, fornite dal Management e dai consulenti della PLC (PWC TLS e For Advisory);
7. offerta vincolante formulata da PLC a Indi il 7 dicembre 2016 e successive modificazioni (30 gennaio 2017 e 28 marzo 2017);

8. informazioni relative all'andamento dei prezzi e ai dati economici e patrimoniali correnti e attesi di un campione di *comparables* preso a riferimento per la valutazione;
9. informazioni sui principali dati macroeconomici, monetari e finanziari desunti da database specializzati (ad es.: Fondo Monetario Internazionale, Damodaran, Bloomberg, Reuters, FMI).

4 Limitazioni e ipotesi

- Le valutazioni sono state svolte sulla base di metodologie riconosciute dalla dottrina e dalla prassi di volta in volta esplicitate che presuppongono anche elementi di soggettività;
- Il processo di valutazione tiene conto dell'attuale struttura societaria di PLC Group e delle risultanze economico finanziarie storiche e prospettiche desunte dal piano economico finanziario predisposto dalla società per il periodo 2016 – 2026 e considerato analiticamente sino al 2021; non rientrano nel perimetro di valutazione le partecipate Burgentia Srl ed Energia Pulita Srl in corso di alienazione, mentre per le partecipate C&C Tolve Srl (14,7 MW), Serra Energie Srl (10,5 MW) e Parco Eolico Forleto Nuovo 2 Srl (12 MW) si è assunto che i relativi impianti entrino in esercizio entro giugno 2018 - per essere contestualmente ceduti - avendo ottenuto la tariffa incentivante prevista dall'asta del novembre 2016 (*feed in* 66 €/MWh), a fronte di un capex di ca. €/mil 1,3 per MW. Al riguardo, si osserva – fonte: <https://www.greenbiz.it/energia/15284-aste-gse-procedure-eolico> – che l'eolico on shore (gli impianti costruiti sulla terraferma) che era interessato da un bando di 800 MW, ha inviato 96 domande al GSE, per oltre 2.000 MW, pari a quasi il triplo della potenza disponibile;
- Il valore economico del capitale azionario è determinato in una prospettiva di *going concern* e considerando le condizioni operative *stand alone* previste nel Piano industriale 2016 – 2026;

- Le stime sono state condotte assumendo ipotesi ragionevoli e verificando la correttezza metodologica e la ragionevolezza delle informazioni pubbliche e delle informazioni fornite dalla PLC che implicano l'assunzione di ipotesi, ferma restando l'ineliminabile soggettività di alcune scelte valutative e di taluni giudizi. In tale ambito, si richiama l'attenzione sulla complessa individuazione dei "comparables", non immediata in ragione del posizionamento competitivo della PLC. L'analisi, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi straordinari e non prevedibili comunque possibili in un settore volatile quale quello delle energie rinnovabili (ad esempio: nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, ecc.);
- La stima assume a riferimento la situazione economico-patrimoniale al 31.05.2017 redatta come innanzi specificato e ritenuta rappresentativa ed affidabile dal Management;
- La PLC è stata esaminata presupponendo condizioni normali di funzionamento e sulla base dei dati economici previsionali contenuti nel Piano industriale 2016 – 2026 redatto dal Management, considerato analiticamente sino al 2021; tali proiezioni non sono state in alcun modo oggetto di revisione e verifica da parte di chi scrive assumendo che siano state predisposte in modo ragionevole ed obiettivo, per quanto naturalmente caratterizzate da soggettività e incertezza;
- Le conclusioni esposte nel presente Rapporto di Valutazione sono basate sul complesso delle indicazioni e delle considerazioni in esso contenute. Pertanto, nessuna parte del presente Rapporto potrà essere considerata o comunque utilizzata disgiuntamente dal documento nella sua interezza;
- I contenuti del presente Rapporto di Valutazione non possono né potranno essere considerati una garanzia o un'indicazione di futuri risultati economici, patrimoniali e finanziari della PLC;
- Il presente Rapporto non esprime alcun giudizio circa la Indi e non deve essere inteso da parte di qualsiasi *stakeholders* quale raccomandazione relativa all'esercizio del diritto di voto in ordine alla possibile operazione di conferimento ed a quelle eventualmente connesse.

5 Il contesto di riferimento

5.1 Premessa

Il Consiglio di Amministrazione della **PLC**, da ultimo in data 30 gennaio 2017, ha formulato un'offerta vincolante per l'acquisizione della partecipazione di maggioranza del capitale di **Indi**.

Tale Offerta prevede, tra l'altro:

(i) l'approvazione da parte dell'Assemblea straordinaria di Industria e Innovazione di un aumento di capitale in denaro da offrire in opzione agli azionisti per l'importo complessivo di Euro 3.040.000 e per il quale PLC si è impegnata a garantire la sottoscrizione dell'eventuale parte inoptata;

(ii) l'approvazione da parte della medesima Assemblea di un aumento di capitale in natura con esclusione del diritto di opzione riservato a PLC Group da liberarsi mediante il conferimento di PLC System S.r.l. e di PLC Service S.r.l. ad un valore non inferiore ad Euro 40.000.000 con esplicita esclusione del patrimonio di riferimento della capogruppo connesso alle partecipate Burgentia Srl ed Energia Pulita Srl, in corso di cessione - ca. €/mil 10 - (sulla base di una valutazione della Società post conversione a capitale del Prestito Obbligazionario 2012-2016, nella misura prevista dal piano ex art. 182 L.F., da cui derivano valori di riferimento post conversione e pre-money per un importo massimo di Euro 2.650.000);

(iii) la cessione, entro la data dell'omologa del Piano ex art. 182 L.F. della controllata al 100% Red. Im S.r.l. con impegno da parte di PLC Group ad erogare, subordinatamente alla sopracitata omologa, un finanziamento postergato a Red. Im S.r.l. di massimi Euro 345.000 quale contribuzione al buon esito del previsto programma di ristrutturazione della controllata.

PLC si è inoltre impegnata, condizionatamente all'omologa da parte del Tribunale e subordinatamente alle positive delibere di aumento di capitale da parte dell'Assemblea straordinaria di Industria e Innovazione, ad effettuare, nelle more dell'esecuzione dell'aumento di capitale in denaro, un finanziamento ponte di Euro 3.040.000 da rimborsarsi con gli importi rivenienti dall'aumento di capitale medesimo.

In caso di positivo perfezionamento dell'aumento di capitale, si realizzerà un rilevante effetto diluitivo nei confronti dell'attuale assetto azionario ed un cambio di controllo in favore di PLC. Ciò comporterà rilevanti effetti sulla Governance, anche in termini di ricambio degli organi di amministrazione e controllo e focalizzazione dell'Emittente sull'attività core di PLC, sempre nel rispetto della natura di holding di partecipazioni da parte dell'Emittente.

In base all'Offerta, l'importo del predetto aumento di capitale in denaro dovrà essere destinato esclusivamente al pagamento dei debiti non finanziari di Indi, alle spese correnti sino all'omologa dell'accordo di ristrutturazione ex art. 182-bis LF ed i costi dei professionisti connessi alla procedura di ristrutturazione.

Oltre ad una serie di impegni e condizioni in linea con la prassi per operazioni dello stesso tipo, l'Offerta prevede altresì taluni impegni connessi all'esecuzione della manovra finanziaria e del menzionato accordo di ristrutturazione in fase di negoziazione con le banche.

L'Offerta è subordinata all'avveramento delle seguenti condizioni:

- 1) l'assunzione di positive delibere in ordine al piano industriale e finanziario da parte degli organi deliberanti degli istituti di credito interessati;
- 2) all'omologa da parte del Tribunale di Milano dell'accordo di ristrutturazione ex art. 182-bis Legge Fallimentare, in accordo con gli impegni e condizioni previsti nell'Offerta;
- 3) alla valorizzazione, in sede di aumento di capitale in natura riservato a PLC, degli assets conferiti per un valore non inferiore ad Euro 40.000.000.

In data 30 gennaio 2017, il Consiglio di Amministrazione di Indi ha espresso una preliminare valutazione favorevole sull'offerta pervenuta da PLC Group S.p.A..

Sulla base della stessa e dei relativi termini e condizioni, è stato predisposto un piano ex art. 182-bis LF (Accordi di Ristrutturazione dei Debiti) che, in data 5 aprile 2017, è stato sottoscritto con l'adesione delle banche creditrici Credito Valtellinese S.p.A., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A., nonché di PLC Group S.p.A. – nuovo investitore interessato all'acquisizione della partecipazione di maggioranza della Società -, Nelke S.r.l. e Richini Due S.r.l..

In data 11 aprile 2017, Indi ha depositato, presso il Tribunale di Milano, il ricorso per l'omologa dell'Accordo di ristrutturazione del debito di cui all'art. 182-bis L.F. sottoscritto lo scorso 5 aprile.

Successivamente alla sottoscrizione dell'Accordo di Ristrutturazione, Industria e Innovazione e PLC Group hanno proseguito le interlocuzioni volte alla definizione puntuale dell'importo dell'Aumento in Natura, all'esito delle quali, in data 12 maggio 2017, il Consiglio di Amministrazione di Industria e Innovazione ha approvato la proposta da sottoporre all'Assemblea, determinando l'importo dell'Aumento in Natura in Euro 43.000 migliaia, previo parere favorevole del Comitato Consiliare.

Sempre in data 12 maggio 2017, è stata pertanto convocata per il 29 giugno 2017 l'assemblea dei soci per deliberare, inter alia, su:

- (i) aumento di capitale da liberarsi mediante conferimento in denaro per un importo massimo complessivo di Euro 3.040 migliaia (comprensivo di sovrapprezzo), mediante emissione di massime n. 37.486.120 azioni ordinarie ad un prezzo unitario di Euro 0,0811 (comprensivo di sovrapprezzo) da offrirsi in opzione agli azionisti della Società;
- (ii) aumento di capitale sociale per l'importo di Euro 43.000 migliaia (comprensivo di sovrapprezzo), mediante emissione di n. 530.209.618 azioni ordinarie ad un prezzo unitario di Euro 0,0811 (comprensivo di sovrapprezzo) riservato in sottoscrizione a PLC Group S.p.A. e da liberarsi mediante conferimento delle partecipazioni rappresentanti l'intero capitale sociale di PLC System S.r.l. e PLC Service S.r.l.;
- (iii) aumento di capitale sociale per l'importo complessivo di massimi Euro 748 migliaia (comprensivo di sovrapprezzo) mediante emissione di massime n. 9.223.181 azioni ordinarie ad un prezzo unitario di Euro 0,0811 (compreso di sovrapprezzo), riservato in sottoscrizione a Nelke S.r.l. e Generali PanEurope D.a.c. a servizio della conversione dei crediti da queste vantati nei confronti della Società e indicati nell'accordo di ristrutturazione ex art. 182-bis Legge Fallimentare sottoscritto in data 5 aprile 2017.

L'operazione oggetto dell'Offerta di PLC si configura come di maggiore rilevanza ai sensi del Regolamento di Industria e Innovazione, il che richiederà la predisposizione di un documento informativo da mettere a disposizione nei termini di legge.

5.2 I soggetti della “combined entity”

5.2.1 La conferitaria Industria e Innovazione S.p.A.

Il core business di Industria e Innovazione S.p.A. si è sviluppato nell'ambito delle fonti energetiche rinnovabili, settore in cui la società si pone come interlocutore qualificato per l'industrializzazione e per lo sviluppo di nuove tecnologie mirate ad ottimizzare tanto il processo produttivo quanto le applicazioni/prodotto.

In via collaterale, la società gestisce un portafoglio di partecipazioni industriali, che è, tra l'altro, funzionale al perseguimento degli obiettivi di gruppo nell'ambito del core business, in quanto (i) le linee produttive, i servizi e le competenze delle società partecipate possono contribuire allo svolgimento delle attività di ricerca industriale e (ii) le società partecipate rappresentano un target di clientela d'elezione, consentendo altresì un primo confronto diretto con le richieste del mercato.

Infine, ad Industria e Innovazione fa capo un portafoglio di asset immobiliari diretti ed indiretti in corso di dismissione, i cui flussi saranno destinati ad alimentare nel medio lungo termine gli investimenti nel core business delle energie rinnovabili.

Come ampiamente comunicato al mercato, si rammenta che Industria e Innovazione, a seguito della sopravvenuta improcedibilità dell'operazione di risanamento prevista con tra gli altri La Centrale Finanziaria Generale S.p.A., ha intrapreso un nuovo percorso volto al risanamento della Società e del Gruppo che ha trovato espressione nel deposito di un ricorso ex art. 161 sesto comma L.F. in data 5 luglio 2016 e nel successivo accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F. (“Accordo di Ristrutturazione”) sottoscritto in data 5 aprile 2017

e depositato presso il Tribunale di Milano in data 11 aprile 2017, al quale hanno aderito le banche creditrici Credito Valtellinese S.p.A. (“Credito Valtellinese”), Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (“Banca MPS”), MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. (“MPSCS”) nonché PLC Group S.p.A. (“PLC Group”) – nuovo soggetto investitore interessato all’acquisizione della partecipazione di maggioranza di INDI -, Nelke S.r.l. (“Nelke”) e Richini Due S.r.l. (“Richini Due”) (società neo-costituita interamente controllata da Industria e Innovazione).

5.2.2 La conferente PLC Group S.p.A.

PLC è un gruppo facente capo a Franco Esposito, presidente operativo del gruppo, ed articolato su due società operative interamente possedute: PLC System Srl e PLC Service Srl, operanti rispettivamente:

- nella realizzazione di infrastrutture elettriche e di impianti di produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili;
- nella manutenzione ordinaria e straordinaria di reti elettriche, trasformatori ed impianti accessori, di impianti eolici e di impianti fotovoltaici.

Di seguito, l’andamento nell’ultimo triennio delle principali grandezze economiche del gruppo.

Euro/mil	2015	2016	31-mag-17 Forecast ¹
Revenues	46,5	48,3	18,9
EBITDA annualizzato	4,5	5,2	9,2
EBIT annualizzato	3,8	5,0	7,6
Net Income annualizzato	3,4	4,5	5,2
BOOK VALUE	14,9	19,1	21,3
PFN	-0,5	-0,5	-0,3
TFR	-0,5	-0,6	-0,7
Cost of funding	4%	4%	4%

¹ Previsione effettuata assumendo una andamento in linea con le proiezioni del Piano Industriale 2016 - 2026.

5.3 Descrizione dei beni oggetto di conferimento: PLC “at a glance”

5.3.1 Il settore

Si tratta di un settore regolato, con ricavi definiti a fronte di investimenti iniziali significativi, con principalmente due ordini di criticità:

- difficoltà industriali di realizzazione degli investimenti a causa degli iter autorizzativi complessi e della difficoltà funding accentuate dalle incerte prospettive di *grid parity*;
- significative discontinuità normative che si sono verificate (per il fotovoltaico) e sono tuttora in corso (per l'eolico e le bioenergie); discontinuità che non solo hanno portato ad una rilevante riduzione degli incentivi e pertanto dei rendimenti, ma che hanno anche introdotto il principio del 'contingentamento della capacità installabile' in un determinato periodo, generando notevole incertezza nella programmazione degli investimenti da parte degli operatori.

Nonostante le recenti difficoltà legate al quadro macroeconomico complessivo, alle strategie aggressive di risanamento e di tagli alla spesa pubblica ed alla conseguente vigorosa riduzione degli incentivi in quasi tutti i Paesi Europei, le prospettive di crescita sono ancora positive e il settore dimostra di essere dinamico, sia dal punto di vista degli investimenti sia da quello competitivo e delle tecnologie. Infatti, il settore anche in Italia ha generato nuove filiere, con start up da imprese industriali, partnership tra operatori industriali e finanziari, oppure con spin-off derivanti da player che operano nel settore delle energie tradizionali. Le performance prospettiche dei player di settore sono altresì connesse alla capacità di perseguire economie di scala e di scopo in termini sia di capex sia di opex.

Il 29 giugno 2016 è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale il nuovo Decreto 23 Giugno 2016 volto a regolare gli incentivi alle fonti rinnovabili diverse dal fotovoltaico in piena integrazione con il DM 06 luglio 2012. L'efficacia del nuovo Decreto cesserà decorsi 30 gg dal raggiungimento della prima fra le seguenti date: 1° dicembre 2016, la data di raggiungimento di un costo indicativo annuo medio degli incentivi di 5,8 Mld €/anno, 1° dicembre 2017 (impianti ad accesso libero).

5.3.2 Company profile

5.3.2.1 Storia

Il progetto PLC nasce nel 1996, quando Francesco Esposito decide, dopo una lunga esperienza professionale di alto livello presso i maggiori operatori del mercato elettrico italiano di creare la PLC System Srl, insieme a soci finanziatori della sua famiglia.

Esposito crea quindi una piccola realtà industriale, con sede a Casandrino (NA), capitalizzando l'esperienza professionale maturata nei precedenti anni.

Il vero trampolino di lancio è, però, rappresentato dallo sviluppo del settore rinnovabile in Italia, alla fine degli anni novanta. La lungimiranza dell'imprenditore e la vicinanza personale e logistica a realtà come la IVPC e la Schneider Electric, gli consentono di affermarsi ed imporsi come uno dei player di riferimento nel settore della installazione di infrastrutture elettriche asservite alle centrali di produzione di energia rinnovabile.

Le prime attività sono quelle condotte in qualità di piccolo installatore elettrico, mettendo a frutto la sua notevole capacità tecnica e quella dei suoi collaboratori storici, soprattutto come quadristi ed installatori per la parte di alta ed altissima tensione.

Nel 2005, comincia poi la sfida del fotovoltaico dove la PLC si afferma come uno dei principali attori per la installazione "chiavi in mano" del BOP ("Balance of Plant") per questo tipo di centrali.

Nel 2006, da un ramo d'azienda della Plc System Srl, nasce la Plc Service. Forte dell'esperienza della casa madre trova collocazione nel mercato in un settore altamente specialistico come quello dei collaudi su apparecchiature AT, termografie e Global Service applicato alle sottostazioni sia sul lato di Alta Tensione che sul di lato Media Tensione e di Bassa Tensione ed in particolare modo in quello delle protezioni.

Per garantire ai propri clienti elevati livelli di qualità di servizio e performance di produzione degli impianti, la PLC Service sin dal 2006 ha investito in sistemi di gestione integrata delle parti di ricambio e di controllo remoto degli impianti mediante un centro di controllo operativo per 365 giorni all'anno e presidiato H24 da personale specializzato, nonché nelle apparecchiature di verifica, collaudo e commissioning degli impianti.

Nel 2010, PLC inizia ad approcciare il mercato in qualità di EPC. La PLC Service S.r.l. nel 2012, presenta sul mercato italiano un servizio di manutenzione “chiavi in mano” del “Balance of Plant” con livelli di affidabilità elevatissimi, sino al 99%. Nello stesso anno, dopo aver cavalcato l’euforia del mercato italiano avvia un processo di internazionalizzazione che parte dal Sud Africa, dove oggi PLC System controlla la PLC South Africa ltd, società di diritto sudafricano che si occupa di costruzione e gestione di impianti, per estendersi a nuove aree in tutta l’Africa, soprattutto magrebina e subsahariana, nonché in Medio Oriente.

Nel 2014, mediante l’inserimento di nuove figure professionali è stata avviata una trasformazione della società di tipo manageriale. A completamento di un percorso di continua crescita, viene avviata una riorganizzazione societaria, che punta alla creazione di una holding di partecipazioni, che controlli le varie “legal entities”. A partire da settembre 2016, le quote di PLC System S.r.l. e PLC Service Srl sono state cedute dai soci alla nuova holding del Gruppo, PLC Group S.p.a..

Nel tempo, la PLC ha saputo dotarsi di una struttura manageriale di mercato – con al vertice l’ing. Scoppio -, dotata di adeguato know-how rispetto ai target aziendali, che ha consentito l’evoluzione da azienda a conduzione familiare a potenziale matricola di Borsa.

5.3.2.2 Struttura del gruppo

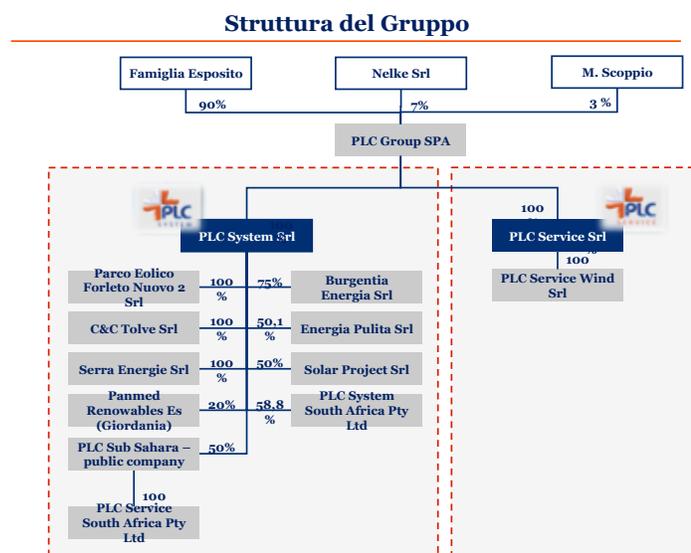


Figura 1 – Struttura del Gruppo

5.3.2.3 Certificazioni

Certificazioni

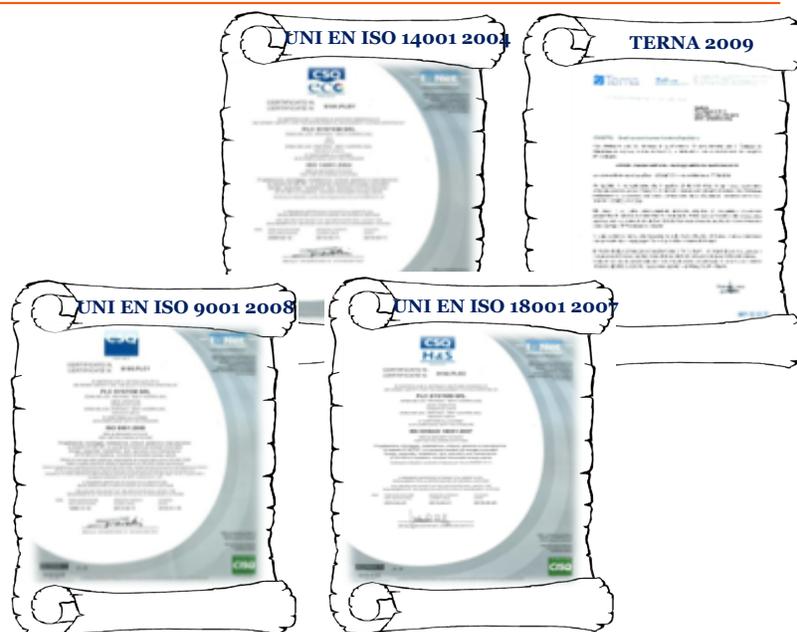


Figura 2 – Certificazioni

5.3.2.4 Qualificazioni

Qualificazioni aziendali

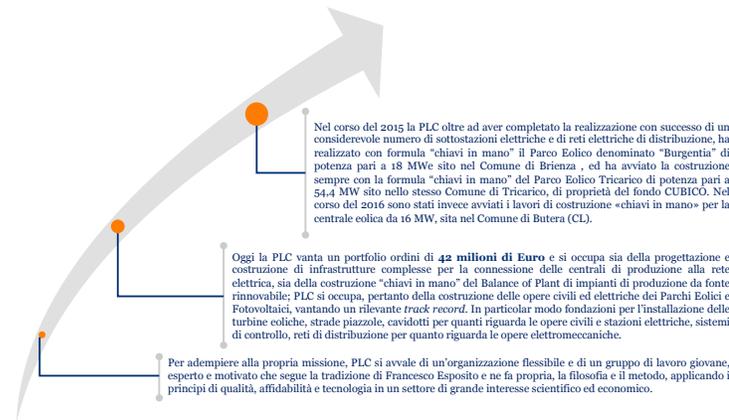


Figura 3 – Qualificazioni

5.3.3 Il business model

5.3.3.1 EPC - Engineering, Procurement, Construction

EPC – Engineering, Procurement, Construction



Il percorso che ha portato PLC a diventare un General Constructor è stato lungo, ma soprattutto condotto per piccoli passi al fine di maturare la giusta esperienza e la concreta consapevolezza nei propri mezzi.

Figura 4 – EPC

5.3.3.2 EPC – Ricerca e Sviluppo

Ricerca e Sviluppo



Figura 5 – Ricerca e sviluppo

5.3.3.3 Produzione di energia

Produzione di energia

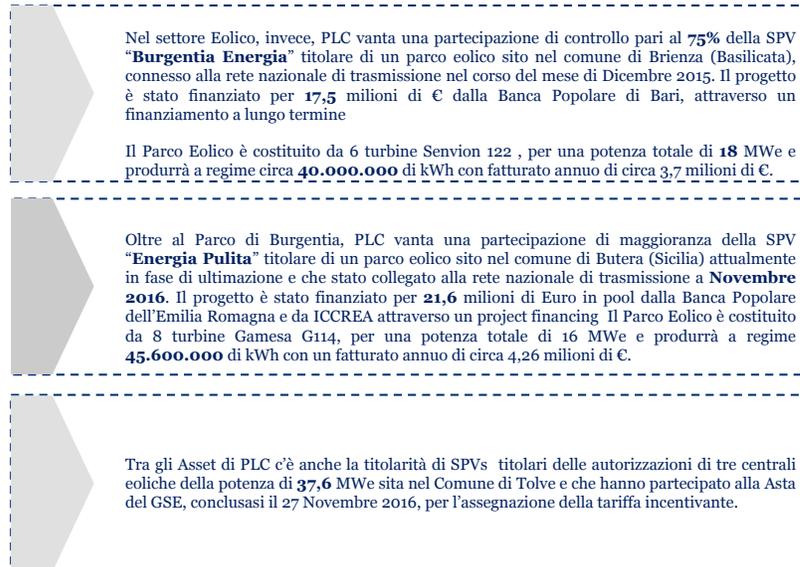


Figura 6 – Produzione di energia

5.3.3.4 Manutenzione

Manutenzione

la Società garantisce un pacchetto di Operation and Maintenance completo ed adeguato alle esigenze dei vari clienti, composto da:

- ❖ O&M Full Service Parchi Eolici
- ❖ O&M Full Service Parchi Fotovoltaici
- ❖ O&M Cabine MT/BT ed impianti tecnologici
- ❖ O&M SS.ni elettriche AT/MT ed impianti tecnologici
- ❖ Gestione ricambi / main components e consumables
- ❖ Manutenzione Preventiva / Correttiva / Programmata
- ❖ Manutenzione Sostitutiva e Straordinaria
- ❖ Implementazione ordini di dispacciamento
- ❖ Telecontrollo
- ❖ Sistemi Innovativi per ricerca guasti e diagnostica su cavidotti MT
- ❖ Garanzia di performance (PR e disponibilità tecnica)
- ❖ Analisi di performance
- ❖ Asset Management



Figura 7 – Manutenzione

5.3.3.5 Il track record

Track record

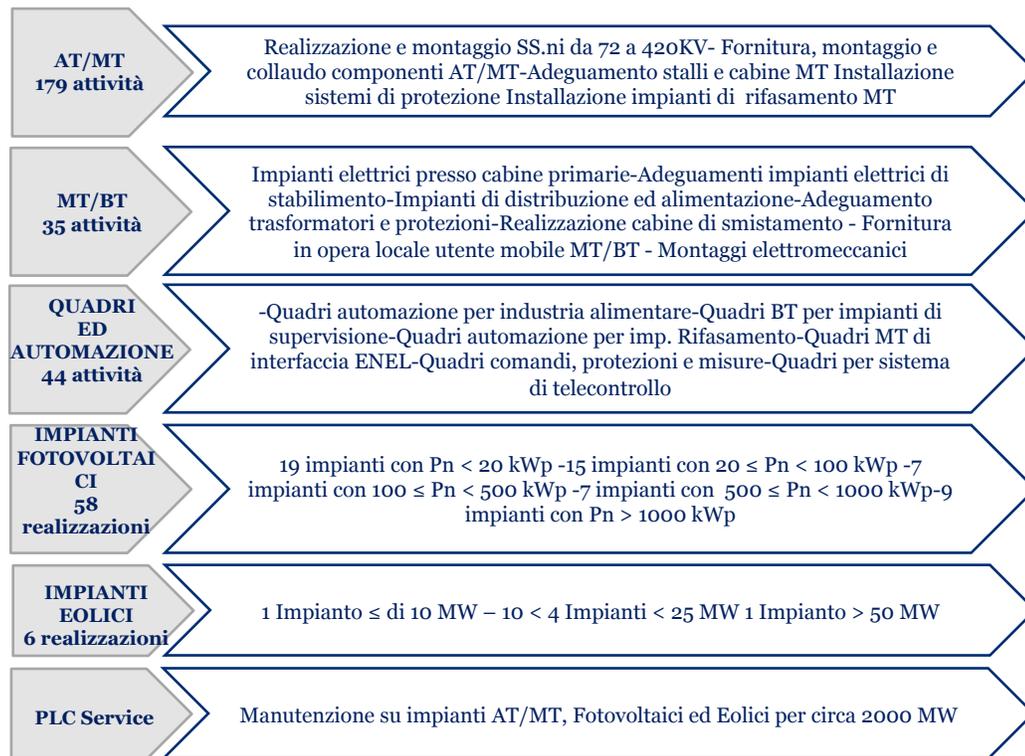


Figura 8 – Il track record

5.3.4 Key financials

Le tabelle seguenti riportano l’evoluzione - elaborata dal Management della PLC - nel periodo 2017 – 2021 delle principali grandezze patrimoniali e reddituali del perimetro aziendale eventualmente oggetto di conferimento e, quindi, di valutazione.

Si precisa preliminarmente che:

- le proiezioni assumono che i progetti eolici (C&C Tolve, Serra Energie e Parco Eolico Forleto Nuovo 2) presentati in Italia all’asta del novembre 2016 e beneficiari della

relativa tariffa incentivante entrino in esercizio entro giugno 2018 e producano, in arco di piano 2016-2026, un free cash flow cumulato di €/mil 6;

- lo stato patrimoniale aggregato e, quindi, la presente stima non tengono conto del debito di pertinenza della capogruppo relativo alle partecipazioni nelle società Burgentia Srl ed Energia Pulita Srl in corso di cessione²; si precisa che l'equity oggetto di conferimento deve essere decurtata di circa €/mil 10 rispetto alle proiezioni riportate di seguito per effetto della esclusione del patrimonio della capogruppo di pertinenza delle sopra-indicate partecipazioni.

€/mil	2017	2018	2019	2020	2021
Revenues	45,4	48,3	51,1	54,6	58,7
Opex	-36,2	-38,4	-40,5	-43,1	-46,2
EBITDA	9,2	9,9	10,6	11,5	12,5
D&A	-1,6	-2,1	-2,5	-2,9	-3,1
EBIT	7,6	7,8	8,1	8,6	9,4
Interest	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Tax	-2,3	-2,4	-2,5	-2,7	-3
Net profit	5,1	5,2	5,4	5,7	6,3

Figura 9 – KPIs Profit & Loss

€/mil	2017	2018	2019	2020	2021
Assets	32,0	21,5	21,7	21,7	21,7
NWC	11,4	11,2	11,5	11,7	12,8
TFR & acc	1,1	1,5	1,9	2,5	3,0
Invetsed capital	44,5	34,2	35,1	35,9	37,5
Equity	34,9	40,1	45,5	51,3	57,6
Debt	3,1	3	2,85	2,8	2,7
Cash & equivalent	4,3	-11,9	-17,14	-23	-28,8
Fiancial resources	42,3	31,2	31,21	31,0	31,5

Figura 10 – KPIs Balance Sheet

² Il progetto Burgentia è stato finanziato per 17,5 milioni di Euro dalla Banca Popolare di Bari, attraverso un finanziamento a lungo termine, mentre il progetto Butera per 21,6 milioni di Euro in pool dalla Banca Popolare dell'Emilia Romagna e da ICCREA attraverso un project financing.

€/mil	2017	2018	2019	2020	2021
cash flow from operating	3,2	7	7	7,6	7,5
delta fixed asset	-12,6	9,4	-1,6	-1,6	-1,6
change in loans	0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
total cash flow	-9,4	16,2	5,2	5,9	5,8

Figura 11 – KPIs Cash Flow

6 La stima del valore economico

6.1 Individuazione dei metodi di valutazione

Gli approcci di valutazione normalmente utilizzati ai fini della stima del valore delle aziende (qualunque sia la configurazione di valore ricercata) sono:

- l'approccio del reddito (income approach);
- l'approccio di mercato (market approach);
- l'approccio patrimoniale (asset approach o cost approach);

o loro varianti conosciute come criteri misti patrimoniali e reddituali.

Ai fini della scelta del criterio di valutazione più adatto occorre considerare:

- la finalità della valutazione;
- il bene oggetto di conferimento;
- le caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione (dimensione, posizionamento strategico, management, struttura organizzativa);
- la teoria economica e la prassi valutativa relativa alle società di riferimento;
- l'informazione disponibile.

Posto che:

- l'oggetto dell'incarico è la stima ai sensi del secondo comma, lettera b) dell'articolo 2343-ter del Codice Civile, del valore della PLC; la disposizione di legge intende evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti artificialmente incrementato. La valutazione a fini di conferimento deve pertanto essere ispirata ad un generale principio di prudenza;
- il buon esito dell'operazione determinerebbe un *change of control*;
- il settore di riferimento è regolato e volatile, con ricavi definiti a fronte di investimenti iniziali significativi, e principalmente due ordini di criticità: (i) difficoltà industriali di realizzazione degli investimenti a causa degli iter autorizzativi complessi e della difficoltà *funding* accentuate dalle prospettive di *grid parity*, (ii) significative discontinuità normative;
- non si dispone di un panel significativo di società e di transazioni comparabili - rispetto al business model ed al posizionamento della PLC - che possa fornire una base solida di riferimento ai fini della valutazione;
- si dispone di previsioni sui flussi economico-patrimoniali attesi formulate dal Management sulla base di un comprovato *know-how* settoriale e di analisi approfondite del business e dei suoi rischi, manifestando un'adeguata capacità predittiva e non proiezioni "burocatico-convenzionali"; al riguardo, si osserva che il CAGR del piano strategico del Net Income nell'arco 2015-2021 è pari al 10,8%,

lo scrivente ha ritenuto che la migliore stima del valore dei beni oggetto di conferimento fosse ottenibile attraverso un approccio reddituale scartando l'uso dell'approccio di mercato come metodo principale, per le medesime ragioni innanzi illustrate, ed utilizzandolo come mero criterio di controllo. Nell'ambito di tale approccio, il criterio più appropriato è apparso, anche avuto riguardo alla prassi valutativa, il Discounted Cash Flow – DCF nella versione *asset side*; tale criterio ricava il valore dell'*equity* dell'entità oggetto di valutazione per differenza fra l'Enterprise Value ed il debito finanziario netto. Il valore delle attività è ottenuto scontando i flussi di cassa *unlevered* ad un costo del capitale medio ponderato (WACC) espressivo della struttura finanziaria effettiva della società (i.e. quella attesa al 31.05.2017).

Tutto ciò premesso lo scrivente si è attenuto al principio di prudenza nei vari passaggi dell'applicazione del criterio principale (DCF); in particolare:

- la parte di Piano fattorizzata analiticamente si limita al quinquennio al 2017-2021;
- nella stima del saggio di sconto (WACC) si è assunta la struttura finanziaria effettiva senza considerare ipotesi di ottimizzazione circa l'eventuale capacità di indebitamento non sfruttata.

Come metodica di controllo, è stata valutata l'applicabilità di un metodo di mercato ed in particolare di quello delle transazioni comparabili, che determina il valore del capitale della banca sulla base dei prezzi corrisposti in occasione di operazioni aventi ad oggetto il trasferimento di pacchetti azionari o di rami d'azienda di società comparabili con quella da valutare. Al riguardo, non si è ritenuto di identificare un insieme di *deals* recenti adeguatamente comparabili e pertanto statisticamente significativi, bensì esclusivamente un'operazione e, segnatamente, l'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa da Eolo Energia S.r.l. su n. 43.579.004 azioni rappresentanti la totalità delle azioni ordinarie di Alerion Clean Power S.p.A. per un corrispettivo unitario di Euro 2,46 per azione promossa con il Documento d'Offerta approvato con delibera CONSOB 19769 del 26 ottobre 2016, pubblicato il 28 ottobre 2016 e integrato il successivo 28 novembre 2016. Le metriche di tale operazione sono comunque riportate, nel prosieguo della relazione, ma con esclusiva valenza informativa, data la scarsa significatività statistica.

Pertanto, nel contesto definito e con gli impliciti limiti di rappresentatività, è stato individuato un panel di società quotate (7) nel loro complesso ritenute comparabili anche dalla PLC

applicando un moltiplicatore degli utili lordi *asset side* - EV/EBIT - per neutralizzare le refluenze delle politiche finanziarie e fiscali, e un moltiplicatore *equity side* - P/BV.

6.2 Discounted cash flow

La stima del valore di mercato dell'equity della PLC è ottenuta per somma algebrica dei seguenti fattori:

EV - Enterprise Value (addendo): stimato sulla base del criterio Discounted Cash Flow – DCF in versione *asset side*;

PFN^{exp} - Posizione Finanziaria Netta attesa al 31.05.2017 (minuendo): così come desunta da Piano industriale 2016 – 2026 e dall'information memorandum di For Advisory ottobre 2016;

TFR^{exp} - Passività relativa al trattamento fine rapporto al 31.05.2017 (minuendo): così come desunto da Piano industriale 2016 – 2026 e dall'information memorandum di For Advisory ottobre 2016;

ponderati per l'*illiquidity risk* (IR), ossia lo sconto per mancanza di liquidità. Infatti, le evidenze empiriche concordano sull'esistenza di sconti di illiquidità: in particolare, ci siamo attenuti alle analisi di Koeplin, Sarin, Shapiro (*"The private company discount"*, *Journal of applied corporate finance*, vol. 12, Winter 2000, pp. 84-110), che evidenziano sconti fra il 20% ed il 28% per le operazioni realizzate negli Stati Uniti = nel caso di specie 28% tenuto conto che (i) attualmente non sono previsti ulteriori incentivi per i grandi impianti da fonti rinnovabili (fotovoltaico ed eolico), ma si prospetta uno scenario di grid parity di complessa bancabilità, (ii) il net income 2016 del gruppo PLC salda di circa l'8% sotto le attese budgetarie.

La formula di valutazione dell'Enterprise Value è costituita dal Discounted Cash Flow per cui il valore delle attività è pari alla somma tra:

FCF - il valore attuale dei flussi di cassa unlevered (Free Cash Flows – FCF) lungo un orizzonte di previsione di 5 anni (2017-2021) così come desunti dal Piano industriale 2016 – 2026 e dall'information memorandum di For Advisory ottobre 2016;

TV - il valore attuale dei flussi di cassa realizzabili oltre il periodo di previsione esplicita (Terminal Value - TV), normalizzati per tener conto di un orizzonte indefinito.

La metodologia in oggetto stima il valore del capitale economico sulla base delle seguente formula:

$$EV = \left(\sum_{t=2016}^{2021} \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^{t - 2016}} + \frac{1}{(1 + WACC)^{2021 - 2016}} \times \frac{FCF_{avg} \times (1 + g)}{(WACC - g)} \right)$$

dove:

EV = valore del capitale economico

FCF_t = Unlevered Free Cash Flow (anche Free Cash Flow o flusso di cassa operativo) nel periodo di previsione esplicita

FCF_{avg} = Unlevered Free Cash Flow (anche Free Cash Flow o flusso di cassa operativo) medio del triennio 2019 – 2021 utilizzato ai fini della costruzione del valore terminale in ragione dell'assenza di discontinuità significative

t_n = numero di anni per i quali si effettua una stima analitica dei flussi

WACC = costo medio ponderato del capitale tramite la formula di Modigliani-Miller con imposte societarie = $K_d \times (1 - TAX RATE) \times \frac{D}{(D+E)} + K_e \times \frac{E}{(D+E)} = 11,0\%$

$K_d \times (1 - TAX RATE)$ = costo marginale del capitale di debito = costo effettivo aziendale

esercizio 2016 (5,5%)³ al netto del beneficio derivante dagli scudi d'imposta così come desunto dalla documentazione societaria (aliquota fiscale 24,0%) = 4,2%

K_e = costo marginale del capitale proprio fondato sul *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) \square
 $r_f \square \beta * (r_m - r_f) * (1 + SP) + SRP = 9,6\%$

r_f = tasso risk-free, il tasso di rendimento dei titoli privi di rischio è stato assunto pari alla media ad un anno dei rendimenti lordi delle aste mensili dei BTP decennali (Fonte: http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/emissioni_titoli_di_stato_interni/risultati_aste/risultati_aste_btp_10_anni/) $a = 1,79\%$

ERP = $(r_m - r_f)$ = premio per il rischio del mercato azionario (*Equity Risk Premium*), determinato dalla differenza tra il rendimento medio del mercato azionario (Fonte: Damodaran – total equity risk premium, last update january '17) e quello delle attività prive di rischio, è stato assunto pari a 6,61%

β = coefficiente levered (tax rate 24,0%) adjusted (secondo la tecnica di Blume) espressivo del rischio sistematico non diversificabile del complesso aziendale oggetto di stima, calcolato partendo dalla media dei beta unlevered di tre settori: Engineering/Construction, Green & Renewable Energy e Oilfield Svcs/Equip (Fonte: Damodaran - Beta, Unlevered beta and other risk measures, Western Europe update jan 16) = 0,9025

SP = *firm size premium* come quantificato da Ibbotson (Size premia on a beta adjusted basis, 1926-2000, Ibbotson Associates, Chicago) sul mercato statunitense (periodo 1926 – 2000) attraverso l'analisi degli extra-rendimenti delle micro caps (capitalizzazione di borsa inferiore agli 84 milioni di dollari) = 31%

SRP = rischio di esecuzione del piano (*specific risk premium*); tale indicatore si colloca ordinariamente in un *range* fra 0% e 2% = prudenzialmente 2%

g = saggio di crescita degli FCF in perpetuo assunto pari al tasso di inflazione atteso nel 2021 per l'Italia rilevato dalle stime del Fondo Monetario Internazionale ottobre 2016 = 1,20%

³ Si osserva che il bond emesso da Alerion nel 2015 presentava un rendimento lordo molto prossimo (6 %).

Sulla base della formula richiamata in precedenza e dei parametri di input utilizzati, l'Enterprise Value di PLC al 31.05.2017 è stimabile in 67,3 milioni di Euro.

Sulla base della Posizione Finanziaria Netta al 31.05.2017 (PFN o Net Financial Position) stimata dal Management, pari a - 1,09 milioni di Euro inclusiva del debito per il trattamento di fine rapporto (TFR), il valore di PLC è stimabile in misura pari a **47,7 milioni di Euro**⁴, avendo già applicato prudenzialmente uno sconto per mancanza di liquidità del 28%.

⁴ Si consideri che analisi di *sensitivity* evidenziano come i risultati finali risentano in modo significativo delle variazioni dei parametri utilizzati (in particolare del WACC).

Con riferimento al breakdown del valore fra la PLC System e la PLC Service, si evidenzia che le proiezioni del Piano industriale alla base della valutazione risultano aggregate e che il Management ritiene i relativi driver economici riferibili per il 75% alla System e per il residuo 25% alla Service; conseguentemente, il valore di PLC System è stimabile in misura pari a 35,8 milioni di Euro e quello di PLC Service in 11,9 milioni di Euro.

6.3 Metodo dei multipli

Per l'applicazione del metodo dei multipli di società comparabili abbiamo ritenuto più rappresentativo nel caso di specie le varianti che esprimono il rapporto tra:

- il valore di mercato dell'*equity* e il patrimonio netto (P/BV);
- l'enterprise value di mercato e l'EBIT (EV/EBIT).

Preliminarmente, si richiama l'attenzione sulla complessa individuazione dei "comparables" – già oggetto di *disclosure* nel § 4 –, non immediata in ragione dello specifico *business model* della società e della limitata disponibilità di informazioni pubbliche.

Il campione di player comparabili è composto come segue:

x	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2014	FY 2015	FY 2016
	Terni Energia			Energy Lab			Salini Impregilo			Falck Renewables		
P/BV	0,90	1,27	0,67	3,71	2,56	0,72	1,33	1,76	1,22	0,58	0,68	0,61
EV/EB												
IT	21,39	8,29	17,08	13,42	9,24	27,49	7,92	9,08	8,52	13,30	12,80	14,55
	Elettra Investimenti			PLT energia			Enel GP-Enel⁵					
P/BV		1,33	1,07	1,80	1,37	1,19	1,11	1,18	1,22			
EV/EB												
IT		8,80	6,39	35,51	25,55	24,62	16,25	23,34	11,58			

⁵ Enel GP nel 2016 è stata assorbita da Enel.

ed esprime i seguenti valori:

x	PLC multiplo medio	PLC multiplo mediano
P/BV	1,32	1,21
EV/EBIT	15,76	13,36

Mediando i risultati dei due indicatori utilizzati (P/BV e EV/EBIT) e considerando i valori mediani dei multipli rilevati, un EBIT annualizzato di €/mil 7,6, un patrimonio netto rettificato⁶ di €/mil 21,3, una PFN (inclusiva del TFR) di - €/mil 1,0 ed uno sconto per mancanza di liquidità del 28% si arriva ad un valore dell'equity di **45,4 milioni di Euro**, sostanzialmente allineato - scarto trascurabile del 4,8% - al risultato ottenuto dal metodo principale. Con riferimento al breakdown del valore fra la PLC System e la PLC Service, si evidenzia che le proiezioni del Piano industriale alla base della valutazione risultano aggregate e che il Management ritiene i relativi driver economici riferibili per il 75% alla System e per il residuo 25% alla Service; conseguentemente, il valore di PLC System è stimabile in misura pari a 34,1 milioni di Euro e quello di PLC Service in 11,3 milioni di Euro.

Per quanto possa occorrere e tenuto conto della già richiamata scarsa significatività statistica del metodo dei multipli di transazioni comparabili si evidenzia, a conforto ulteriore dei risultati ottenuti, che la recente (dicembre 2016) offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa da Eolo Energia S.r.l. su Alerion Clean Power S.p.A. prevede nel prezzo di offerta un multiplo implicito EV/EBITDA di 13,1 per il 2014 e 11,4 per il 2015; mediando i valori ed applicando il conseguente multiplo all'EBITDA annualizzato di PLC atteso per il 31.05.2017 (€/mil 9,2), si ottiene un valore dell'equity di Euro 45,2 milioni, previa fattorizzazione della PFN al 31.05.2017 (€/mil -1,0) e dello sconto per mancanza di liquidità considerato nelle altre metodiche della presente relazione (28%).

⁶ Il patrimonio netto contabile è ridotto di €/mil 9,9 per tenere conto della cessione dei parchi di Burgentia e Butera i cui effetti patrimoniali e reddituali non rientrano nel perimetro aziendale oggetto di conferimento.

7 Conclusioni.

Le tecniche valutative applicate nei §§ 6.2 e 6.3, date le premesse di cui ai §§ 1, 2, 3, 4, 5.1, 5.3 e 6.1, hanno portato a definire valori del capitale economico della PLC significativi e ragionevoli, che tuttavia non tengono conto di eventuali – e concretamente rilevanti – prospettive più prettamente negoziali. L'elevata prossimità (scarto del 4,8%) fra il valore risultante dal criterio analitico reddituale (DCF) e quello risultante dal criterio di mercato conferma la coerenza della valutazione, così come le evidenze della recente transazione comparabile individuata (i.e. Alerion Clean Power S.p.A.).

Pertanto, alla luce delle analisi svolte e tenuto conto delle finalità, delle peculiarità e delle difficoltà dell'incarico ricevuto, lo scrivente ritiene che il valore complessivamente attribuibile alla PLC, nella configurazione potenzialmente conferibile alla Indi, possa essere ragionevolmente stimato, alla data di riferimento del 31.05.2017, in **Euro 47,5 milioni** arrotondati prudenzialmente per difetto rispetto alle risultanze puntuali della metodica valutativa principale adottata, di cui Euro 35,6 milioni riferiti alla PLC System ed i residui Euro 11,9 milioni alla PLC Service; cionondimeno, tenuto conto che la nostra precedente stima del 29 dicembre 2016 ed il metodo di controllo utilizzato in questa sede conducono ad un valore arrotondato di circa Euro 45,5 milioni, si suggerisce, in caso di eventuale conferimento, di considerare l'opportunità, per prudenza, di non superare comunque complessivamente la sopra-indicata soglia.

Milano, 7 giugno 2017

Dott. Marco Galardo

