
Fri-El Green Power S.p.A.

**VALUTAZIONE AI SENSI DELL'ART. 2343-
TER, SECONDO COMMA, LETT. B) DEL CODICE
CIVILE DELLE QUOTE DEL CAPITALE SOCIALE
DI FRI-EL GUARDIONARA S.R.L., FRI-EL ANZI
HOLDING S.R.L. E DI ANDROMEDA WIND
S.R.L. DETENUTE DA FRI-EL GREEN POWER,
OGGETTO DI CONFERIMENTO IN ALERION
CLEAN POWER S.P.A..**

13 novembre 2020

Spettabile

Fri-el Green Power S.p.A.
Piazza della Rotonda, 2
00186 Roma (RM)

Con riferimento alla nostra lettera di incarico datata 08 ottobre 2020, presentiamo la relazione di stima del Valore Economico del conferimento in natura in Alerion Clean Power S.p.A. relativo alle partecipazioni di minoranza in 3 società che detengono parchi eolici già operativi: Fri-el Guardionara S.r.l., Fri-el Anzi Holding S.r.l. (che possiede una quota pari al 100% del capitale sociale di Fri-el Anzi S.r.l.) e Andromeda Wind S.r.l. (Fri-el Guardionara S.r.l., Fri-el Anzi S.r.l. e Andromeda Wind S.r.l. di seguito le “SPV”), detenute da Fri-el Green Power S.p.A. 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	7
1.7 Lavoro svolto	8
1.8 Restrizioni all’uso della presente Relazione di Stima	8
2. Profilo delle SPV	10
2.1 Oggetto del conferimento	10
2.2 SPV: Dati economico - patrimoniali	11
2.3 Dati Previsionali delle SPV	12
2.4 Introduzione	16
2.5 Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow)	17
2.6 Metodo reddituale	19
2.7 Metodi patrimoniali	20
2.8 Il metodo misto patrimoniale – reddituale	21
2.9 Il metodo dei multipli di mercato	22
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)	26
3.4 Determinazione del valore della quota del Capitale Sociale delle Partecipazioni detenuta da FGP attraverso l’applicazione del metodo UDCF ai Flussi di Cassa	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 Curve del prezzo dell’energia	33
5.3 Proiezioni SPVs	34
5.4 Calcoli UDCF	37

1 . Introduzione

1.1 Premesse, oggetto del lavoro e termini dell’Incarico

Ci avete informato che la Vostra Società, Fri-el Green Power S.p.A. (“FGP”), ha intenzione di conferire la quote di minoranza possedute rappresentative del 35,71482% di Fri-el Guardionara S.r.l., 35,71482% di Fri-el Anzi Holding S.r.l. e 35,71482% di Andromeda Wind S.r.l. (le “Partecipazioni”) in Alerion Clean Power S.p.A. (“Alerion”), a seguito dell’aumento di capitale promosso da Alerion.

In tale contesto ci è stato chiesto di svolgere la valutazione della quota del Capitale Sociale delle Partecipazioni oggetto di conferimento in Alerion da parte di FGP 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 delle SPV detenuta da FGP (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 30 giugno 2020 (la "Data di Riferimento"), corrispondente alla data della più recente situazione economico – patrimoniale per le partecipazioni e le SPV, e di conseguenza a tale data sono stati sviluppati gli elementi di base del processo valutativo.

1.5 Documentazione e fonti utilizzate

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

- Bilancio di Fri-el Guardionara S.r.l. al 31 dicembre 2019 e bilancio di verifica al 30 giugno 2020;
- Bilancio di Fri-el Anzi Holding S.r.l. al 31 dicembre 2019 e bilancio di verifica al 30 giugno 2020;
- Bilancio di Fri-el Anzi S.r.l. al 31 dicembre 2019 e bilancio di verifica al 30 giugno 2020;

- Bilancio di Andromeda Wind S.r.l. al 31 dicembre 2019 e bilancio di verifica al 30 giugno 2020;
- Business Plan (“BP” o “Proiezioni”) di Fri-el Guardionara S.r.l, Fri-el Anzi S.r.l e Andromeda Wind S.r.l. contenenti: Stato Patrimoniale, Conto Economico e Cash Flow;
- Report di Due Diligence tecnica di Fri-el Guardionara S.r.l, Fri-el Anzi S.r.l e Andromeda Wind S.r.l redatti dal consulente EOS Consulting S.p.A. datati novembre 2020;
- Copia dei contratti di finanziamento di Fri-el Guardionara S.r.l, Fri-el Anzi S.r.l e Andromeda Wind S.r.l;
- Copia dei contratti di *operation and maintenance* (“O&M”) di Fri-el Guardionara S.r.l, Fri-el Anzi S.r.l e Andromeda Wind S.r.l;
- Impairment test del Gruppo Alerion Clean Power datati giugno 2020;
- Autorizzazione Unica per la costruzione e l’esercizio di un impianto eolico rilasciata a Fri-el Guardionara S.r.l. dall’assessorato dell’industria della Regione Sardegna;
- Autorizzazione Unica per la costruzione e l’esercizio di un impianto eolico rilasciata a Fri-El Anzi S.r.l. dalla Regione Basilicata;
- Autorizzazione Unica per la costruzione e l’esercizio di un impianto eolico rilasciata a Andromeda Wind S.r.l. dalla Regione Molise;

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

Al fine di analizzare e discutere i dati e le informazioni ricevute, sono stati svolti colloqui con il Management.

La Relazione contiene ulteriori informazioni ottenute o estrapolate da una pluralità di fonti terze, come riportato nel corpo della stessa. Non abbiamo verificato l’affidabilità di tali fonti o la correttezza delle informazioni fornite, pertanto non si rilascia alcun tipo di garanzia (espressa o implicita) ad alcun soggetto in merito alla completezza ed accuratezza dei dati e delle informazioni ricavati da dette fonti.

Infine PwC ha ottenuto, prima dell’emissione della Relazione, una conferma scritta in merito alla completezza ed esaustività delle informazioni fornite dal Management e contenute nella

Relazione. PwC, inoltre, ha ottenuto un'attestazione che, per quanto a conoscenza del Management, alla data della presente Relazione non sono maturate situazioni modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi, tali da modificare le considerazioni svolte sui valori di riferimento.

1.6 Ipotesi e limitazioni

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

- l'analisi è basata sulle informazioni fornite dal Management nel corso del lavoro. La responsabilità sulla qualità, correttezza e completezza dei dati e delle informazioni in essi contenuti compete esclusivamente al Management;
- abbiamo ottenuto – fra l'altro - la conferma dal Management ed abbiamo pertanto assunto che i Business Plan non sono stati oggetto di approvazione da parte dei Consigli di Amministrazione delle Partecipazioni e/o di FGP ma rappresentano la migliore e più aggiornata stima delle prospettive economiche, patrimoniali e finanziarie delle Partecipazioni alla data odierna, anche tenuto conto degli effetti ragionevolmente prevedibili del COVID-19. Sottolineiamo che non abbiamo svolto un'analisi indipendente dei possibili impatti del COVID - 19 sui risultati futuri delle Partecipazioni;
- l'Incarico non ha previsto lo svolgimento di verifiche ed accertamenti circa l'eventuale esistenza di passività di alcuna natura connesse a problematiche non riportate nei bilanci delle Partecipazioni;
- lo svolgimento dell'Incarico non determina alcun coinvolgimento di PwC nella gestione e nell'attività delle partecipazioni e delle SPV, di FGP né nelle decisioni aziendali in merito alla fattibilità o convenienza del Conferimento;
- 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 delle 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:

- analisi dei BP 2020-2060 delle SPV e del contesto di riferimento;
- effettuazione di alcune rettifiche ai fini valutativi dei BP;
- 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 le 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 delle SPV predisposti dal Management;
 - analisi delle attività e passività incluse nelle situazioni patrimoniali al 30 giugno 2020 delle SPV/Partecipazioni;
 - 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 delle Partecipazioni oggetto di conferimento in Alerion da parte di FGP.

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 delle SPV

2.1 Oggetto del conferimento

Le Partecipazioni oggetto del conferimento detengono 3 parchi eolici, con una potenza complessiva di 66,65 MW. Di seguito le principali caratteristiche:

1) Fri-el Guardionara S.r.l.

- Il progetto ha previsto l'installazione di 29 aerogeneratori Vestas V52 da 850kW per una potenza installata complessiva pari a 24,65 MW;
- Il parco eolico si trova in Sardegna, nei comuni di San Basilio, Donigala e Goni, nella provincia di Cagliari;
- Gli impianti hanno ottenuto la concessione edilizia definitiva per l'installazione degli aerogeneratori in data 25 marzo 2004;
- L'impianto è entrato in esercizio il 23 aprile 2010 (Commercial Operating Date ovvero COD);
- L'impianto gode di un incentivo (GRIN – ex. IAFR) relativo al periodo giugno 2010 – giugno 2025.

2) Fri-el Anzi S.r.l.

- Il progetto ha previsto l'installazione di 8 aerogeneratori Vestas V90 da 2,0MW per una potenza installata complessiva pari a 16,0MW;
- Il parco eolico si trova in Basilicata, più precisamente tra i comuni di Anzi e Brindisi Montagna, in provincia di Potenza;
- L'impianto ha ottenuto l'Autorizzazione Unica definitiva per l'installazione degli aerogeneratori in data 08 ottobre 2010;
- L'impianto è entrato in esercizio il 07 luglio 2011 (Commercial Operating Date ovvero COD);
- L'impianto gode di un incentivo (GRIN – ex. IAFR) relativo al periodo agosto 2011 – agosto 2026.

3) Andromeda Wind S.r.l.

- Il progetto ha previsto l'installazione di 13 aerogeneratori Vestas V90 da 2,0MW per una potenza installata complessiva pari a 26,0MW;
- Il parco eolico si trova in Molise, più precisamente tra i comuni di Ururi e Larino, in provincia di Campobasso;
- L'impianto ha ottenuto l'Autorizzazione Unica definitiva per l'installazione degli aerogeneratori in data 03 aprile 2008;

- L’impianto è entrato in esercizio il 23 ottobre 2010 (Commercial Operating Date ovvero COD);
- L’impianto gode di un incentivo (GRIN – ex. IAFR) relativo al periodo gennaio 2011 – gennaio 2026.

2.2 SPV: Dati economico - patrimoniali

Si riportano di seguito i conti economici delle SPV al 31 dicembre 2019 e gli stati patrimoniali al 30 giugno 2020.

Income Statement	Fri-el Guardionara	Fri-el Anzi	Andromeda Wind
Values in \$/000	2019	2019	2019
Revenues energy	2.225	1.589	2.373
Revenues incentives	4.301	3.167	4.803
Revenues from grants and subsidies	-	115	-
Other revenues	199	36	134
REVENUES	6.725	4.907	7.311
Supplies	(13)	(19)	(26)
Maintenance	(433)	(329)	(487)
Insurance	(110)	(56)	(134)
Services	(75)	(52)	(91)
Administrative expenses	(142)	(157)	(138)
Personnel expenditure	(101)	-	-
Rent and lease charges	(200)	(128)	(303)
Other expenses	(75)	(47)	(196)
Charges to provisions / losses from receivables	(107)	(12)	(19)
OPERATING EXPENSES	(1.255)	(800)	(1.394)
EBITDA	5.470	4.106	5.917
Depreciation and amortization	(1.852)	(1.304)	(1.976)
EBIT	3.619	2.802	3.941
FINANCIAL EXPENSES	(411)	(236)	(586)
EBT	3.207	2.566	3.355
TAXES	(869)	(688)	(912)
NET RESULT	2.339	1.878	2.443

I ricavi sono principalmente relativi alla vendita dell’energia elettrica prodotta e dei relativi incentivi connessi. Relativamente alle OPEX invece, sono principalmente costituite dal contratto O&M degli impianti eolici (circa il 30% dei costi operativi). Le restanti OPEX sono principalmente attribuibili alle assicurazioni, i servizi di Asset Management, le spese amministrative e gli affitti dei terreni.

OMISSIS

Dall'analisi degli stati patrimoniali si evidenzia la natura di *asset company* delle SPV, caratterizzate da Capitali Investiti Netti rappresentati prevalentemente dagli impianti di produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili finanziati in *project finance*.

2.3 Dati Previsionali delle SPV

Le proiezioni economico-patrimoniali delle 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 ricevuto dal Management copre un periodo pari a 40 anni, dal gennaio 2020 al 31 dicembre 2060 (“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.

Si evidenzia inoltre che, ai fini valutativi, è stato considerato un Periodo di Piano ridotto, dal gennaio 2020 al dicembre 2040, pari a 29 anni, in linea con la data di scadenza delle relative concessioni con il GSE.

Ricavi

I ricavi operativi sono scindibili in due componenti: ricavi da incentivi e ricavi da vendita di energia.

– Feed- in Tariff

I ricavi da incentivo vengono regolati dal DM del 06 luglio 2012, il quale prevede che venga applicata una Feed-in Tariff (“FiT”) alla produzione netta annuale di energia al fine di individuare il valore della produzione incentivata.

In particolare, la FiT viene calcolata come di seguito riportato:

$$I_{\text{(for the year } i\text{)}} = k * (180 - Re_{\text{(for the year } i-1\text{)}}) * 0,78$$

dove I è la tariffa da applicare alla produzione, k è un coefficiente dipendente dalla fonte di energia rinnovabile (pari ad 1 per il *wind*), Re è il prezzo medio dell’energia per l’anno “i-1” definito dall’Autorità AEEG.

– Ricavi da vendita di energia

I ricavi sono stati stimati dal Management prendendo come riferimento le curve di prezzo di mercato dell’energia sulla base di dati previsionali predisposti da un data provider del settore. Si tratta di curve di prezzi "nominali", ovvero inclusive di effetti inflattivi. In particolare le curve di prezzo utilizzate come driver dei ricavi per le singole SPV sono le seguenti:

- Fri-el Guardionara S.r.l.: Zonal Onshore Wind Q3 2020 captured prices - Sardinia (Central Scenario - nominal)
- Fri-el Anzi S.r.l.: Zonal Onshore Wind Q3 2020 captured prices – South Italy (Central Scenario - nominal)

-
- Andromeda Wind S.r.l.: Zonal Onshore Wind Q3 2020 captured prices - South Italy (Central Scenario - nominal)

Per il dettaglio completo sulle curve del prezzo dell'energia si rimanda all'Allegato 5.2.

– **Producibilità impianti**

La producibilità degli impianti ed i rispettivi scenari di produzione sono stati stimati dal Management. Di seguito i dettagli per singola SPV oggetto del conferimento:

- Fri-el Guardionara S.r.l.: a partire dal 2021, 42.307 MWh, calcolati come prodotto tra le ore equivalenti di produzione (1.716) ed i MW installati (24,7);
- Fri-el Anzi S.r.l.: a partire dal 2021, 31.414 MWh calcolati come prodotto tra le ore equivalenti di produzione (1.963) ed i MW installati (16,0);
- Andromeda Wind S.r.l.: a partire dal 2021, 50.001 MWh calcolati come prodotto tra le ore equivalenti di produzione (1.923) ed i MW installati (26,0).

Costi operativi

Le principali voci di costo degli impianti eolico detenute dalle SPV sono relative a:

OMISSIS

OMISSIS

OMISSIS

Ammortamenti

I BP prevedono una aliquota di ammortamento degli impianti eolici pari al 5% (20 anni). Ai fini valutativi abbiamo provveduto a ricalcolare gli ammortamenti sulla base di una vita economico-tecnica pari complessivamente a 25 anni, in linea con le *policy* del gruppo FGP/Alerion.

Evoluzione delle principali voci patrimoniali

Capitale circolante

OMISSIS

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:

Ke = costo del capitale proprio;
E/(D+E) = percentuale del capitale proprio sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito);
Kd = costo del capitale di debito prima delle imposte;
tc = 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

K_e = 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 delle Partecipazioni detenuta da FGP 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.

A tal fine si è optato per le seguenti metodologie:

- *Unlevered Discounted Cash Flow* (UDCF) applicato ai Flussi di Cassa derivanti dal BP delle SPV quale metodologia principale;
- Metodo *patrimoniale semplice* per la sola partecipazione detenuta in Fri-El Anzi Holding, quale metodologia principale;
- Metodo dei *multipli delle transazioni*, quale metodologia di controllo per valutazione delle SPV.

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 delle Partecipazioni detenuta da FGP 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 delle SPV;
- Calcolo del tasso di attualizzazione – WACC;
- Determinazione del valore economico delle SPV;
- Determinazione del valore economico delle Partecipazioni;

- Determinazione del valore della quota di Capitale Sociale delle Partecipazioni oggetto di conferimento in Alerion da parte di FGP.

Di seguito si descrivono in sintesi le analisi svolte.

3.2.1 Calcolo dei flussi di cassa nel periodo di piano

Ai fini valutativi sono stati considerati due scenari che si differenziano in base all'ammontare delle capex straordinarie valorizzate al 25esimo anno di vita degli impianti. Nello scenario 1 sono state infatti considerate delle capex di ammontare pari ad € omissis/MW mentre nello scenario 2 sono state valorizzate delle capex pari ad € omissis/MW.

Le principali assunzioni utilizzate ai fini del calcolo dei flussi di cassa delle 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 delle SPV relative ad un orizzonte temporale di 40 anni ovvero per il periodo 01/01/2020 - 31/12/2060. Ai fini della nostra analisi è stato considerato, per ogni SPV, un orizzonte temporale coerente con la durata delle rispettive concessioni con il GSE, pari a 29 anni. Relativamente le SPV Fri-el Guardionara e Andromeda Wind sono state pertanto considerate le proiezioni economico-finanziarie fino al 31/12/2039, mentre per Fri-el Anzi sono state considerate le proiezioni fino al 31/12/2040.
- *Ammortamenti degli impianti*: ricalcolati sulla base di una vita utile di 25 anni, in linea con la policy del gruppo FGP/Alerion;
- *Capex straordinarie di revamping*: Sono state valorizzate nel Piano delle capex straordinarie al 25esimo anno di vita degli impianti pari ad € omissis/MW (Scenario 1) e pari ad € omissis/MW (Scenario 2), in linea con la prassi valutativa ed il business di riferimento;
- *Capitale circolante netto*: la variazione di capitale circolante netto è stata ipotizzata pari a quella prevista da Piano al lordo delle poste tributarie;
- *Terminal Value*: in linea con il business di riferimento, l'unico flusso finanziario considerato dopo il periodo di previsione esplicita è quello legato alla vendita dei terreni di proprietà delle SPV;
- *Imposte figurative*: le imposte sono state ricalcolate sui flussi operativi *unlevered* applicando le aliquote fiscali societarie attualmente vigenti in Italia, pari a 24% ai fini

IRES e a 2,68% ai fini IRAP, in quanto le società hanno sede a Bolzano, in Trentino Alto Adige.

3.3 *Calcolo del tasso di attualizzazione (WACC)*

Al fine di attualizzare i flussi di cassa delle 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.

Nello specifico sono stati stimati 2 WACC, uno per il periodo in cui gli impianti risultano incentivati ed uno per il periodo successivo “*merchant*”, al fine di riflettere la diversità di rischio intrinseca nei due periodi.

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

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

- Risk Free Rate: media degli ultimi 24 mesi del tasso di rendimento lordo dei titoli di Stato italiani a 10 anni al 01 novembre 2020. Il valore stimato è pari a 1,75%;
- Market Risk Premium: considerato pari al 5,53% (Damodaran, media 24 mesi ottobre 2018 – ottobre 2020);
- Fattore Beta (β): definito in funzione di un gruppo di società comparabili;
- Merchant Risk: stimato in 200 punti base per il solo WACC relativo al periodo *merchant*, da considerare in aggiunta al tasso che rappresenta il costo dell’Equity (K_e). 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;
- Costo del debito: media degli ultimi 24 mesi del rendimento *dell’interest rate swap* (“IRS”) a 10 anni al 1 novembre 2020 e pari a 0,15%. Il costo del debito totale è stato calcolato considerando i) l’aliquota IRES pari a 24 ed ii) uno spread sull’IRS pari al 2,45% 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 55,96%.

Sulla base dei parametri elencati in precedenza, si è ottenuto un tasso di attualizzazione WACC pari al **4,32%** per il DCF applicato ai Flussi di Cassa del periodo incentivato e un WACC pari a **5,61%** per il DCF applicato ai Flussi del periodo *merchant*

3.4 Determinazione del valore della quota del Capitale Sociale delle Partecipazioni detenuta da FGP attraverso l'applicazione del metodo UDCF ai Flussi di Cassa

Per determinare il valore della quota del 100% del Capitale Sociale delle SPV alla Data di Riferimento, una volta determinato l'Enterprise Value ("EV") pari a € 84,3 milioni nello Scenario 1 e € 85,3 milioni nello Scenario 2, così suddiviso:

€/000	EV - Scenario 1	EV - Scenario 2
Fri-el Guardionara S.r.l.	25.889	26.300
Fri-el Anzi S.r.l.	23.102	23.355
Andromeda Wind S.r.l.	35.278	35.688
Totale	84.269	85.343

occorre considerare la Posizione Finanziaria Netta (PFN) alla medesima data, per un ammontare complessivo pari a circa € 23,8 milioni ripartito come segue:

- Fri-el Guardionara S.r.l.: € 6,5 milioni;
- Fri-el Anzi S.r.l.: € 6,0 milioni;
- Andromeda Wind S.r.l.: € 11,3 milioni;

Il valore del 100% del capitale sociale delle SPV risulta pertanto essere pari a € 60,6 milioni nello scenario 1 e € 61,6 milioni dello scenario 2.

€/000	Equity Value - Scenario 1	Equity Value - Scenario 2
Fri-el Guardionara S.r.l.	19.431	19.843
Fri-el Anzi S.r.l.	17.118	17.371
Andromeda Wind S.r.l.	24.001	24.411
Totale	60.551	61.625

Al fine di stimare l'equity value della sola partecipazione detenuta in Fri-el Anzi Holding S.r.l., abbiamo utilizzato il metodo patrimoniale, il quale si fonda sull'espressione a valori correnti dei singoli elementi attivi che compongono il capitale dell'azienda e

dell'aggiornamento degli elementi passivi, in quanto la società ha come unico asset rilevante la partecipazione detenuta in Fri-el Anzi S.r.l..

A tal fine abbiamo assunto come punto di partenza il patrimonio netto di bilancio di Fri-el Anzi Holding così come espresso dalla situazione patrimoniale contabile di riferimento al 30 giugno 2020 ed abbiamo rettificato il valore della partecipazione in Fri-el Anzi S.r.l. iscritta nell'attivo esprimendola al valore da noi determinato (al netto dell'effetto fiscale).

Il capitale sociale del 100% di Anzi Holding così stimato risulta pertanto essere pari ad € 17,0 milioni nello scenario 1 e €17,3 milioni nello scenario 2, come riportato nella seguente tabella:

OMISSIS

Il valore del 100% del capitale sociale delle Partecipazioni risulta pertanto essere pari a € 60,5 milioni nello scenario 1 e € 61,5 milioni nello scenario 2, così suddiviso:

€/000	Equity Value - Scenario 1	Equity Value - Scenario 2
Fri-el Guardionara S.r.l.	19.431	19.843
Fri-el Anzi Holding S.r.l.	17.040	17.290
Andromeda Wind S.r.l.	24.001	24.411
Totale	60.472	61.543

Al fine di individuare il **valore della quota di Capitale Sociale delle Partecipazioni oggetto di conferimento** vanno quindi considerate le quote oggetto di conferimento:

VALUATION RESULTS -Scenario 1			
€000	100% Equity value	quota oggetto di conferimento [%]	Equity value pro-quota
Fri-el Guardionara S.r.l.	19.431	35,71482%	6.940
Fri-el Anzi Holding S.r.l.	17.040	35,71482%	6.086
Andromeda Wind S.r.l.	24.001	35,71482%	8.572
Totale	60.472		21.598

VALUATION RESULTS -Scenario 2			
€000	100% Equity value	quota oggetto di conferimento [%]	Equity value pro-quota
Fri-el Guardionara S.r.l.	19.843	35,71482%	7.087
Fri-el Anzi Holding S.r.l.	17.290	35,71482%	6.175
Andromeda Wind S.r.l.	24.411	35,71482%	8.718
Totale	61.543		21.980

Sulla base delle metodologie valutative applicate (**UDCF** e **patrimoniale semplice**), nonché delle altre partite di natura finanziaria considerate, il valore della quota del Capitale Sociale delle Partecipazioni oggetto di conferimento in Alerion da parte di FGP stimato **alla Data di Riferimento risulta cadere all'interno dell' intervallo € 21,6 milioni - €22,0 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.

La tabella seguente riporta i valori di EV e del multiplo implicito EV/MW per le 3 SPV nei due scenari considerati:

Scenario 1

	Enterprise Value (€M)	MW	EV/MW
Fri-el Guardionara S.r.l.	25,9	24,7	1,05
Fri-el Anzi S.r.l.	23,1	16,0	1,44
Andromeda Wind S.r.l.	35,3	26,0	1,36
Media			1,28

Scenario 2

	Enterprise Value (€M)	MW	EV/MW
Fri-el Guardionara S.r.l.	26,3	24,7	1,07
Fri-el Anzi S.r.l.	23,4	16,0	1,46
Andromeda Wind S.r.l.	35,7	26,0	1,37
Media			1,30

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

DATE	TARGET	COUNTRY	QUOTA			
			ACQUISITA	EV	MW	EV / MW
Oct-20	Sette società eoliche ex Veronagest	Italy	100%	360	301	1,2x
Apr-19	Minervino	Italy	50%	16	16	1,0x
Apr-19	Campidano	Italy	50%	43	35	1,2x
Dec-17	Windsol S.r.l.; Pescina Wind S.r.l.; Wind Turbines Engineering S.r.l.; Eolica Pietramontecorvi	Italy	100%	80	81	1,0x
Oct-17	Alerion Clean Power Spa	Italy	55%	174	148	1,2x
Jun-17	Società energie rinnovabili	Italy	n.a.	416	245	1,7x
Jun-17	Asja Ambiente Italia s.p.a. (29.7 MW Matera II wind farm)	Italy	100%	37	30	1,2x
Media						1,2x

Dall'analisi svolta si evincono le seguenti considerazioni:

- I valori del multiplo medio delle SPV (1,3 €mln), rientra all'interno dell'intervallo di valori minimo (1€mln) e massimo (1,7 €mln) del multiplo delle transazioni;
- Il valore del multiplo medio delle SPV (1,3 €mln) risulta coerente con il multiplo medio (1,2 €mln) delle transazioni comparabili sopra considerate.

Sulla base di quanto sopra, il multiplo implicito risultante dalla valutazione effettuata mediante la metodologia UDCF, risulta confermato dalle 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.

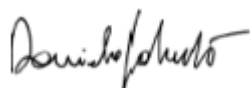
Fri-El Green Power S.p.A. ci ha informato che nell'ambito del processo di riorganizzazione del Gruppo Fri-el/Alerion, l'aumento di capitale dedicato verrà realizzato per effetto del conferimento in natura delle proprie quote di Capitale Sociale nelle società: Fri-el Guardionara S.r.l., Fri-el Anzi Holding S.r.l. e Andromeda Wind S.r.l. ("Partecipazioni") per complessivi € 21,14 milioni.

Sulla base del lavoro da noi svolto, illustrato nella Relazione di Stima, riteniamo che il valore economico della quota di Capitale Sociale delle SPV detenuta da Fri-El Green Power S.p.A. alla Data di Riferimento sia almeno pari al valore di €21,14 milioni, di cui:

- **€6,92 milioni relativi alla partecipazione pari al 35,71482% del capitale sociale di Fri-el Guardionara S.r.l.;**
- **€5,83 milioni relativi alla partecipazione pari al 35,71482% del capitale sociale di Fri-El Anzi Holding S.r.l.;**
- **€8,39 milioni relativi alla partecipazione pari al 35,71482% del capitale sociale di Andromeda Wind S.r.l.**

Roma, 13 novembre 2020

PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A.



Daniele Solaroli
(Associate Partner)



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 e la stima dei WACC.

Company	Enterprise Value	Index	Index ticker	Gearing (D/E)	Leverage (D/(D+E))	Beta levered adjusted	Tax rate	Beta unlevered	Credit rating	Credit spread
EDP Renováveis, S.A.	14,325	ENXTLS	IQ20246628	0,38	0,27	0,69	-	0,50	a	1,38%
Falck Renewables S.p.A.	2.025	BIT	IQ183805272	0,54	0,35	0,84	-	0,55	bbb	2,00%
Alerion Clean Power S.p.A.	703	BIT	IQ183805272	2,42	0,71	0,81	-	0,24	bbb-	2,50%
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	1.243	BDM	^IBEX	0,30	0,23	1,02	-	0,79	b-	6,60%
Brookfield Renewable Partners LP.	30.343	TSX	^GSPTSE	0,54	0,35	0,78	-	0,51	a	1,38%
Athena Investments A/S	50	CPSE	OMXC20CAP	-	-	n.a.	-	n.a.	bb+	3,00%
Albioma	1.810	ENXTPA	^FCHI	0,97	0,49	0,80	-	0,41	bbb	2,00%
Iberdrola, S.A.	104.342	BDM	^IBEX	0,59	0,37	0,68	-	0,42	a	1,38%
SSE plc	23.357	LSE	^FTSE	0,82	0,45	0,34	-	0,18	bbb+	1,78%
Average				0,73	0,36	0,74		0,45		2,45%

WACC	Incentivo	Merchant
Risk free rate	1,75%	1,75%
Equity market risk premium	5,53%	5,53%
Beta Unlevered	44,90%	44,90%
D/E	55,96%	55,96%
Beta Levered	70,03%	70,03%
Market Risk Premium	3,88%	3,88%
Merchant risk	0,00%	2,00%
Ke	5,62%	7,62%
Kd (IRS)	0,15%	0,15%
Estimated spread	2,45%	2,45%
Gross cost of debt	2,59%	2,59%
Corporate tax rate	24,00%	24,00%
Tax shield @ 24,0%	-0,59%	-0,59%
Kd after tax	2,00%	2,00%
D/(D+E)	35,88%	35,88%
E/(D+E)	64,12%	64,12%
WACC	4,32%	5,61%

Fonte:Elaborazione PwC su Data Provider

5.2 Curve del prezzo dell'energia

OMISSIS

5.3 Proiezioni SPVs

OMISSIS fino a pag. 36 inclusa

5.4 *Calcoli UDCF*

OMISSIS fino a pag. 39 inclusa