

DOTT. MICHELE IULIANO

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

DEL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO

DELLE SOCIETÀ MONSSON OPERATION LTD. IRELAND



Sommario

1	Oggetto dell'incarico e finalità della valutazione	4
2	Oggetto e data di riferimento della stima	7
3	Documentazione	9
4	Limitazioni e ipotesi	9
5	Il contesto di riferimento	11
5.1	Premessa	11
5.2	Descrizione dei beni oggetto di conferimento, la target: Monsson.....	12
6	La stima del valore economico	19
6.1	Individuazione dei metodi di valutazione.....	19
6.2	Discounted cash flow.....	22
6.3	Metodi di controllo.....	26
7	Conclusioni	27



Indice delle figure

Figura 1 – Struttura del gruppo PLC: focus Monsson.....	13
Figura 2 – Monsson: revenues breakdown '17 and global presence	14
Figura 2 – Piano industriale 2019 – 2023 financial statement.....	14
Figura 4 – Piano industriale 2019 – 2023 balance sheet.....	15
Figura 5 – 1Q '19 NI.P	17
Figura 6 – 1Q '19 financial statement	17
Figura 7 – 1Q '19 balance sheet	18
Figura 7 – Renewable Electricity capacity growth by technology until: worldwide.....	21
Figura 8 – Renewable Electricity capacity growth by technology until: Europe	21
Figura 10 – Cash flow to be discounted.....	22

1 Oggetto dell'incarico e finalità della valutazione

In data 15 ottobre 2018, nell'ambito di una procedura competitiva, il gruppo Monsson (il "Gruppo Monsson"), realtà internazionale di primo piano nel mercato delle energie rinnovabili, accettava l'offerta vincolante ("Offerta") formulata dalla PLC S.p.A. ("PLC") avente ad oggetto l'acquisto di una partecipazione di maggioranza pari al 51% del capitale sociale (la "Partecipazione") della società Monsson Operation Ltd. Ireland ("Monsson Ireland" o la "Target") con companies registration office n° 592867 e sede al n° 9 Exchange place, IFSC, Dublin 1, Ireland.

Monsson Ireland è una holding di diritto Irlandese che controlla società attive nei servizi di asset management e operation and maintenance (O&M) per parchi eolici e impianti fotovoltaici.

Tale Offerta – oggetto di contrattualizzazione in data 9 novembre 2018 - prevedeva, tra l'altro:

- che il prezzo di acquisto della Partecipazione fosse calcolato sulla base di una formula che tenesse conto dell'Enterprise Value di Monsson Ireland al netto dell'indebitamento finanziario esistente al closing;
- un meccanismo di earn-out correlato al potenziale EBITDA per gli esercizi 2018, 2019;
- la possibilità per gli azionisti di esercitare un'opzione put avente ad oggetto la residua partecipazione del 49% nella Target da esercitarsi a partire dal 31 luglio 2019 e sino alla corresponsione dell'ultima tranche del Prezzo;
- la possibilità per PLC di esercitare un'opzione call volta ad attribuirle il diritto di acquistare (e il conseguente obbligo degli azionisti di vendere) la partecipazione di minoranza del 49% della Target per un periodo di tempo pari a 12 mesi a partire dal pagamento dell'ultima tranche del Prezzo.

Gli Azionisti di Minoranza della Monsson hanno chiesto di anticipare l'esercizio dell'Opzione Put rispetto alla data del 31 luglio 2019 prevista in Contratto e PLC, in data 30 maggio 2019, g, ha acconsentito a tale richiesta. Conformemente a quanto previsto dal Contratto del 9 novembre 2018, è stata avviata la definizione in buona fede tra le parti – da completarsi entro tre mesi dall'esercizio dell'opzione put - dei termini e condizioni di esercizio dell'opzione put, che potranno fra l'altro prevedere il conferimento del 49% di Monsson Ireland in PLC a fronte dell'assegnazione agli Azionisti di Minoranza di nuove azioni della PLC nell'ambito di un aumento di capitale in natura che dovrà essere oggetto di approvazione da parte dell'assemblea dei soci.



Tutto ciò premesso, alla data di redazione della presente relazione di stima, gli azionisti della Monsson, all'esito delle prescritte deliberazioni ed autorizzazioni, potranno ricevere azioni di nuova emissione della PLC in cambio del 49% di Monsson Ireland conseguente all'esercizio dell'opzione put.

Siamo, inoltre, stati informati delle trattative in corso in ordine alla possibile conversione in azioni di nuova emissione della PLC – in luogo del cash settlement contrattualmente convenuto - del residuo credito (o quota parte) riveniente al venditore dalla cessione del 51% e pari al prezzo stabilito come innanzi illustrato forfettizzando, in via negoziale, le componenti di price adjustment ed earn out di cui all'art. 3 del share purchase agreement del 9 novembre 2018 al netto della tranche già corrisposta al closing (pari ad Euro 1.544.000).

In questo contesto, è stato conferito il presente incarico professionale, in data 13 giugno 2019, al Dott. Michele Iuliano, Iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti di Vallo della Lucania al n° 248/A e all'Albo dei Revisori Ufficiali dei Conti presso il Ministero di Grazia e Giustizia al numero 158363, G.U. del 16 aprile 2010, per redigere la relazione di stima prevista dall'art. 2343 ter comma 2 lettera b) c.c. del valore di conferimento (i) della partecipazione del 49% nella Monsson Operation Ltd. Ireland con sede al n° 9 Exchange place, IFSC, Dublin 1, Ireland nonché (ii) del residuo credito pecuniario (o quota parte) vantato dai soci venditori a seguito della cessione del 51% di Monsson Operation Ltd. Ireland e pari al prezzo stabilito come innanzi illustrato forfettizzando, in via negoziale (in fieri), le componenti di price adjustment ed earn out di cui all'art. 3 del share purchase agreement del 9 novembre 2018 al netto della tranche già corrisposta al closing (pari ad Euro 1.544.000); tale ultima componente sarà oggetto di aumento di capitale in denaro mediante compensazione.

Su questo ultimo aspetto, giova richiamare la **Massima n. 125/2013 del Consiglio Notarile di Milano** secondo cui *“L’obbligo di conferimento di denaro in esecuzione di un aumento di capitale di s.p.a. o s.r.l. può essere estinto mediante compensazione di un credito vantato dal sottoscrittore verso la società, anche in mancanza di espressa disposizione della deliberazione di aumento. Tale compensazione, qualora sia legale e abbia quindi a oggetto debiti certi, liquidi ed esigibili ai sensi dell’art. 1243 c.c., non richiede il consenso della società, nemmeno nel momento in cui viene eseguita la sottoscrizione. Qualora il sottoscrittore intenda invece avvalersi, a tali fini, di un credito certo e liquido, ma non esigibile, la compensazione richiede il consenso della società ai sensi dell’art. 1252 c.c. La compensazione tra il debito per il conferimento in denaro e un credito vantato dal sottoscrittore nei confronti della società può avere luogo, secondo quanto sopra esposto, anche qualora tale credito sia sorto da una prestazione di natura non finanziaria (ad esempio, la vendita di un bene alla società). In tal caso - allorché ricorra sostanziale contestualità e corrispondenza tra la prestazione eseguita a favore della società e l’aumento di capitale sottoscritto dal*

creditore, ovvero quando risulti che le due operazioni sono tra loro preordinate - si reputa che la sussistenza di una relazione di stima eseguita nel rispetto delle disposizioni di cui agli artt. 2343, 2343 ter o 2465 c.c. costituisca elemento idoneo ad assicurare l'osservanza dei principi che presiedono alla corretta formazione del capitale sociale".

Pur, nel caso di specie, non ricorrendo sostanziale contestualità e corrispondenza tra la prestazione eseguita a favore della società (cessione del 51% della Monsson) e l'aumento di capitale che potrà essere sottoscritto dal creditore né risultando preordinazione fra le due operazioni, si reputa prudenzialmente opportuno, a presidio del processo di corretta formazione del capitale sociale, sottoporre a stima eseguita nel rispetto delle disposizioni di cui all'art. 2343 ter il valore economico sottostante la ragione del credito che, in ottica "look through", coincide con una corrispondente frazione del valore del capitale economico della Monsson stessa.

Ciò premesso, la presente stima riguarda il valore del capitale economico della Monsson e 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 della società target e quindi della partecipazione oggetto di conferimento e del credito pecuniario riveniente dalla pregressa cessione 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 (Piano industriale della Monsson e dati contabili non soggetti a revisione legale), su stime del valutatore 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 essendo peraltro iscritto da circa dieci anni all'Ordine dei Dottori Commercialisti e all'Albo dei Revisori Ufficiali dei Conti presso il Ministero di Grazia e Giustizia.



2 Oggetto e data di riferimento della stima

L'oggetto della stima è il capitale economico alla data del 31 marzo 2019 della Monsson Operation Ltd. Ireland ("Monsson Ireland" o la "Target") con companies registration office n° 592867 e sede al n° 9 Exchange place, IFSC, Dublin 1, Ireland.

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 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 2019 – 2023.

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 2017 e 2018;
2. bilanci provvisori al 31 marzo 2019: alla data di redazione della stima non sono disponibili provvisori più aggiornati e comunque il Management conferma l'attualità delle risultanze previste nel piano industriale;
3. share purchase agreement del 9 novembre 2018;
4. piano strategico-industriale 2019-2023;
5. ulteriori informazioni di carattere gestionale e finanziario rilevanti ai fini dell'espletamento dell'incarico, fornite dal Management;
6. Investment research (Initiation of coverage), Banca Akros – 28 maggio 2019;
7. 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;
8. 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 Monsson e delle risultanze economico finanziarie storiche e prospettiche desunte dal piano economico finanziario predisposto dalla società per il periodo 2019 – 2023; si segnala che il piano esprime un Ebitda Margin di circa il 17% in arco di piano, superiore a quello dei peers ($\approx 10\%$) ed a quello della PLC ($\approx 14\%$). A giudizio del Management, la maggiore redditività è sostenuta dai minori costi del personale;
- Il valore economico del capitale azionario è determinato in una prospettiva di *going concern* e considerando le condizioni operative previste nel Piano industriale 2019 – 2023;
- 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 e dalla Monsson 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 target. L'analisi, in ogni caso, 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 31.03.2019 redatta dal Management e dallo stesso ritenuta attuale;
- La Monsson è stata esaminata presupponendo condizioni normali di funzionamento e sulla base dei dati economici previsionali contenuti nel Piano industriale redatto dal Management, considerato analiticamente sino al 2023; 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 Monsson o della PLC;
- Il presente Rapporto non esprime alcun giudizio circa la PLC 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

Conseguentemente al buon esito delle negoziazioni in corso, come compiutamente rappresentate nel § 1, la PLC potrebbe dover sottoporre alla propria assemblea ordinaria:

1. un aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4 primo periodo cod. civ. da eseguirsi in forma inscindibile mediante emissione di azioni ordinarie aventi godimento regolare, riservato in sottoscrizione a Mr. Emanuel Muntmark, Mr. Sebastian-Petre Enache, Mrs. Ana-Mihaela Aldea, Mr. Catalin Mrejeru, Mr. Ervin Semsedin e da liberarsi mediante conferimento delle partecipazioni rappresentanti il 49% del capitale sociale di Monsson Operation Ltd;
2. un aumento di capitale sociale a pagamento con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, cod. civ. da eseguirsi in forma inscindibile mediante emissione di azioni ordinarie aventi godimento regolare, riservato in sottoscrizione a Mr. Emanuel Muntmark, Mr. Sebastian-Petre Enache, Mrs. Ana-Mihaela Aldea, Mr. Catalin Mrejeru, Mr. Ervin Semsedin e da liberarsi mediante compensazione dei crediti residui vantati verso la Società e rivenienti dalla cessione del 51% del capitale di Monsson Operation Ltd.



I sopra-indicati Aumenti di Capitale consentiranno:

- di detenere anticipatamente il 100% del capitale sociale di Monsson Operation che rappresenta, come detto, un importante step nell'implementazione della strategia di espansione internazionale del Gruppo PLC, consolidando nel contempo la componente O&M fondamentale per generare ricavi e redditività ricorrente;
- di beneficiare dei vantaggi derivanti da una crescita dimensionale che contribuirà a rafforzare la posizione competitiva del Gruppo PLC e ad incrementarne la potenzialità in termini di valore per tutti gli azionisti, tenuto conto dell'incremento di visibilità e di attrattività dell'investimento anche sui mercati internazionali;
- di minimizzare l'impiego di risorse finanziarie connesse all'acquisizione del 100% di Monsson Operation che potranno essere destinate, tra l'altro, all'ulteriore implementazione degli obiettivi strategici;
- l'ingresso nel capitale della Società di nuovi soci con competenze industriali complementari a quelle di PLC e in grado di contribuire fattivamente al raggiungimento degli obiettivi strategici;
- accelerare il processo di integrazione con focusing sul business con un'unica strategia.

5.2 Descrizione dei beni oggetto di conferimento, la target: Monsson

Fondata nel 2007 per fornire asset management, manutenzione e servizi captive al Gruppo Monsson, la società è cresciuta rapidamente evolvendosi verso il modello ISP e diversificando la propria base di clienti (attualmente opera con oltre 200 clienti, rappresentati da aziende di produzione di energia, produttori di apparecchiature e altri O & M) e gamma di attività (installazione, manutenzione, servizi, spedizione e monitoraggio remoto, formazione) nonché intraprendendo un'aggressiva espansione internazionale (i



mercati chiave sono: Romania, Germania, Polonia, Svezia e Sud Africa). La società di avvale di 200 dipendenti.

Nel 2017, Monsson Ireland ha registrato ricavi per Euro 5,9 milioni con un EBITDA di ca. Euro 1,0 milioni e una posizione finanziaria netta negativa di Euro 1,96 milioni.

Nel 2018, ha registrato ricavi per Euro 7,6 milioni con un EBITDA di ca. Euro 0,7 milioni e una posizione finanziaria netta negativa di Euro 4,1 milioni.

Nel 1Q '19, ha registrato ricavi per Euro 2,0 milioni con un EBITDA di ca. Euro 0,05 milioni e una posizione finanziaria netta negativa di Euro 4,8 milioni.

Si riportano di seguito i KPI della società.

Figura 1 – Struttura del gruppo PLC: focus Monsson



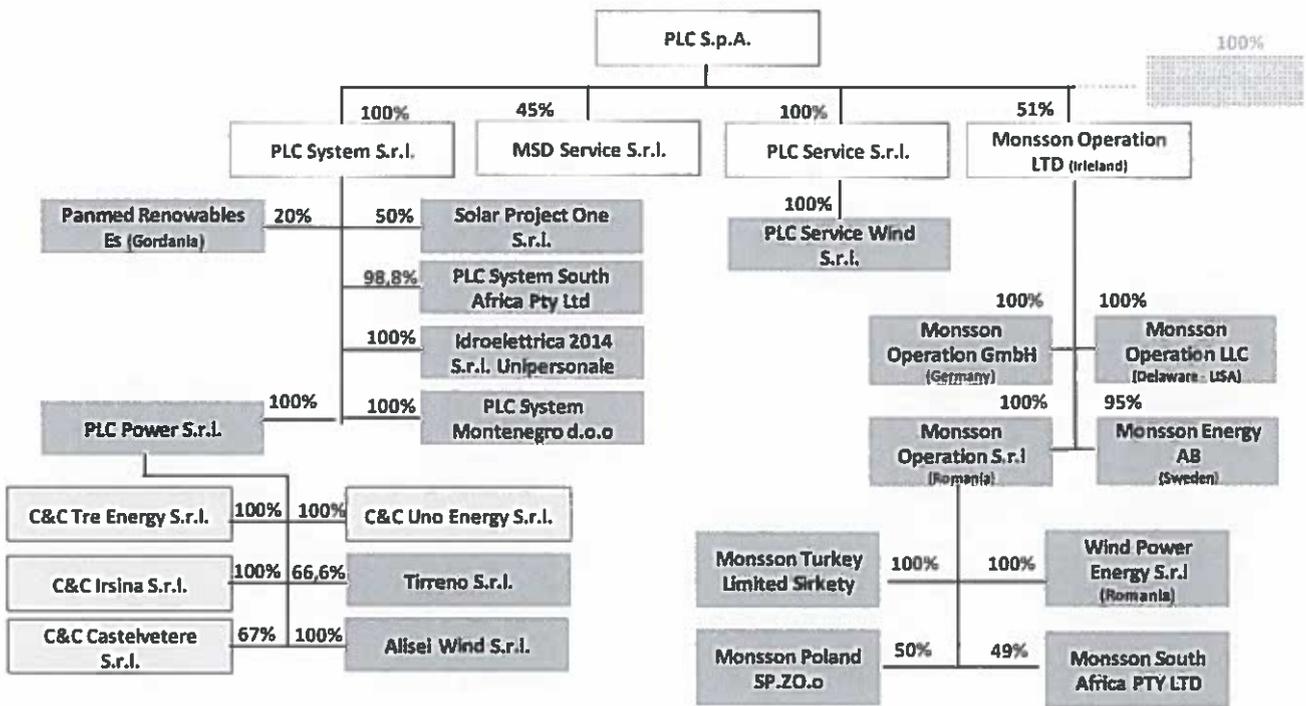


Figura 2 – Monsson: revenues breakdown '17 and global presence

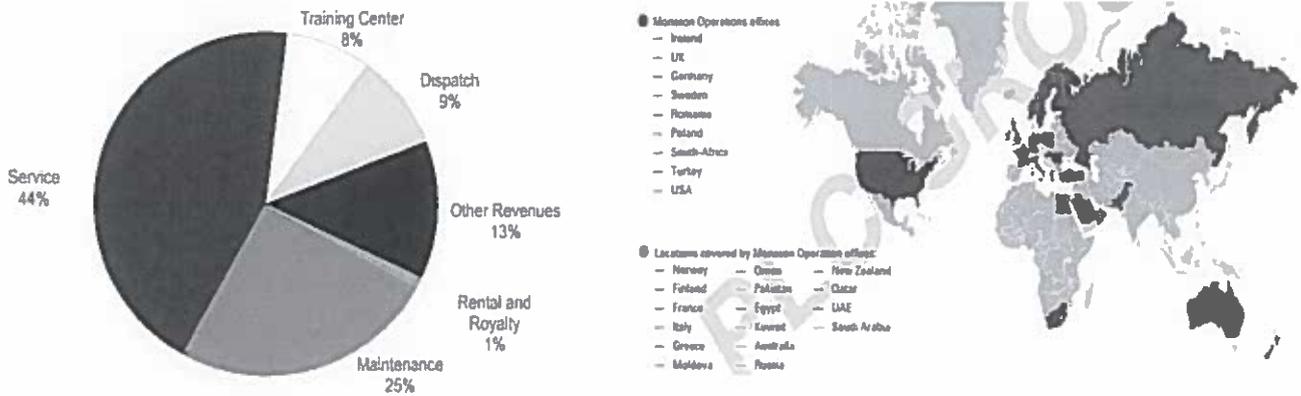


Figura 3 – Piano industriale 2019 – 2023 financial statement

31 Dec y/e, EUR	2019	2020	2021	2022	2023
Income Statement					
Total Operating Revenues	9.617.000	12.024.000	15.032.000	18.793.000	23.494.000
Services rendered	9.617.000	12.024.000	15.032.000	18.793.000	23.494.000
Operative Expenditures (OPEX)	8.036.408	10.017.905	12.491.917	15.587.619	19.489.652
Average gross salary	3.679.440	4.609.505	5.769.327	7.220.079	9.063.772
Consumables	223.540	273.660	333.480	406.590	494.760
Other operating expenses	4.133.428	5.134.740	6.389.110	7.960.950	9.931.120
EBITDA	1.580.592	2.006.095	2.540.083	3.205.381	4.004.348
% EBITDA Margin	16,4%	16,7%	16,9%	17,1%	17,0%
Depreciation, amortisation and impairment	304.675	323.928	345.622	370.121	397.849
EBIT	1.275.917	1.682.167	2.194.461	2.835.260	3.606.499
% EBIT Margin	13,3%	14,0%	14,6%	15,1%	15,4%
Total financial expenses/(revenues)	37.813	37.474	38.315	40.556	44.127
Foreign exchange losses/(gains)	-	-	-	-	-
Interest expenses	34.754	31.278	28.150	25.335	22.802
Interest (Income)	3.060	6.196	10.165	15.220	21.325
Other financial costs/(revenues)	-	-	-	-	-
EBT	1.238.104	1.644.693	2.156.146	2.794.704	3.562.372
% EBT Margin	12,9%	13,7%	14,3%	14,9%	15,2%
Income tax and other taxes	198.097	263.151	344.983	447.153	569.980
Implied tax rate	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Net Income	1.040.007	1.381.542	1.811.163	2.347.552	2.992.393
% Net Income Margin	10,8%	11,5%	12,0%	12,5%	12,7%

Figura 4 – Piano industriale 2019 – 2023 balance sheet

31 Dec y/e, EUR	2019	2020	2021	2022	2023
-----------------	------	------	------	------	------

Balance Sheet					
Non-current assets	3.377.236	3.314.158	3.263.111	3.226.391	3.206.724
PPE & Intangible	3.300.936	3.237.858	3.186.811	3.150.091	3.130.424
<i>Intangible assets</i>					
<i>Property, plant and equipment</i>					
Financial assets	76.300	76.300	76.300	76.300	76.300
Current assets	6.994.512	9.335.612	12.373.392	16.233.847	21.114.698
Cash & cash equivalents	611.941	1.239.103	2.033.005	3.044.082	4.264.973
Inventories	730.300	910.589	1.141.506	1.427.110	1.784.097
Trade receivables	4.487.245	5.595.010	7.013.857	8.768.721	10.962.185
Other receivables	1.108.965	1.521.008	2.097.395	2.884.378	3.966.485
Short term investments	-	-	-	-	-
Prepayments	56.062	69.903	87.629	109.554	136.959
Total assets	10.371.749	12.649.771	15.636.503	19.460.237	24.321.422
Current liabilities	4.785.220	5.744.256	6.976.127	8.502.980	10.371.771
ST interest bearing debt	69.507	62.556	56.301	50.671	-
Trade and other payables	4.715.713	5.681.699	6.919.826	8.452.309	10.371.771
<i>Trade payables</i>	<i>1.203.808</i>	<i>1.490.231</i>	<i>1.857.418</i>	<i>2.311.909</i>	<i>2.880.618</i>
<i>Other payables and accrued expenses</i>	<i>2.095.299</i>	<i>2.593.834</i>	<i>3.232.944</i>	<i>4.024.013</i>	<i>5.013.885</i>
<i>Shareholders/ associates - current accounts</i>	<i>667.300</i>	<i>667.300</i>	<i>667.300</i>	<i>667.300</i>	<i>667.300</i>
<i>Salaries and related payables</i>	<i>240.509</i>	<i>300.480</i>	<i>377.116</i>	<i>471.945</i>	<i>592.459</i>
<i>Advances from clients</i>	<i>289.352</i>	<i>358.198</i>	<i>446.456</i>	<i>555.699</i>	<i>692.397</i>
Other	219.444	271.657	338.592	421.442	525.113
<i>Provisions for pensions and similar obligations</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Tax provisions</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Other provisions</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Suppliers of non-current assets</i>	<i>184.696</i>	<i>228.641</i>	<i>284.977</i>	<i>354.708</i>	<i>441.963</i>
<i>VAT payable</i>	<i>34.748</i>	<i>43.016</i>	<i>53.614</i>	<i>66.733</i>	<i>83.149</i>
<i>Other debts payable to the Treasury</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Non-current liabilities	916.263	853.707	797.406	746.735	746.735
Revolver Credit Facility	0	0	0	0	0
LT bank loans	625.563	563.007	506.706	456.035	456.035
Finance lease liabilities	290.700	290.700	290.700	290.700	290.700

Total liabilities	5.701.483	6.597.962	7.773.533	9.249.715	11.118.507
Equity	4.670.266	6.051.808	7.862.971	10.210.522	13.202.915
Share capital	1.844.108	1.844.108	1.844.108	1.844.108	1.844.108
Legal reserves	189.100	189.100	189.100	189.100	189.100
Other reserves	146.200	146.200	146.200	146.200	146.200
Retained earnings	2.490.858	3.872.401	5.683.563	8.031.115	11.023.507
Total liabilities and equity	10.371.749	12.649.771	15.636.503	19.460.237	24.321.422

Figura 5 – 1Q '19 NFP

MONSSON GROUP - NET FINANCIAL POSITION	31.03.2019
Cash and cash equivalent	976.620
Current financial receivables	-
ICO Current financial receivables	2.824.020
Current financial payables	(470.416)
ICO Current financial payables	(2.822.989)
Current Net financial position	507.236
Non Current financial receivables	30.173
ICO Non Current financial receivables	852.964
Non current financial payables	(2.063.860)
ICO Non current financial payables	(4.123.941)
Non current Net financial position	(5.304.664)
NET FINANCIAL POSITION	(4.797.428)

Figura 6 – 1Q '19 financial statement

PROFIT AND LOSS	31.3.2019
Revenues	2.034.362
Other operating revenue	58.757
Raw Material	(107.835)
Service Costs	(887.316)

Personnel Costs	(947.329)
Other operating costs	(87.199)
Other Tax Expenses	(30.191)
EBITDA	33.249
Amortization and depreciation	(86.256)
EBIT	(53.008)
Financial Income / Expensed	(23.207)
Gain / Expenses on participation	-
Taxes	(1.724)
NET RESULT FROM CONTINUING OPERATION	(77.938)
Net result from discontinued operations	-
NET RESULT	(77.938)
Other Comprehensive Income	-
PROFIT & LOSS	(77.938)

Figura 7 – 1Q '19 balance sheet

BALANCE SHEET	31.3.2019
Tangible assets	3.157.697
Intangible assets	7.023
Investments (Participations)	141.389
Non current financial receivables	51.799
Other non current asset	-
NON CURRENT ASSETS	3.357.909
Stock and construction contracts assets	126.703
Trade receivables	3.023.772
Financial receivables	3.680.673
Other receivables	432.334
Cash and cash equivalents	942.032
Other current financial assets	-
CURRENT ASSETS	8.205.514
NON CURRENT ASSETS HELD FOR SALE AND DISCONTINUED OPERATIONS	-
TOTAL ASSETS	11.563.423
SHAREHOLDERS' EQUITY	64.868
Non current financial liabilities	(6.038.236)
Provision for contingencies	-
Post-employment benefit obligation	(5.382)
Deferred tax liabilities	-
NON CURRENT LIABILITIES	(6.043.619)

Current financial liabilities	(3.293.063)
Trade payables	(1.065.493)
Other liabilities / payables	(1.226.116)
CURRENT LIABILITIES	(5.584.672)
NON CURRENT LIABILITIES HELD FOR SALE AND DISCONTINUED OPERATIONS	-
TOTAL LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY	(11.563.424)

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 Monsson; la disposizione di legge intende evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti artificialmente

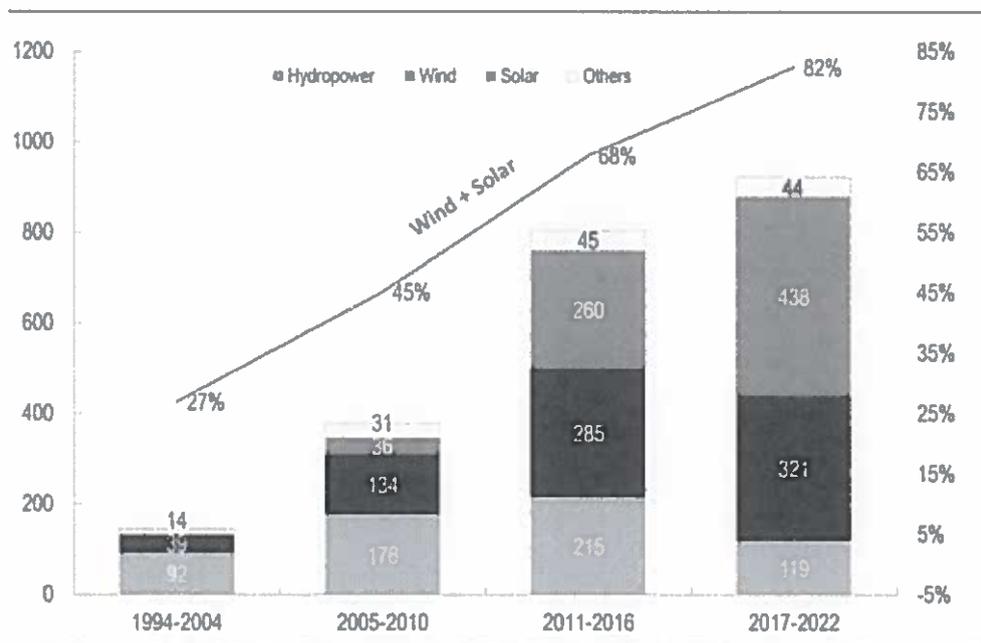


incrementato. La valutazione a fini di conferimento deve pertanto essere ispirata ad un generale principio di prudenza;

- il buon esito dell'operazione determinerebbe l'acquisizione del 100% della target da parte di PLC escludendo la necessità di fattorizzare premi/sconti inerenti pacchetti di maggioranza/minoranza;
- 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) pregresse significative discontinuità normative;
- non si dispone di un panel significativo di società e di transazioni comparabili - rispetto al business model ed al posizionamento della società - 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"; l'affidabilità delle proiezioni è rafforzata dalla circostanza che i flussi reddituali rivenienti dal core business (O&M per wind farms) sono stabili e adeguatamente prevedibili (cfr. Investment Research, "Greater O&M weight favours predictable business", Banca Akros, 28 maggio 2019) in un mercato globalmente in espansione,

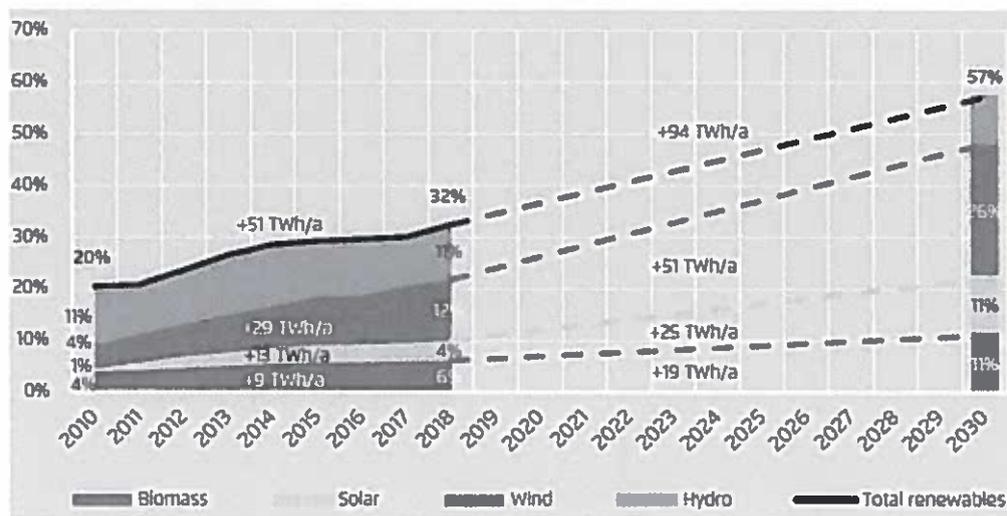


Figura 8 - Renewable Electricity capacity growth by technology until: worldwide



Source: Renewables 2017, IRENA

Figura 9 - Renewable Electricity capacity growth by technology until: Europe



Source: IRENA, "Renewables 2018 Global Status Report" - The European Policy Story 2018

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 (WACC) che assume una struttura finanziaria priva di leverage (full equity).

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 periodo 2019-2023;
- nella stima del saggio di sconto (WACC) si è assunta una struttura finanziaria priva di leverage e quindi senza considerare ipotesi di ottimizzazione circa l'eventuale capacità di indebitamento non sfruttata.

6.2 Discounted cash flow

Si riportano di seguito i financials della società nel periodo 2019-2023 ricavati dal Piano della società e dalla trimestrale (non soggetta a revisione legale) al 31.03.2019:

Figura 10 – Cash flow to be discounted

€Mil	1Q 2019 act	FY 2019 exp	FY 2020 exp	FY 2021 exp	FY 2022 exp	FY 2023 exp
Net financial position	-4,73	-4,23	-3,60	-2,81	-1,80	-0,58
cash flow to be discounted						7
EBITA	-0,05	1,28	1,68	2,19	2,84	3,61
Normative taxes (16%)	0,01	-0,20	-0,27	-0,35	-0,45	-0,58
Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (NOPLAT)	-0,04	1,07	1,41	1,84	2,38	3,03
Depreciation & other provisions	0,09	0,30	0,32	0,35	0,37	0,40
Gross Operating Cash Flow o Free Cash Flow from Operations (FCFO)	0,04	1,38	1,74	2,19	2,75	3,43

Capex	0,00	-0,23	-0,26	-0,29	-0,33	-0,38
Change in Net Working Capital	0,00	-0,53	-0,75	-1,01	-1,32	-1,74
Unlevered Free Cash Flow (UFCF)	0,04	0,61	0,73	0,89	1,10	1,31
<i>cash flow</i>		0,50	0,63	0,79	1,01	1,22

Source: Perizonia's estimate of the company's master plan projections

La stima del valore di mercato dell'equity (equity market value) della Monsson 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 (addendo/minuendo) - Posizione Finanziaria Netta alla data di riferimento;

TFR (minuendo) - Passività relativa al trattamento fine rapporto alla data di riferimento;

Assets (addendo) – assets non inerenti la gestione caratteristica;

Minorities (minuendo) – interessenze partecipative delle minoranze,

ponderati per:

illiquidity risk (IR), ossia lo sconto per mancanza di liquidità. Infatti, le evidenze empiriche concordano sull'esistenza di sconti di illiquidità: nel caso di specie, 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; per le operazioni estere gli sconti sono più consistenti, ma statisticamente meno significativi: 44-54% = nel caso di specie 28%;

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 (2019-2023) così come desunti dal Piano industriale della società;

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:

$$EV = \left(\sum_{t=31.3.2019}^{2023} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^{t-31.3.2019}} + \frac{1}{(1+WACC)^{2023-31.3.2019}} \times \frac{FCF_{TV} \times (1+g)}{(WACC-g)} \right)$$

dove:

EV = enterprise value

FCF_t = Unlevered Free Cash Flow nel periodo di previsione esplicita

FCF_{TV} = Unlevered Free Cash Flow del valore terminale assunto pari a quello del 2023 in ragione dell'assenza di ragionevolmente prevedibili discontinuità significative

t_{SEP} = numero di anni per i quali si effettua una stima analitica dei flussi

WACC (build up approach) = costo medio ponderato del capitale tramite la formula di Modigliani-Miller con imposte societarie = $Kd \times (1 - TAX RATE) \times \frac{D}{(D+E)} + Ke \times \frac{E}{(D+E)}$

D = capitale di debito = assunto prudenzialmente pari a zero

K_e = costo marginale del capitale proprio fondato sul *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) $\square r_f \square \beta * (r_m - r_f) + SRP = 9,8\%$ (su base Euro, fonte Damodaran – total costo of equity and capital western Europe, last update January '19 e nostre stime)

r_f = tasso risk-free, il tasso di rendimento dei titoli privi di rischio (Fonte: ESN Standards) $a = 3,5\%$

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 costo of equity and capital Western Europe, last update January '19) e quello delle attività prive di rischio, è stato assunto pari a 7,11%

β = coefficiente levered (tax rate 16%) adjusted (secondo la tecnica di Blume) espressivo del rischio sistematico non diversificabile del complesso aziendale oggetto di stima, calcolato per il settore Green & Renewable Energy (Fonte: Damodaran – total costo of equity and capital western Europe, last update January '19) = 0,88

SRP = rischio di esecuzione del piano (*specific risk premium*); tale indicatore si colloca ordinariamente in un range fra 0% e 2% = avuto riguardo al forte posizionamento sul segmento dell'O&M per wind farms da un lato e alla dipendenze finanziaria da PLC nonché all'elevato Ebitda Margin rispetto ai peers dall'altro, è stato preso il valore 1,2%

g = saggio di crescita degli FCF in perpetuo assunto pari al tasso di inflazione atteso nel 2023 per l'Europa rilevato dalle stime del Fondo Monetario Internazionale, World Economic Outlook Database, April 2019 = 1,985%

Sulla base della formula richiamata in precedenza e dei parametri di input utilizzati, l'Enterprise Value di Monsson al 31.03.2019 è stimabile in 14,4 milioni di Euro.

Sulla base della Posizione Finanziaria Netta (PFN o Net Financial Position) stimata dal Management, pari a - 4,8 milioni di Euro inclusiva del debito per il trattamento di fine rapporto (TFR), il valore di Monsson al 31.03.2019, in assenza di assets non inerenti la gestione caratteristica e minorities, è stimabile in misura pari a **5,66 milioni di Euro**¹, avendo applicato prudenzialmente uno sconto per mancanza di liquidità del 28%.

¹ Si consideri che analisi di *sensitivity* evidenziano come i risultati finali risentano in modo significativo delle variazioni dei parametri utilizzati (in particolare del WACC).



7.1 Metodi di controllo

Come metodiche di controllo, sono stati applicati due metodi di mercato ed in particolare:

- metodo dei multipli di mercato di società comparabili, nel contesto definito e con gli impliciti limiti di rappresentatività già oggetto di *disclosure* nel § 4², individuando un panel di società quotate (3) nel loro complesso ritenute comparabili anche dalla Monsson ed applicando un moltiplicatore degli utili lordi *asset side* - EV/EBITDA - per neutralizzare le refluenze delle politiche finanziarie e fiscali. Sono state individuate 3 peers: Siemens Gamesa Renewable 8,9x, Vestas Wind Systems 8,6x, Falck Renewables 9,5x. È stato quindi preso a riferimento il multiplo **EV/EBITDA '19 mediano 8,9x**, peraltro molto prossimo a quello risultante dalle transazioni comparabili individuate (i.e. 8,6x);
- transazioni comparabili, che determina il valore del capitale della società 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. Sono state individuate due transazioni comparabili (**EV/EBITDA medio 8,6x**): 2016 acquisizione di Availon da parte di Vestas con EV/EBITDA 10x e 2018 acquisizione di Energy Team da parte di Falk Renewables con EV/EBITDA 7,2x.

Considerando i financials riportati nel § 6.2, il multiplo risultante dai peers (8,9x) ed applicando uno sconto per mancanza di liquidità del 28% si arriva ad un valore del capitale economico di **5,9 milioni di Euro**, sostanzialmente allineato - scarto trascurabile del 4% - al risultato ottenuto dal metodo principale. Per quanto possa occorrere, si evidenzia che anche una più prudentiale fattorizzazione del multiplo minimo dei peers (8,6x coincidente a quello risultante dalle transazioni comparabili individuate) comunque condurrebbe ad un market value di 5,6 milioni di Euro, a conforto delle risultanze del metodo principale (scarto - 2%).

² I peers individuati hanno un business model più ampio della target; i diretti comparables (focalizzati sull'O&M) sono tipicamente di piccole dimensioni e non quotati.

8 Conclusioni.

Le tecniche valutative applicate nei §§ 6.2 e 7.1, date le premesse di cui ai §§ 1, 0, 3, 4, 5.1, 5.2 e 6.1, hanno portato a definire valori del capitale economico della Monsson significativi e ragionevoli, che tuttavia non tengono conto di eventuali – e concretamente rilevanti - prospettive più prettamente negoziali. L'elevata prossimità (scarto del 4%) fra il valore risultante dal criterio analitico reddituale (DCF) e quello risultante dal criterio di mercato conferma la coerenza della valutazione.

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 economico complessivamente attribuibile alla Monsson possa essere ragionevolmente stimato, alla data di riferimento del 31.03.2019, in **Euro 5,66 milioni**, in accordo alle risultanze puntuali della metodica valutativa principale adottata.

Milano, 28 giugno 2019

Dott. Michele Iuliano

