



Pro-Invest S.r.l.

**VALUTAZIONE AI SENSI DELL'ART. 2343-
TER, SECONDO COMMA, LETT. B) DEL CODICE
CIVILE DELLA QUOTA DEL CAPITALE SOCIALE
DI GREEN ENERGY SARDEGNA S.R.L.
DETENUTE DA PRO - INVEST.**

13 marzo 2018



Spettabile

Pro-Invest S.r.l.

Via Melas snc

09043 Muravera (CA)

Con riferimento alla nostra lettera di incarico datata 12 febbraio 2018, presentiamo la relazione di stima del Valore Economico del conferimento in natura in Alerion S.p.A. relativo alla partecipazione in Green Energy Sardegna S.r.l. (di seguito la "SPV"), detenuta da Pro-Invest S.r.l. (di seguito la "Pro-Invest") ai sensi dell'art. 2343 ter, comma 2, lettera B del Codice Civile ("Relazione di Stima").

La struttura della Relazione di Stima è descritta nella pagina seguente.

Sommario

1. Introduzione	4
1.1 Premesse, oggetto del lavoro e termini dell'Incarico	4
1.2 Il contesto normativo dell'Incarico	4
1.3 Finalità della Relazione di Stima	5
1.4 Data di riferimento della Valutazione	5
1.5 Documentazione e fonti utilizzate	5
1.6 Ipotesi e limitazioni	6
1.7 Lavoro svolto	7
1.8 Restrizioni all'uso della presente Relazione di Stima	8
2. Profilo della SPV	9
2.1 Oggetto del conferimento	9
2.2 SPV: Dati economico - patrimoniali al 31/12/2017 e al 31/12/2016	9
2.3 Dati Previsionali della SPV	11
2.4 Introduzione	16
2.5 Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow)	16
2.6 Metodo reddituale	18
2.7 Metodi patrimoniali	20
2.8 Il metodo misto patrimoniale – reddituale	20
2.9 Il metodo dei multipli di mercato	21
2.10 Il metodo dei multipli delle transazioni	23
3. Determinazione del valore economico delle partecipazioni	24
3.1 La scelta del metodo di valutazione	24
3.2 L'applicazione del metodo	24
3.3 Calcolo del tasso di attualizzazione (WACC)	25
3.4 Determinazione del valore della quota del Capitale Sociale della SPV detenuta da Pro-Invest attraverso l'applicazione del metodo UDCF ai Flussi di Cassa derivanti dal BP 2018-42	27
3.5 Applicazione della metodologia dei "multipli delle transazioni" quale metodologia di controllo	29
4. Conclusioni sul valore	31
5. Allegati	32
5.1 Stima del WACC	32
5.2 Curva del prezzo dell'energia	33
5.3 Proiezioni 2018 – 2042 SPV	34
5.4 Calcoli UDCF	35

1. Introduzione

1.1 Premesse, oggetto del lavoro e termini dell'Incarico

Ci avete informato che la Vostra Società, Pro-Invest, ha intenzione di conferire la totalità delle partecipazioni possedute rappresentative del: 25% di Green Energy Sardegna S.r.l. (la "SPV") in Alerion Clean Power S.p.A. ("Alerion"), a seguito dell'aumento di capitale promosso da Alerion successivamente all'Offerta Pubblica di Acquisto promossa e conclusa con successo mediante l'acquisizione del controllo (84%) da Fri-El Green Power su Alerion.

In tale contesto ci è stato chiesto di svolgere la valutazione della quota del Capitale Sociale della SPV detenuta da Pro-Invest ai sensi dell'art. 2343-ter, secondo comma, lett. b del Codice Civile.

Si precisa che per valore economico si intende il valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli specifici interessi per eventuali negoziazioni. Tale valore, pertanto, non tiene conto di eventuali aspettative soggettive, eventuali sinergie, della forza contrattuale delle parti, dei loro interessi che possono influire nella definizione del prezzo nell'ambito di una trattativa tra soggetti indipendenti.

1.2 Il contesto normativo dell'Incarico

In conformità al disposto dell'articolo 2343 ter del cod.civ., il valore di conferimento non deve essere superiore al valore risultante da una valutazione che provenga da un soggetto terzo indipendente, dotato di adeguata e comprovata professionalità, 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. Chi conferisce beni o crediti ai sensi dell'articolo 2343 cod.civ. presenta la documentazione dalla quale risulta il valore attribuito ai conferimenti.

La finalità della redazione di una relazione di stima da parte di un esperto è quella di garantire che il patrimonio della società conferitaria non subisca un'alterazione con possibile danno per i creditori terzi della società, a causa di una sopravvalutazione dei beni oggetto di conferimento. Ne consegue che il presente lavoro ha avuto come obiettivo l'individuazione, in base a criteri prudenziali, del valore delle azioni oggetto di possibile conferimento.

Tenuto conto delle finalità della presente Relazione, redatta nell'ambito delle previsioni dell'articolo 2343 ter del cod. civ., e avuta considerazione degli obiettivi perseguiti dal

legislatore, la prudenza sopraindicata, relativamente alla definizione del valore nell'ambito dell'applicazione delle metodologie di valutazione utilizzate, appare motivata.

1.3 Finalità della Relazione di Stima

Come riportato in precedenza, la presente Relazione di Stima, contenente la valutazione della quota del Capitale Sociale della SPV detenuta da Pro-Invest (la "Valutazione"), è stata predisposta da PricewaterhouseCoopers Advisory SpA ("PwC Advisory") ai sensi dell'art. 2343 ter, comma 2, lettera b del Codice Civile per i fini di cui al citato articolo.

Si precisa che PwC Advisory:

- a) è soggetto munito di tutta la capacità necessaria per svolgere il presente incarico, appartiene al network PwC ed è dotato di estesa esperienza nel campo delle valutazioni peritali;
- b) non intrattiene con alcuno dei soggetti elencati all'articolo 2343 ter, comma 2 lettera b) c.c. rapporti tali da comprometterne l'indipendenza rispetto ai medesimi.

1.4 Data di riferimento della Valutazione

La data di riferimento per la Valutazione è il 31 dicembre 2017 (la "Data di Riferimento") e di conseguenza a tale data sono stati sviluppati gli elementi di base del processo valutativo.

A tale Data di Riferimento la più recente situazione economico – patrimoniale disponibile per la SPV risulta essere quella fornitaci dal Management della controllante di Green Energy Sardegna S.r.l., Fri-El Green Power S.p.A. approvata al 31 dicembre 2017.

1.5 Documentazione e fonti utilizzate

Ai fini della presente Relazione di Stima e nell'ambito della Valutazione abbiamo ottenuto dal Management di Fri-El Green Power ("Management"), tra gli altri, i seguenti documenti (la "Documentazione"):

- Bilancio di Green Energy Sardegna S.r.l. al 31 dicembre 2016 e situazione contabile al 31 dicembre 2017;
- Business Plan ("BP" o "Proiezioni") di Green Energy Sardegna S.r.l., 2018–2042 contenenti: Stato Patrimoniale, Conto Economico;

- Slide di Business Plan (“Teaser”) di Green Energy Sardegna S.r.l., descrittive dei principali dettagli dei progetti che saranno sviluppati in merito a tempistiche, OPEX, CAPEX, autorizzazioni e contratti stipulati;
- Bozza del *turbine supply and installation agreements* (“TSA”) di Green Energy Sardegna S.r.l.;
- Bozza del contratto *balance of plant* (“BOP”) di Green Energy Sardegna S.r.l.;
- Bozza del contratto relativo al diritto di superficie di Green Energy Sardegna S.r.l.;
- Schema di convenzione sottoscritto con il Comune Villacidro da parte di Green Energy Sardegna S.r.l.;
- Verbale della giunta comunale di Villacidro relativa all’approvazione dello schema di convenzione sottoscritto con Green Energy Sardegna S.r.l. per il rinnovo degli impianti eolici;
- Autorizzazione Unica per la costruzione e l’esercizio di un impianto eolico rilasciata a Green Energy Sardegna S.r.l. dall’assessorato dell’industria della Regione Sardegna;
- Stime del Management relativamente al pagamento IMU della SPV;
- Verbale del Consiglio di amministrazione di Fri-El Green Power S.p.A. del 12 febbraio 2018 in merito all’approvazione dell’aumento di capitale sociale tramite conferimento in natura delle partecipazioni detenute nel capitale sociale della SPV;
- Estratto del verbale del Consiglio di amministrazione di Alerion del 20 febbraio 2018 in merito al conferimento, da parte di Pro-Invest, delle partecipazioni detenute nel capitale sociale delle SPV.

Sono stati infine utilizzati ulteriori documenti ed informazioni, di provenienza interna ed esterna, necessari allo sviluppo del processo valutativo.

1.6 Ipotesi e limitazioni

Le analisi e la Valutazione sono state sviluppate sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- la Valutazione è stata effettuata in ipotesi di continuità aziendale e in condizioni “normali” di funzionamento della SPV (astruendo da eventi straordinari e non

ricorrenti di gestione), con riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive di sviluppo conosciute alla data della presente Relazione di Stima;

- la Valutazione è stata effettuata alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tiene conto di eventi esterni futuri straordinari o inattesi;
- la Valutazione è stata sviluppata sulla base delle proiezioni operative della SPV predisposte dal Management, in capo al quale rimane la responsabilità sulla qualità, correttezza e completezza dei dati e delle informazioni in essi contenuti. Le Proiezioni sono state da noi analizzate e verificate solo per ragionevolezza complessiva. Le Proiezioni, essendo basate su ipotesi di eventi futuri ed azioni, sono caratterizzate da connaturati elementi di soggettività ed incertezza e, in particolare, dal rischio che eventi preventivati ed azioni dalle quali esse trarranno origine possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misura e in tempi diversi da quelli prospettati dal Management, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo attuale. Pertanto, eventuali scostamenti rispetto alle ipotesi e ai risultati attesi dal Management, potrebbero modificare gli esiti della valutazione;
- l’Incarico non prevede lo svolgimento di alcuna procedura di revisione contabile o revisione limitata contabile dei dati e delle informazioni che ci avete fornito, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica.

1.7 Lavoro svolto

Nell’ambito dell’Incarico abbiamo svolto in particolare le attività di seguito riportate:

- comprensione dell’attività svolta dalla SPV nel BP 2018-2042 e del contesto di riferimento;
- ricostruzione su piattaforma Microsoft Excel del BP 2018-2042 della SPV;
- individuazione delle metodologie di valutazione da applicare nella fattispecie; queste ultime sono state individuate sulla base della finalità del Conferimento, delle informazioni disponibili e del settore di attività in cui operano la SPV;
- applicazione delle metodologie di valutazione, in particolare, l’applicazione delle metodologie individuate ha richiesto lo svolgimento di una serie di attività quali:
 - utilizzo dei dati storici e prospettici della SPV predisposti dal Management;
 - analisi delle attività e passività incluse nelle situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2017 della SPV;

- identificazione dei parametri valutativi;
 - verifica dei risultati ottenuti attraverso metodologie di controllo.
- sulla base delle considerazioni emergenti dall'attività svolta e sulla base delle analisi effettuate è stato, infine, individuato il possibile valore economico della quota del Capitale Sociale della SPV detenuta da Pro-Invest.

1.8 Restrizioni all'uso della presente Relazione di Stima

La presente Relazione di Stima non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo denominato 1.2 “Finalità della Relazione di Stima” del presente capitolo e previste dall'art. 2343 ter del Codice Civile e pertanto PwC Advisory ed i suoi collaboratori non avranno responsabilità per danni, anche nei confronti di terzi, che derivassero dall'utilizzo della presente Relazione di Stima per finalità diverse da quelle di cui sopra.

2. Profilo della SPV

2.1 Oggetto del conferimento

La SPV oggetto del conferimento detiene 1 parco eolico “*greenfield*”, ovvero in costruzione, con una potenza complessiva di 30,8 MW. Di seguito le caratteristiche:

Green Energy Sardegna S.r.l.

- Il progetto prevede l’installazione di 14 aerogeneratori Vestas V110 da 2,2MW, un investimento complessivo pari a 35,9 €mln ed una potenza installata complessiva pari a 30,8 MW;
- Il parco eolico si trova in Sardegna, nei dintorni della zona industrializzata di Villacidro, nella provincia del Sud Sardegna, situato in una zona pianeggiante prevalentemente dedicata a colture cerealicole o incolte;
- L’impianto ha ottenuto l’Autorizzazione Unica definitiva per l’installazione degli aerogeneratori in data 24 giugno 2014;
- Il progetto prevede un periodo di costruzione pari a 12 mesi ipotizzato dal dicembre 2017 a dicembre 2018;
- L’impianto si prevede possa essere operativo a partire dal 1 gennaio 2019 (Commercial Operating Date ovvero COD).

2.2 SPV: Dati economico - patrimoniali al 31/12/2017 e al 31/12/2016

Pro-Invest detiene il 25% delle quote del capitale sociale di Green Energy Sardegna S.r.l.

Nella pagina seguente sono riportati i prospetti economico - patrimoniali al 31/12/2017 ed al 31/12/2016 della SPV.

Green Energy Sardegna Srl

Euro	31.12.2016	31.12.2017
Ricavi delle Vendite	10.000	10.000
Variazione delle Rimanenze	-	-
Incrementi Immobilizzazioni	-	3.973
Altri Ricavi	-	1.454
Valore della Produzione	10.000	15.427
Materie prime e di consumo	(582)	(2.492)
Costi per servizi	(14.551)	(15.879)
Godimento beni di terzi	(15.836)	(12.500)
Altri costi	(1.206)	(5.061)
EBITDA	(22.174)	(20.505)
Ammortamento Immateriali		
Ammortamento Materiali	(289)	(345)
Accantonamenti e Svalutazioni		
Altri Accantonamenti		
EBIT	(22.464)	(20.850)
Proventi (oneri) finanziari	37	(3.932)
Proventi (oneri) straordinari		
EBT	(22.427)	(24.781)
Imposte	40.021	(4.925)
Utile d'esercizio	17.594	(29.706)
Utile/perdita di gruppo	-	-
Utile d'esercizio	17.594	(29.706)

Euro	31.12.2016	31.12.2017
Immob. Immateriali		
Immob. Materiali	1.479.939	2.930.791
Immob. Finanziarie		
Totale Immobilizzazioni	1.479.939	2.930.791
Magazzino	-	-
Crediti commerciali	-	629.991
Crediti (Debiti) IcoY	52.231	(494.283)
(Debiti commerciali)	(17.138)	(104.288)
Altre attività correnti	85.871	79.695
Crediti Tributari	340.771	531.006
di cui Crediti IVA	34.304	215.098
Capitale circolante netto	461.735	642.122
(Fondo TFR)	-	-
(Altri fondi rischi)	-	-
Capitale investito netto	1.941.674	3.572.913
Debiti vs banche		
Prestiti soci	1.414.572	3.074.869
Altri debiti finanziari		
(Disponibilità liquide)	(10.923)	(30.275)
Posizione Finanziaria Netta	1.403.650	3.044.595
Capitale sociale	10.000	10.000
Riserve	716.948	737.828
Perdita portata a nuovo	(206.518)	(189.803)
Risultato netto	17.594	(29.706)
Patrimonio Netto di Terzi		
Patrimonio Netto	538.024	528.318
Fonti di Finanziamento	1.941.674	3.572.913

Conto Economico

Per gli anni 2016-2017 l'EBITDA negativo (- 20k€ e -22k€) è principalmente causato da:

- Ricavi di vendita di energia sostanzialmente nulli, in quanto l'impianto eolico risulta essere in costruzione;
- Costi per servizi, composti principalmente da consulenze esterne e costi di godimenti di beni di terzi per locazioni.

Gli oneri finanziari presenti nel 2017 sono relativi al prestito soci fruttifero contratto con la controllante Fri-El S.p.A.

Nel 2016 il prestito soci non generava interessi passivi per Green Energy Sadegna S.r.l.

Stato Patrimoniale

Per gli anni 2016-2017 il capitale investito netto è composto principalmente da:

- Immobilizzazioni in corso e acconti, composte principalmente da costi per consulenze capitalizzati nel 2017 (2.240k€) ed immobilizzazioni materiali in corso per l'impianto Medio Campidano – Villacidro nel 2016 (1.478 k€);
- Crediti tributari, principalmente composti dal riporto del credito IVA degli anni precedenti;
- Crediti e debiti intercompany verso la controllante Fri-EL S.p.A.

Le fonti di finanziamento sono costituite da:

- Riserve di patrimonio netto, relative a versamenti in conto capitale e versamento soci a copertura delle perdite (circa 700k€);
- Prestito soci fruttifero per un ammontare pari a 1.414k€ nel 2016 e 3.074k€ nel 2017.

2.3 Dati Previsionali della SPV

Le proiezioni economico-patrimoniali della SPV (“Proiezioni”, “Dati Prospettici”, “Piano”, “BP”) sono state predisposte in ipotesi di continuità aziendale e sono basate su concrete aspettative di raggiungimento dei risultati operativi indicati, tenendo in considerazione tutti i fattori sino ad oggi conosciuti.

Il Piano, copre un periodo pari a 24 anni, dal Budget 01 gennaio 2018 al 31 dicembre 2042 (“Periodo di Piano”).

Si evidenzia che le stime previsionali si sono fondate soprattutto sulle assunzioni operative, industriali e di business fornite dal Management, in particolar modo per quanto riguarda gli investimenti, i costi operativi, i prezzi di vendita dell’energia e producibilità degli impianti stessi.

Per il dettaglio completo delle Proiezioni relative alla SPV da noi predisposte sulla base dei dati operativi, industriali e di business forniti dal Management si rimanda all’Allegato 5.3.

Ricavi

I ricavi operativi si compongono di:

– Tariffa incentivante

L’erogazione degli incentivi all’energia elettrica prodotta da impianti non fotovoltaici è disciplinata dal “DM 23 giugno 2016” che aggiorna i meccanismi di incentivazione introdotti dal precedente D.M. 6 luglio 2012.

Il Decreto prevede che l’incentivazione sia riconosciuta in riferimento all’energia prodotta da impianti a fonti rinnovabili e immessa in rete, ovvero al minor valore fra la produzione netta e l’energia effettivamente immessa in rete.

In particolare sono previste due tipologie di incentivi:

1. Tariffa incentivante omnicomprensiva (To) calcolata secondo la seguente formula:

$$\mathbf{T_o = T_b + P_r}$$

dove:

- T_b: tariffa incentivante base;
- P_r: ammontare totale degli eventuali premi.

2. Incentivo (I) calcolato come differenza tra un valore fissato (ricavo complessivo) e il prezzo zonale orario dell'energia (riferito alla zona in cui è immessa in rete l'energia elettrica prodotta dall'impianto):

$$I = T_b + P_r - P_z \text{ (Pz: prezzo zonale orario)}$$

Gli impianti di potenza superiore a 0,500 MW possono optare per il solo incentivo.

Gli impianti di potenza non superiore a 0,500 MW possono invece optare per l'una o per l'altra tipologia, con la facoltà di passare da un sistema all'altro non più di due volte durante l'intero periodo di incentivazione.

Nel caso di tariffa omnicomprensiva, il corrispettivo erogato comprende la remunerazione dell'energia che viene ritirata dal GSE; nel caso di incentivo, l'energia resta invece nella disponibilità del produttore.

La tabella seguente mostra in dettaglio gli importi delle tariffe incentivanti base suddivise per potenza degli impianti:

Fonte rinnovabile	Potenza	Periodo di diritto agli incentivi	Tariffa Incentivante base (T _b)
	kw	anni	€/MWh
Eolico on-shore	1<P<20	20	250
	20<P<60	20	190
	60<P<200	20	160
	200<P<1000	20	140
	1000<P<5000	20	130
	P>5000	20	110

Per richiedere gli incentivi sono previste tre differenti modalità, a seconda della potenza dell'impianto: i) accesso diretto; ii) iscrizione al Registro per interventi di rifacimento; iii) partecipazione a procedure d'asta al ribasso sulla tariffa incentivante.

La tabella seguente evidenzia le modalità di accesso agli incentivi in base alla potenza degli impianti:

Tipologia impiantistica	Potenza	Modalità accesso agli incentivi
Eolico on-shore	1<P<60	Accesso diretto
	60<P<5000	Registro
	P>5000	Asta

Dal momento che l'impianto della SPV oggetto del conferimento ha una potenza installata superiore a 5 MW, il meccanismo di incentivazione riconosciuto è pari all'incentivo (I), con una tariffa incentivante base pari a 110€/MW e la richiesta dell'incentivo è stata effettuata tramite procedura d'asta al ribasso sulla tariffa incentivante base.

A seguito del bando del 20 agosto 2016, la tariffa finale assegnata in fase di aggiudicazione alla SPV oggetto del conferimento è risultata pari a **66€/MW** (sconto del 40% rispetto alla tariffa incentivante base).

– ***Curva di prezzo dell'energia***

I ricavi sono stati stimati dal Management prendendo come riferimento la curva di prezzo di mercato dell'energia sulla base di dati previsionali predisposti da un data provider del settore. Si tratta di una curva di prezzi "nominali", ovvero inclusiva di effetti inflattivi. In particolare le curva di prezzo utilizzate come driver dei ricavi di Green Energy Sardegna S.r.l. è la “*zonal onshore Q4 2017 Wind captured prices – Sardegna (Scenario Centrale)*”;

OMISSIS

– ***Producibilità impianti***

La producibilità dell'impianto ed il rispettivo scenario di produzione sono stati stimati dal Management. Di seguito i dettagli per la SPV oggetto del conferimento:

OMISSIS

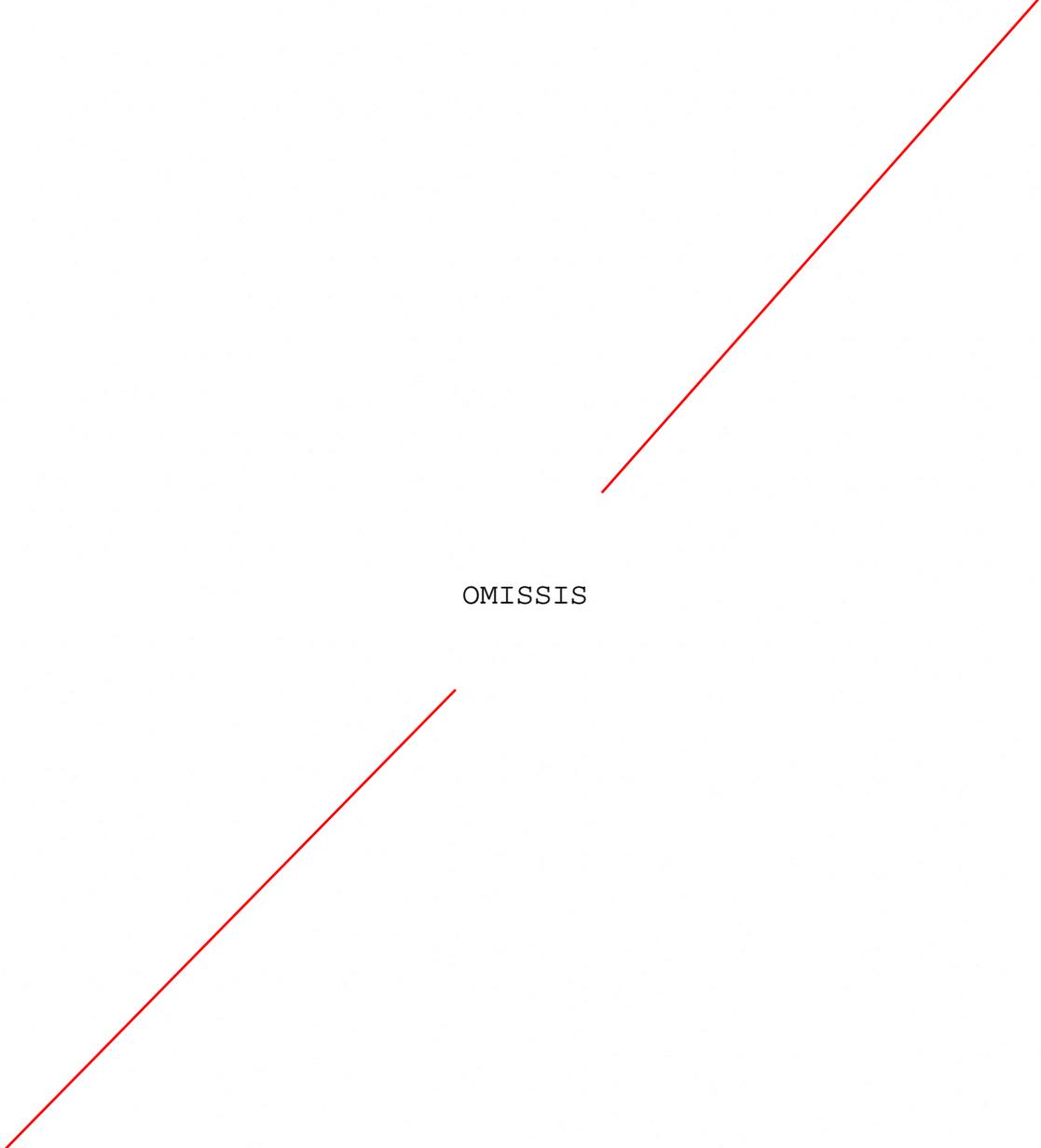
– ***Long term trader fee***

Queste commissioni sono state stimate dal Management come componente a riduzione dei ricavi di vendita di energia. L'ammontare annuo stimato è pari a -0,8 €/MWh.

Si evidenzia inoltre che dal 2018 al 2025 la tariffa incentivante risulta superiore rispetto al prezzo di mercato dell'energia, mentre a partire dal 2026 è previsto un prezzo atteso dell'energia che supera il valore della Tariffa incentivante, generando maggiori ricavi esposti ad un pieno rischio mercato.

Costi operativi

OMISSIS



OMISSIS

Ammortamenti

Sulla base delle informazioni ricevute dal Management, per gli ammortamenti è stata applicata un'aliquota pari al 5%, in linea con la vita economico-tecnica attesa dell'impianto (20 anni) + il super ammortamento delle turbine eoliche.

Evoluzione delle principali voci patrimoniali

Immobilizzazioni

Gli investimenti in immobilizzazioni sono stati stimati dal Management sulla base delle ipotesi sotto riportate e saranno effettuati nel corso del 2018:

- per l'installazione di 14 aerogeneratori Vestas V110 da 2,2MW, sulla base, inter alia, del TSA siglato con Vestas, della bozza del contratto di BOP e sulla stima delle opere civili in fase di definizione, l'investimento complessivo risulta essere pari a 35,9 €mln (IVA esclusa);

Le variazioni di **capitale immobilizzato** delle SPV nell'arco di piano sono esclusivamente imputabili alle quote di ammortamento relative agli impianti eolici.

Capitale circolante

Per quanto concerne il capitale circolante, il Management ha previsto le seguenti ipotesi:

- Crediti commerciali: giorni di incasso pari a 30;
- Debiti commerciali: giorni di pagamento pari a 70.

Il **capitale circolante**, subisce una variazione sostanziale tra il 2018 ed il 2019 per effetto del dell'ipotizzato incasso del credito IVA da parte dell'Erario in un'unica soluzione nel 2018 per la SPV oggetto del conferimento.

Presupposti metodologici

2.4 Introduzione

I metodi di stima del capitale economico delle aziende o di rami di azienda si possono ricondurre concettualmente alle seguenti tipologie basate su:

- il ritorno finanziario atteso dall'investimento, cioè sui flussi di cassa che esso è atto a generare nel futuro, dal momento attuale alla sua completa liquidazione (metodo dei flussi di cassa attualizzati o DCF - *Discounted Cash Flow*);
- i redditi che l'investimento è atto a produrre nel futuro (metodo reddituale);
- il valore patrimoniale corrente (metodo patrimoniale);
- l'unione dei principi essenziali dei procedimenti reddituali e patrimoniali (metodo misto patrimoniale - reddituale e metodo dell'*Economic Profit*);
- l'analisi comparativa di società e transazioni comparabili (metodo dei multipli).

Riportiamo nelle pagine seguenti la descrizione dei metodi utilizzati nel contesto dell'analisi.

2.5 Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash Flow*)

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati si ispira al concetto generale che il valore di un'azienda, di un ramo o di un bene sia pari al valore attualizzato dei due seguenti elementi:

- flussi di cassa che essa sarà in grado di generare entro l'orizzonte di previsione;
- valore residuo, cioè il valore del complesso aziendale derivante dal periodo al di là dell'orizzonte di previsione.

Nell'approccio che considera i flussi operativi (approccio *unlevered*), al fine di ottenere il valore economico del capitale investito operativo (*Enterprise Value*), i flussi di cassa considerati sono i *Free Cash Flow* operativi (FCF), i quali vengono scontati al WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

Il valore così ottenuto viene rettificato della posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione e dell'ammontare del valore delle eventuali attività o passività

non operative o non incluse nei flussi di cassa (*Surplus Assets/Liabilities*) ottenendo così il valore del capitale economico (Equity Value).

La formula generale in base alla quale si procede alla determinazione del valore del capitale economico dell'azienda è così rappresentabile:

$$Equity Value = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + WACC)^i} + TV + SAL - PFN$$

dove:

FCF = free cash flow, o flusso di cassa prodotto dalla gestione operativa;

WACC = costo medio ponderato del capitale;

n = periodo di previsione esplicita;

TV = valore attuale del valore residuo (Terminal Value), ossia il valore derivante dai flussi finanziari prodotti al di là dell'orizzonte di previsione esplicita;

SAL = Surplus Assets/Liabilities;

PFN = Posizione finanziaria netta.

COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE – WACC

Il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*) è determinato come media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di terzi, al netto degli effetti fiscali.

La formula del WACC è quindi:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{(D + E)} + K_d \times (1 - t_c) \times \frac{D}{(D + E)}$$

dove:

K_e = costo del capitale proprio;

E/(D+E) = percentuale del capitale proprio sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito);

K_d = costo del capitale di debito prima delle imposte;

t_c = aliquota d'imposta ("scudo fiscale");

D/(D+E) = percentuale del capitale di debito sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito).

Il costo del capitale proprio rappresenta il rendimento che ci si aspetta, in condizioni non influenzate da fenomeni contingenti, dal settore di appartenenza dell'azienda ed è stato calcolato utilizzando il *Capital Asset Pricing Model*, attraverso la formula:

$$K_E = r_f + \beta \times (R_m - R_f) + ARP$$

dove:

Ke = costo del capitale proprio;

Rf = tasso privo di rischio (risk-free rate), pari al rendimento offerto nel medio-lungo termine da investimenti quali i titoli di stato;

b = coefficiente "beta" espressivo del rischio che caratterizza la particolare impresa rispetto al mercato finanziario in generale;

Rm - Rf = premio per il rischio azionario, ovvero il rendimento addizionale richiesto da un investitore avverso al rischio rispetto al rendimento delle attività prive di rischio; esso è pari alla differenza tra il rendimento medio del mercato azionario e il tasso privo di rischio;

ARP = Additional Risk premium, ovvero il rendimento addizionale richiesto dall'investitore razionale che investe in società di piccole dimensioni o non quotate, che comportano una minore liquidabilità dell'investimento, o che sopportano particolari situazioni, come una limitata diversificazione del rischio in termini di clientela servita o varietà della gamma di prodotti offerti.

Il costo del debito finanziario (K_d) è il tasso di interesse al quale si ipotizza l'azienda possa finanziarsi. Questo tasso è solitamente stimato facendo riferimento a tassi di mercato, considerando uno spread per riflettere il potere contrattuale delle società nei confronti dei fornitori di capitale di debito. Il costo del debito deve essere considerato al netto dell'aliquota d'imposta "t", al fine di tenere conto del risparmio fiscale generato dalla deducibilità degli oneri finanziari.

2.6 Metodo reddituale

Il valore di un'azienda, di un ramo o di un bene, secondo il metodo reddituale, deriva unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. Per determinare il reddito atteso, si tratta di definire una funzione di capitalizzazione, nel senso che la determinazione del valore attribuibile al capitale economico dell'impresa (Equity Value) si suppone, per ipotesi, formata dalla serie dei valori attuali dei redditi futuri dell'impresa.

La formula comunemente adottata corrisponde all'ipotesi di durata a tempo indefinito della vita dell'azienda e si esprime come segue:

$$Equity Value = \frac{R}{i}$$

dove:

R = reddito netto medio - normale atteso;
i = tasso di capitalizzazione.

La definizione quantitativa del reddito medio normale atteso si può delineare attraverso le seguenti ipotesi di stima:

- supponendo la conservazione dei risultati consuntivi ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici);
- mediante la proiezione dei risultati storici nel futuro, in funzione del probabile comportamento di alcune variabili. Ad esempio: dimensione dell'attività svolta, livello dei prezzi unitari, grado di produttività del lavoro, incidenza di costi generali oppure di oneri finanziari, ecc. (metodo di proiezione dei risultati storici);
- assumendo i risultati economici espressi nel budget e nei piani aziendali per definiti periodi futuri (metodo dei risultati programmati);
- definendo nuove condizioni di gestione futura e valutandone le probabili conseguenze in termini di reddito (metodo dell'innovazione).

La scelta del tasso di capitalizzazione è un aspetto centrale di questo procedimento. Il criterio generalmente preferito è quello del cosiddetto tasso – opportunità, che consiste nella scelta di un tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi, a parità di rischio.

In alternativa, secondo il metodo reddituale nella versione cosiddetta “*unlevered*”, il valore di un'azienda deriva dai redditi operativi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. In altre parole il valore attribuibile al capitale investito operativo dell'impresa (*Enterprise Value*) si suppone formato dalla serie dei valori attuali dei redditi operativi futuri dell'impresa, netti del carico fiscale.

Il valore complessivo ottenuto viene rettificato della posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione e dell'ammontare del valore delle eventuali attività non operative (“*Surplus Assets*”) ottenendo così il valore del capitale economico (“*Equity*”).

Value”).

2.7 Metodi patrimoniali

Il metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice si fonda sul principio dell'espressione, a valori correnti, dei singoli elementi attivi che compongono il capitale dell'azienda o della partecipazione e dell'aggiornamento degli elementi passivi.

Il metodo patrimoniale assume, come punto di partenza, il patrimonio netto di bilancio così come espresso dalla situazione patrimoniale contabile di riferimento. Nel patrimonio netto viene incluso anche l'utile dell'esercizio, con esclusione di solito degli importi per i quali è già stata decisa la distribuzione ai soci.

Al patrimonio netto contabile di cui sopra vengono apportate le seguenti rettifiche:

- rettifiche per uniformarsi ai corretti principi contabili;
- rettifiche necessarie per recepire la plusvalenza emergente su specifiche poste dell'attivo (al netto dell'effetto fiscale).

Il metodo patrimoniale complesso

Il metodo patrimoniale complesso si basa sul presupposto che i beni intangibili quali la tecnologia, l'addestramento, le capacità del personale, i marchi, il portafoglio prodotti, la clientela abbiano spesso un peso decisivo nel determinare il reale valore complessivo dell'impresa o della partecipazione.

I suddetti elementi immateriali sono sovente fenomeni che in parte si sovrappongono e quindi è più agevole comprenderli in un unico valore. Il presupposto necessario ed ineliminabile per attribuire un valore a tali beni intangibili è la capacità reddituale dell'impresa.

Al patrimonio netto contabile, rettificato come nel caso dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice, viene sommato il valore attribuibile ai beni immateriali individuati.

2.8 Il metodo misto patrimoniale – reddituale

Un metodo diffuso di stima per aziende o i rami (soprattutto industriali) è il metodo misto patrimoniale - reddituale. Sua caratteristica essenziale è la ricerca di un risultato conclusivo che consideri contemporaneamente i due aspetti, così da tenere conto dell'elemento di

obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali, che sono concettualmente una componente essenziale del valore del capitale economico.

Il metodo in questione è idoneo a identificare, attraverso una stima autonoma, il *goodwill* o avviamento. Questo procedimento gode, anche a livello internazionale, di ampio credito.

La formula comunemente adottata è così rappresentata (secondo l'approccio cosiddetto *equity side*):

$$Equity\ Value = K + \sum_{i=1}^n \frac{(R_i - r \times K)}{(1 + k_e)^i}$$

dove:

K = capitale netto rettificato

Ke = costo del capitale proprio (tasso di attualizzazione del sovra-reddito);

R= reddito netto atteso per il futuro;

r = tasso di rendimento normale del tipo di investimento considerato;

n= numero definito e limitato di anni.

Tale metodologia, nella versione cosiddetta *asset side*, si richiama alla teoria dell'*Economic Value Added* (EVA) e si basa sul presupposto che l'avviamento individuato corrisponda, sostanzialmente, all'EVA.

2.9 Il metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato si fonda sull'analisi delle quotazioni borsistiche riferite ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento (società quotate comparabili) e sulla successiva applicazione dei multipli, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti grandezze della società o della partecipazione oggetto di valutazione.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di Borsa delle società comparabili e le grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative ad esse relative.

Lo schema di applicazione di tale approccio di valutazione si articola nei seguenti punti:

- identificazione delle società comparabili: l'appropriata selezione del campione di società comparabili rappresenta uno dei passi principali alla base di tale metodologia. La significatività dei risultati è strettamente dipendente dall'omogeneità del campione.

Nella selezione delle società comparabili si è soliti tener conto di vari fattori, tra i quali, il settore di riferimento, il rischio dell'attività, la dimensione della società o della partecipazione, la diversificazione geografica, la redditività, l'attendibilità dei dati finanziari e l'intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario.

- definizione dell'intervallo temporale di riferimento: la determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ha solitamente il fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative; nel contempo, ha il compito di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato. Questa fase implica, in particolare, la scelta fra l'utilizzo di una media relativa ad un determinato intervallo temporale e l'applicazione di un valore puntuale.
- determinazione dei multipli ritenuti più significativi: sussistono numerosi rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione del criterio dei multipli di mercato. La scelta dei multipli più significativi avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame.
- applicazione dei multipli alle società in esame: i multipli ottenuti dall'analisi del campione di confronto sono applicati alle corrispettive grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie della società oggetto di valutazione.

2.10 Il metodo dei multipli delle transazioni

Il metodo valutativo delle transazioni comparabili si fonda sui cosiddetti “*deal multiples*”, ossia i prezzi espressivi di valori negoziati nell’ambito di transazioni aventi ad oggetto quote di capitale di imprese comparabili.

Tali transazioni possono incorporare il riconoscimento di un premio legato:

- ai benefici ottenibili in termini di sinergie realizzabili dall’operazione;
- all’eventuale acquisizione del controllo, di un’influenza dominante o di quote rilevanti;
- alla valenza strategica dell’operazione per le parti coinvolte.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la valorizzazione delle società comparabili e le relative grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative.

Lo schema di applicazione di tale approccio di valutazione si articola nei seguenti punti:

- identificazione di un gruppo di transazioni riguardanti società comparabili;
- definizione dei moltiplicatori sulla base delle informazioni disponibili;
- calcolo dei multipli medi delle società facenti parte del gruppo selezionato;
- applicazione dei multipli di settore alla società oggetto di valutazione.

3. Determinazione del valore economico delle partecipazioni

3.1 La scelta del metodo di valutazione

La scelta della metodologia utilizzata per esprimere il valore economico della quota del Capitale Sociale della SPV detenuta da Pro-Invest è stata effettuata considerando la finalità dell'Incarico, la natura dell'attività svolta dalla Società e le informazioni disponibili.

Al fine di determinare il valore di suddetta quota è necessario determinare il valore della totalità delle partecipazioni della SPV.

A tal fine si è optato per le seguenti metodologie:

- *Unlevered Discounted Cash Flow* (UDCF) applicato ai Flussi di Cassa derivanti dal BP 2018-42 quale metodologia principale;
- Metodo dei *multipli delle transazioni*, quale metodologia di controllo.

L'applicazione delle due metodologie è riportata nei successivi paragrafi.

3.2 L'applicazione del metodo

Ai fini della determinazione del valore della quota del Capitale Sociale della SPV detenuta da Pro-Invest alla Data di Riferimento attraverso l'applicazione del metodo UDCF, il processo di valutazione è stato strutturato nelle fasi seguenti:

- Calcolo dei flussi di cassa nel periodo di piano della SPV;
- Calcolo del tasso di attualizzazione – WACC;
- Determinazione del valore economico della SPV;
- Determinazione del valore della quota di Capitale Sociale della SPV detenuta da Pro-Invest.

Di seguito si descrivono in sintesi le analisi svolte.

3.2.1 Calcolo dei flussi di cassa nel periodo di piano

Le principali assunzioni utilizzate ai fini del calcolo dei flussi di cassa della SPV sulla base delle Proiezioni predisposte dal Management, sono le seguenti:

- *Periodo di previsione esplicita* - nella fattispecie, sono state rese disponibili dal Management le Proiezioni economico-finanziarie della SPV relative ad un orizzonte temporale di 24 anni ovvero per il periodo 31/12/2018 - 31/12/2042. La nostra valutazione muove da analisi svolte anche su dati storici (31/12/2017).
- *Ammortamenti*: pari a quelli previsti da Piano;
- *Capitale circolante netto*: la variazione di capitale circolante netto è stata ipotizzata pari a quella prevista da Piano al lordo delle poste tributarie;
- *Investimenti*: considerata la natura del business in cui opera la SPV e la necessità di costruire gli impianti eolici, è stato ipotizzato un valore di investimenti pari a quelli previsti nella documentazione di supporto (“Teaser”) fornita dal Management;
- *Terminal Value*: in linea con il business di riferimento, non sono previsti flussi finanziari successivamente al periodo di previsione esplicita;
- *Aliquota fiscale*: sono state applicate le aliquote fiscali societarie attualmente vigenti in Italia, pari a 24% ai fini IRES e a 2,68% ai fini IRAP, in quanto la società ha sede a Bolzano, in Trentino Alto Adige. Per il calcolo di IRES e IRAP è stata utilizzata la stessa base imponibile (EBIT + IMU), avendoci la Società informato che non risultano all’interno del BP costi per lavoro dipendente.

3.3 Calcolo del tasso di attualizzazione (WACC)

Al fine di attualizzare i flussi di cassa della SPV e di ottenere così il valore economico del capitale investito operativo alla Data di Riferimento (“Enterprise Value”), si è proceduto a determinare il tasso di attualizzazione (WACC), per il metodo del DCF applicato ai Flussi di Cassa derivanti dal BP 2018-42.

Il WACC è stimato utilizzando un campione di società comparabili operanti nel settore di riferimento della SPV.

Di seguito si presentano i principali parametri utilizzati nel calcolo dei tassi di attualizzazione WACC:

- *Risk Free Rate*: media degli ultimi 12 mesi del tasso di rendimento lordo dei titoli di Stato italiani a 20 anni al 31 dicembre 2017. Il valore stimato è pari a 2,77%;

- Market Risk Premium: considerato pari al 5,08% (Damodaran Gennaio 2018);
- Fattore Beta (β): definito in funzione di un gruppo di società comparabili;
- Liquidity Risk Premium: stimato in 200 punti base, questo premio al rischio è da considerare in aggiunta al tasso che rappresenta il costo dell'Equity (Ke). L'aggiunta di un specifico premio al rischio ha come obiettivo di fattorizzare la maggiore rischiosità della SPV rispetto alla rischiosità media del panel di società comparabili caratterizzate da dimensioni più rilevanti;
- Merchant Risk: stimato in 150 punti base per il DCF basato sui flussi derivanti dal BP 2018-42, da considerare in aggiunta al tasso che rappresenta il costo dell'Equity (Ke). Tale premio ha l'obiettivo di fattorizzare il rischio che verrà sostenuto alla scadenza del periodo incentivante, che comporterà la vendita dell'energia prodotta direttamente al mercato senza più godere dei meccanismi di incentivazione;
- Construcion/Financial Risk: stimato in 50 punti base, da considerare in aggiunta al tasso che rappresenta il costo dell'Equity (Ke). Tale premio ha l'obiettivo di fattorizzare il rischio di costruzione intrinseco dei progetti "greenfield" della SPV rispetto alla rischiosità media del panel di società comparabili caratterizzate principalmente da progetti "brownfield";
- Costo del debito: media degli ultimi 12 mesi del rendimento dell'interest rate swap ("IRS") a 20 anni al 31 dicembre 2017 e pari a 1,37%. Il costo del debito totale è stato calcolato considerando i) l'aliquota IRES pari a 24% (aliquota in vigore a partire dal 2017), ii) uno spread sull'IRS pari al 2% calcolato sulla base dei rating esterni delle società comparabili forniti da un data provider alla Data di Riferimento;
- Struttura finanziaria: è stata presa in considerazione una struttura finanziaria D/E desunta da parametri di mercato pari al 50/50.

Sulla base dei parametri elencati in precedenza, si è ottenuto un tasso di attualizzazione WACC pari al 7,31% per il DCF applicato ai Flussi di Cassa derivanti dal BP 2018-42. Per maggiori dettagli si rimanda all'Allegato 5.1.

3.4 Determinazione del valore della quota del Capitale Sociale della SPV detenuta da Pro-Invest attraverso l'applicazione del metodo UDCF ai Flussi di Cassa derivanti dal BP 2018-42

Per determinare il valore della quota del 100% del Capitale Sociale della SPV alla Data di Riferimento, una volta determinato l'Enterprise Value ("EV") pari a € 9,5 milioni, occorre considerare la Posizione Finanziaria Netta (PFN) alla medesima data, per un ammontare complessivo pari a circa € 3,1 milioni.

€mln	EV	PFN	EqValue
<i>Green Energy Sardegna</i>	9,5	3,1	6,4

Al fine di individuare il **valore della quota di Capitale Sociale detenuta da Pro-Invest** vanno quindi considerate le percentuali di partecipazioni in suo possesso:

€mln	EqValue	% quota Pro-Invest	EqValue pro quota
<i>Green Energy Sardegna</i>	6,4	25%	1,6

Inoltre, al fine di individuare un intervallo di valori riferibili alle quote del Capitale Sociale della SPV detenute da Pro-Invest sono state implementate due analisi di scenario ("sensitivity analysis").

In particolare, gli scenari sono stati selezionati ipotizzando un incremento/decremento di 20 punti base del tasso di attualizzazione dei Flussi di Cassa (WACC) individuando, dal punto di vista dell'Equity Value, uno scenario migliorativo (Upside Case) ed uno peggiorativo (Downside Case).

Le tabelle seguenti riportano i valori dell'Equity Value della SPV nei due scenari oggetto della sensitivity analysis.

– Upside Case: **WACC = 7,11%**

€mln	EV	PFN	EqValue
<i>Green Energy Sardegna</i>	10,3	3,1	7,2

Valore della quota di Capitale Sociale detenuta da Pro-Invest:

€mln	EqValue	% quota Pro-Invest	EqValue pro quota
<i>Green Energy Sardegna</i>	7,2	25%	1,8

– Downside Case: **WACC = 7,51%**

€mln	EV	PFN	EqValue
<i>Green Energy Sardegna</i>	8,8	3,1	5,7

Valore della quota di Capitale Sociale detenuta da Pro-Invest:

€mln	EqValue	% quota Pro-Invest	EqValue pro quota
<i>Green Energy Sardegna</i>	5,7	25%	1,4

Sulla base della metodologia valutativa applicata (**UDCF**), nonché delle altre partite di natura finanziaria considerate, il valore della quota del Capitale Sociale delle SPV detenuta da Pro-Invest S.r.l. **alla Data di Riferimento risulta pari a € 1,6 milioni.**

3.5 Applicazione della metodologia dei “multipli delle transazioni” quale metodologia di controllo

Il metodo dei multipli di transazioni si fonda sui cosiddetti “*deal multiples*”, ossia i prezzi espressivi di valori negoziati nell’ambito di transazioni aventi ad oggetto quote di capitale di imprese comparabili.

È stato quindi identificato un panel di transazioni, sulla base dei dati disponibili su un data provider, comparabili per tipologia di business, localizzazione geografica e grandezza degli impianti misurata in megawatt installati (“MW”).

Sulla base delle informazioni a disposizione, è stato selezionato, come moltiplicatore più rappresentativo, il rapporto tra l’Enterprise Value e la potenza degli impianti (in termini di MW installati) delle imprese oggetto delle transazioni comparabili.

Il panel di transazioni si basa su transazioni aventi ad oggetto imprese con impianti già in operatività (dunque “*brownfield*”). Per poter rendere significativa la comparazione tra i valori desumibili dal panel di transazione ed il valore economico del capitale della SPV oggetto del conferimento (i cui impianti risultano essere in costruzione, “*greenfield*”), sono stati considerati i seguenti aspetti:

1. Dai flussi di cassa del BP 2018 – 2042 definiti nel par. 3.2.1, sono stati resi pari a zero gli importi degli investimenti da sostenere nel 2018 per la costruzione degli impianti;
2. Il valore dell’EV è stato calcolato attualizzando i flussi di cassa allo stesso tasso (WACC) e Data di Riferimento utilizzati nella metodologia UDCF tenendo conto di quanto segue:
 - La SPV oggetto del conferimento gode di un periodo di incentivi più ampio rispetto alle società *brownfield* oggetto delle transazioni, ma notevolmente più ridotto in termini di tariffe (66€/MWh per le SPV contro i 140€/MWh per le società oggetto delle transazioni), risultando quindi esposta ad un rischio di mercato del prezzo dell’energia molto più pronunciato (le proiezioni di energia considerate superano infatti il valore di 66€/MWh a partire dall’anno 2026)
 - Questo maggior profilo di rischio, unitamente al rischio costruzione e financing, sono stati considerati all’interno del tasso di attualizzazione come parametro di rischiosità nell’attualizzazione dei flussi di cassa della SPV.

La tabella seguente riporta i valori di EV e del multiplo implicito EV/MW per la SPV:

€mln	EV	EV/MW
<i>Green Energy Sardegna</i>	42,1	1,3

La tabella seguente riporta il panel delle transazioni comparabili ed i valori del multiplo selezionato.

Date	Target	Bidder	Enterprise Value (€m)	Deal Value (€m)	MW	EV/MWp (€m)
dic-17	Windsol S.r.l.; Pescara Wind S.r.l.; Wind Turbines Engineering S.r.l.; Eolica Pietramontecorvino S.r.l.	Plt Energia SpA	80	80	81	1,0
dic-17	20 MW wind farm in Italy	Blue Elephant Energy AG	n.d.	n.d.	20	n.d.
giu-17	Asja Ambiente Italia s.p.a. (29.7 MW Matera II wind farm)	Renvico S.r.l.	37	37	29,7	1,2
giu-17	Società Energie Rinnovabili	Glennmont Partners	416	416	245	1,7
mar-16	Holding Fortore Energia	Fortore Futura S.r.l.	n.d.	n.d.	130	n.d.
nov-15	16-MW wind park at Genzano di Lucania	HelveticWind Deutschland GmbH	n.d.	n.d.	16	n.d.
ago-13	Erchie Energia S.r.l.	Allianz Renewable Energy Partners IV Limited	35	35	30	1,2
feb-13	SECI Energia Spa (30 MW wind power plant)	Glennmont Partners	n.d.	n.d.	30	n.d.

Min 1,0

Max 1,7

Dall'analisi svolta si evincono le seguenti considerazioni:

- Il valore del multiplo medio della SPV (1,3 €mln), rientra all'interno dell'intervallo di valori minimo (1,0€mln) e massimo (1,7€mln) del multiplo delle transazioni;
- Il valore del multiplo della SPV (1,3 €mln) si colloca nella parte bassa dell'intervallo di valori del multiplo delle transazioni, valore plausibile e relazionato al maggior grado di rischiosità implicita della SPV.

Sulla base della metodologia valutativa applicata (multipli delle transazioni), il valore economico del capitale della SPV, risulta essere in linea rispetto alle più recenti transazioni effettuate sul mercato.

4. Conclusioni sul valore

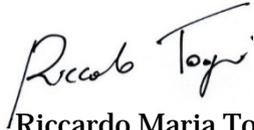
La presente Relazione di Stima è stata predisposta ai fini dell'art. 2343 ter, comma 2, lettera b del Codice Civile e le nostre conclusioni devono essere lette ed interpretate nell'ambito delle finalità per le quali la presente Relazione di Stima è stata predisposta ed alla luce delle ipotesi e delle limitazioni descritte nel capitolo 1.

Pro-Invest S.r.l. ci ha informato che nell'ambito del processo di riorganizzazione del Gruppo Fri-el/Alerion, l'aumento di capitale dedicato verrà realizzato per effetto del conferimento in natura delle proprie quote di Capitale Sociale nella società Green Energy Sardegna S.r.l. per complessivi € 1,475 milioni.

Sulla base del lavoro da noi svolto, illustrato nella Relazione di Stima, riteniamo che il valore economico della quota di Capitale Sociale della SPV detenuta da Pro-Invest S.r.l. alla Data di Riferimento sia almeno pari al valore di € 1,475 milioni.

Roma, 13 marzo 2018

PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A.



Riccardo Maria Togni
(Partner)

5. Allegati

5.1 Stima del WACC

La tabella seguente riporta il dettaglio delle Società comparabili (“comparables”) utilizzate ai fini della nostra analisi.

Company		Currency	Ticker Bloomberg	Beta levered adj (5Y/m)	Ref. Date (struttura finanziaria)	Enterprise Value (€/mln)	E/(D+E)	D/(D+E)	Beta Unlevered
Falck Renewables SpA	x	EUR	FKR IM	1,03	30/06/2017	904	45%	55%	0,47
EDP Renovaveis SA	x	EUR	EDPR LI	0,72	30/09/2017	10.390	71%	29%	0,51
Terna Energy SA	x	EUR	TENERGY GA	1,02	30/06/2017	949	42%	58%	0,43
Futuren SA	x	EUR	FTRN FP	1,11	30/06/2017	387	64%	36%	0,71
Iberdrola SA	x	EUR	IBE SM	0,79	30/06/2017	81.918	59%	41%	0,46
Max				1,11			0,71	0,58	0,71
Min				0,72			0,42	0,29	0,43
Average				0,94			56%	44%	0,52
Median				1,02			59%	41%	0,47

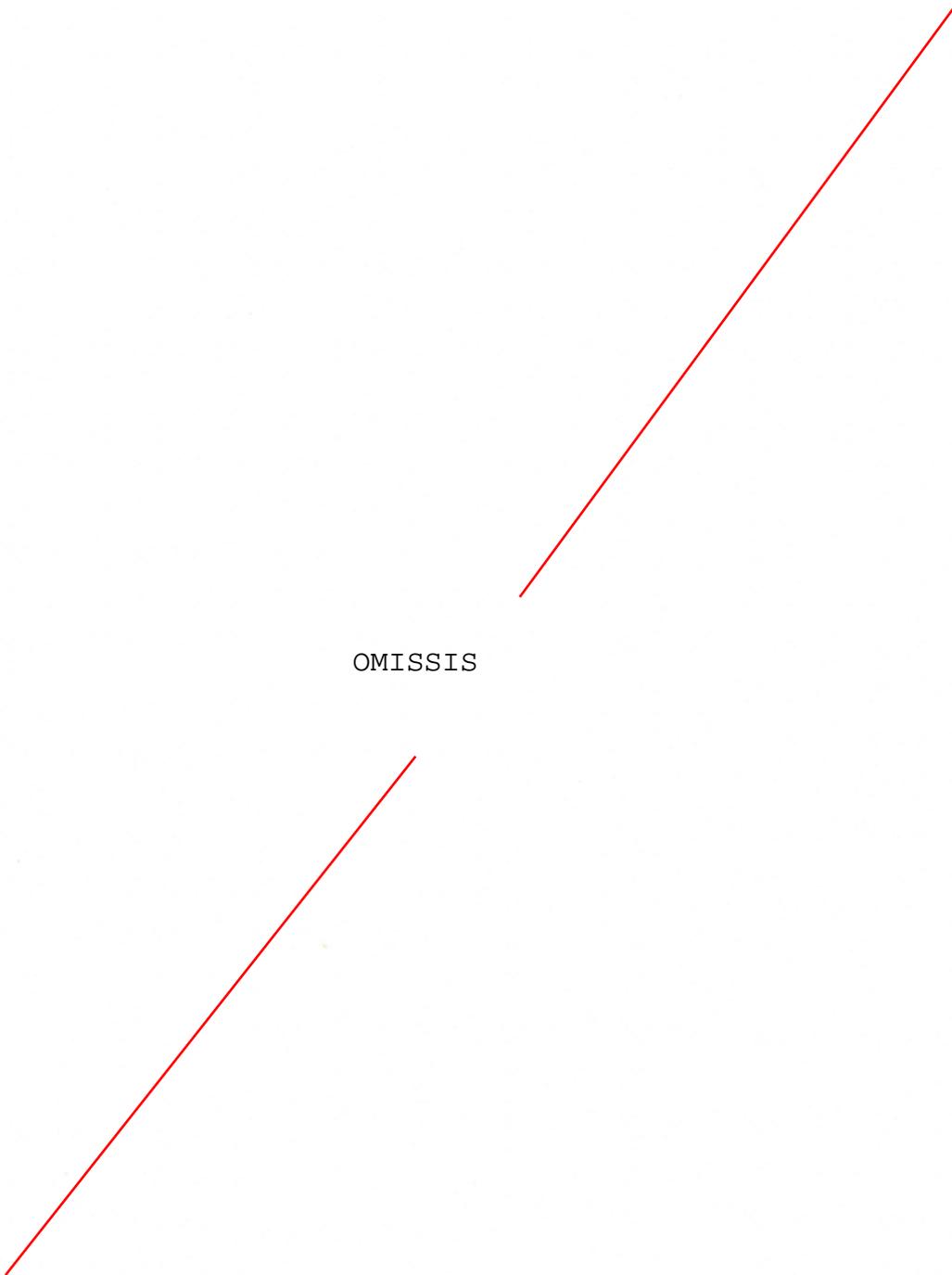
Fonte: Data Provider

La tabella seguente riporta il dettaglio di calcolo del WACC utilizzato per il DCF applicato ai Flussi di Cassa derivanti dal BP 2018-42.

WACC	PwC
Data di valutazione	31/12/2017
Risk free rate	2,77%
Market risk premium	5,08%
D/E	1,00
Beta unlevered	0,52
Beta levered	1,04
Risk Premium	5,28%
Liquidity Risk premium	2,0%
Merchant Risk premium	1,5%
Construction/Financial risk	0,5%
Ke	12,05%
Kd (IRS)	1,4%
Spread	2,0%
AVG Kd Pre tax	3,38%
Aliquota IRES / IS	24,0%
Kd after Tax	2,57%
D/D+E	50%
E/D+E	50%
WACC	7,31%

Fonte: Elaborazioni PwC su dati forniti da un Data Provider

5.2 Curva del prezzo dell'energia



5.3 *Proiezioni 2018 – 2042 SPV*

OMISSIS

5.4 Calcoli UDCF

OMISSIS