

# GEQUITY SPA

## STIMA del VALORE DI MERCATO della DIVISIONE «EDUCATION»

Valuation Report

Dicembre 2023



**Prof. Alessandro Gennaro**  
*Associato di Finanza Aziendale*  
*Università degli Studi "Guglielmo Marconi"*  
*Dottore Commercialista e Revisore Legale*

## DISCLAIMER

Il presente Valuation Report ( di seguito anche «il documento») è stato predisposto dal Dott. Alessandro Gennaro, Professore Associato di Finanza Aziendale presso l'Università degli studi «Guglielmo Marconi», iscritto alla sezione “A” dell'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Roma dal 03.05.2021 (iscrizione n. AA\_013306), iscritto al Registro dei Revisori Contabili con Gazzetta Ufficiale del 03.02.2012 (iscrizione n. 164946), con studio in Roma, in ottemperanza ad incarico formale conferito in data 1.12.2023 dal Presidente del Consiglio di Amministrazione della GEQUITY SpA (di seguito anche «la Società») per stimare il valore di mercato della propria Divisione “Education”.

Il presente documento costituisce quindi una relazione tecnica di stima che descrive infatti tutte le fasi del procedimento valutativo che il Sottoscritto ha espletato per giungere a determinare il valore di mercato della Divisione “Education” (di seguito anche “DE”), composta dalle società HRD TRAINING GROUP Srl e RR BRAND Srl, il cui capitale sociale è interamente posseduto da GEQUITY SpA

La presente stima si fonda sui documenti e sulle informazioni rese disponibili allo scrivente dalla Società. Lo scrivente, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività dei documenti, dati e informazioni messi a disposizione che, in ogni caso, sono stati attentamente esaminati dallo scrivente. Lo scrivente ha altresì ritenuto opportuno considerare, ove utile, i dati e le informazioni desumibili da banche dati, studi e analisi realizzate da autorevoli istituti di ricerca.

L'incarico non prevede lo svolgimento di alcuna procedura di revisione contabile o revisione limitata contabile dei dati e delle informazioni ricevute, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica.

La stima non tiene inoltre conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e imprevedibile ed è stata effettuata in condizioni “normali” di sfruttamento del compendio aziendale, avendo riferimento alle condizioni economiche e di mercato attuali.

**La presente stima non può essere utilizzata per finalità diverse da quelle che hanno motivato l'incarico che è stato affidato allo scrivente.**

Le conclusioni cui lo scrivente è pervenuto sono basate sul complesso delle valutazioni contenute nel presente documento e, pertanto, nessuna parte dello stesso potrà comunque essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento stesso.

# 1. OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

## La Divisione «Education»

HRDTG e RRB rappresentano congiuntamente la **Divisione Education** della **holding Gequity S.p.A.** («Gequity»), società di diritto italiano, quotata alla Borsa di Milano. Gequity Spa con sede a Milano è azionista unico di HRDTG e RRB.

### Profilo Societario:

- **HRD Training Group Srl (HRDTG o HRD)** con sede in Milano, Corso XXII Marzo 19 e P.IVA 04060000967 è attiva dal 1992 e progetta/realizza corsi ed eventi formativi di crescita personale, comportamentale, e coaching volti ad accrescere le «soft-skills» dei partecipanti attraverso tecniche di self-help, leadership personale e autorealizzazione. I corsi sono offerti a livelli crescenti di contenuti e costi, oltre a corsi personalizzati per specifiche categorie di clientela.  
HRDTG si rivolge ad una clientela Retail, alla quale offre un'ampia gamma di attività, corsi (sia in presenza che online) e prodotti editoriali.  
Corsi specifici vengono offerti anche per una clientela Corporate, con percorsi formativi studiati sulle reali esigenze del cliente.
- **RR Brand Srl (RRB)** ha sede in Milano, Corso XXII Marzo 19 e Partita IVA 10141470962. La società è proprietaria dei marchi delle attività svolte da HRDTG, ed i ricavi della società sono imputabili alle royalties infragruppo corrisposte da HRDTG.

### Profilo valutativo:

- In data 1 dicembre 2023 Gequity ha dato mandato al Prof. Alessandro Gennaro di redigere per conto del Consiglio di Amministrazione della Società, un Rapporto di Valutazione della Divisione Education, applicando le metodologie più accreditate della teoria della finanza aziendale.
- Sono stati analizzati vari criteri di valutazione per valutare il valore economico consolidato della divisione Education di Gequity.
- La data di valutazione è il 31 ottobre 2023.
- La stima del valore economico della Divisione Education di Gequity è stata effettuata utilizzando 2 criteri valutativi (analitico e comparativo), applicando 3 metodologie valutative (DCF, MULTIPLI, TRANSAZIONI COMPARABILI), considerando la prospettiva valutativa Asset side. Inoltre sono state effettuate analisi di sensitività variando i principali value driver.
- La valutazione si basa sulle ipotesi del piano industriale consolidato 2023 – 2028 della Divisione Education di Gequity predisposto dal Management della Società, tenuto inoltre conto che, in riferimento all'esercizio 2023, i valori al 31 ottobre sono dati «actual», mentre i valori di novembre e dicembre 2023 sono dati «forecast» stimati dalla Società.
- I dati storici analizzati si riferiscono agli anni dal 2021 al 31 ottobre 2023 sia per HRDTG che per RRB.

# INDEX

<b>01</b>	<b>OGGETTO DELLA VALUTAZIONE</b>
<b>02</b>	<b>MERCATO DI RIFERIMENTO</b>
<b>03</b>	<b>BUSINESS PLAN</b>
<b>04</b>	<b>VALUTAZIONE</b>
<b>05</b>	<b>RISULTATI DELLA VALUTAZIONE</b>
<b>06</b>	<b>ALLEGATI</b>

# OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

Valuation Report



# 1. OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

La Divisione «Education» è attiva nel settore Education offrendo corsi di formazione personale ad una clientela Retail e Corporate; opera attraverso la società HRD TRAINING GROUP, che a sua volta interagisce con la RR BRAND per la gestione dei marchi.

## Core Business

- **HRD opera in Italia dal 1992.** Progetta e realizza corsi ed eventi formativi nelle aree del comportamento, del coaching e della crescita personale, mirati ad accrescere le soft skills dei partecipanti, attraverso tecniche di self-help, leadership personale e autorealizzazione.
- Nel segmento di business in cui opera, HRD è riconosciuta come precursore e leader di mercato.

## Target Clients

- HRD si rivolge principalmente a:
  - **clientela Retail**, alla quale offre un'ampia gamma di attività, corsi (svolti sia in presenza che online) e prodotti editoriali;
  - **clientela Corporate** con programmi formativi studiati sulle effettive esigenze del cliente.

## Business Model

- HRD attualmente opera con un organico di circa 30 collaboratori (10 dipendenti, 20 professionisti) e una rete vendita dislocata in tutta Italia.
- HRD adotta un approccio di vendita personalizzato sia per l'utenza Corporate che Retail,
  - Tramite colloqui preliminari, comprende le esigenze dell'utente e individua il percorso più adeguato.
- L'acquisizione dei clienti avviene a seguito di un primo contatto tramite sito web o centrale operativa; le successive attività della DE sono finalizzate alla successiva vendita di corsi di un livello superiore.

## Performance storiche

- In 30 anni di attività, HRD ha realizzato migliaia di giornate in aula, di cui hanno fruito complessivamente più di 400.000 partecipanti.

# 1. OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

**Linee di business principali:** corsi al dettaglio (retail), corsi aziendali (business) e corsi completamente digitali

## Retail

- Corsi di sviluppo personale organizzati da HRD e rivolti ad una clientela B2C.
- Costituiscono la principale fonte di entrate e includono il corso HRD Academy, prodotto di punta di HRD della durata di 12 mesi

## Business

- Percorsi di formazione e sviluppo personale personalizzati mirati a potenziare competenze utili al business.
- Target B2B and B2C2B.
- I **Master in Leadership** per Imprenditori e i **Programmi Personalizzati** per le Imprese rappresentano la principale offerta dedicata ai clienti business.

## Fully Digital

- Corsi di sviluppo personale tenuti esclusivamente in formato digitale.
- Una libreria di **oltre 300 corsi** accessibili online.
- Si rivolgono ad una clientela B2C.

**Ambiti formativi:** I principali mercati sono quello della Crescita Personale e della Formazione Aziendale

## Crescita Personale

- Il mercato della crescita personale rappresenta il mercato di riferimento per HRD.
- La DE, infatti, è sempre stato orientato verso clienti che desiderano migliorare la propria performance personale.

## Formazione aziendale

- Il Gruppo HRD punta a rafforzare la propria offerta per il mercato B2B, indirizzando corsi specifici ad una **clientela Business e Corporate.**
- La formazione per le aziende è da molti anni oggetto delle iniziative della DE, con particolare riferimento ai temi dell'imprenditorialità e della leadership d'impresa.

# 1. OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

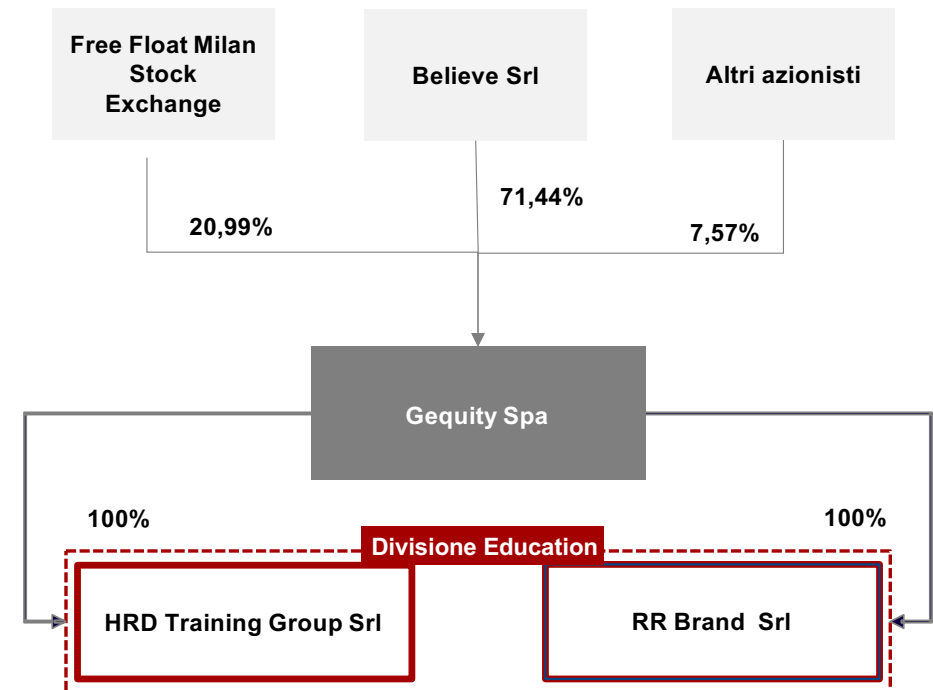
## La Divisione «Education»

HRDTG e RRB rappresentano congiuntamente la **Divisione Education** della holding **Gequity S.p.A.**, azionista unico di entrambe.

### Profilo Societario:

- **Gequity S.p.A.** è una società di investimento di diritto italiano quotata (Borsa di Milano) con un flottante pari a circa il 20,99% del capitale sociale. Il 71,44% del capitale sociale di Gequity è detenuto da Believe S.r.l. e il 7,57% ad altri azionisti.
  - L'interesse di Gequity riguarda principalmente aziende operanti nei settori dell'istruzione e della formazione, sia nell'area delle soft skills, formazione e arricchimento professionale, che hard skills, come le nuove tecnologie al servizio dell'uomo e della sua qualità di vita.
- **HRD Training Group Srl (HRDTG o HRD)** con sede in Milano, Corso XXII Marzo 19 e P.IVA 04060000967 è attiva dal 1992 e opera nel settore della formazione.
  - La società progetta/realizza corsi ed eventi formativi di crescita personale, comportamentale, e coaching volti ad accrescere le «soft-skills» dei partecipanti attraverso tecniche di self-help, leadership personale e autorealizzazione. I corsi sono modulabili per contenuti e costi, e personalizzabili per specifiche categorie di clientela.
- **RR Brand Srl (RRB)** ha sede in Milano, Corso XXII Marzo 19 e Partita IVA 10141470962.
  - La società è proprietaria dei marchi delle attività svolte da HRDTG, ed i ricavi della società sono imputabili alle royalties infragruppo corrisposte da HRDTG.

## Gequity Group Struttura





# MERCATO DI RIFERIMENTO

Valuation Report

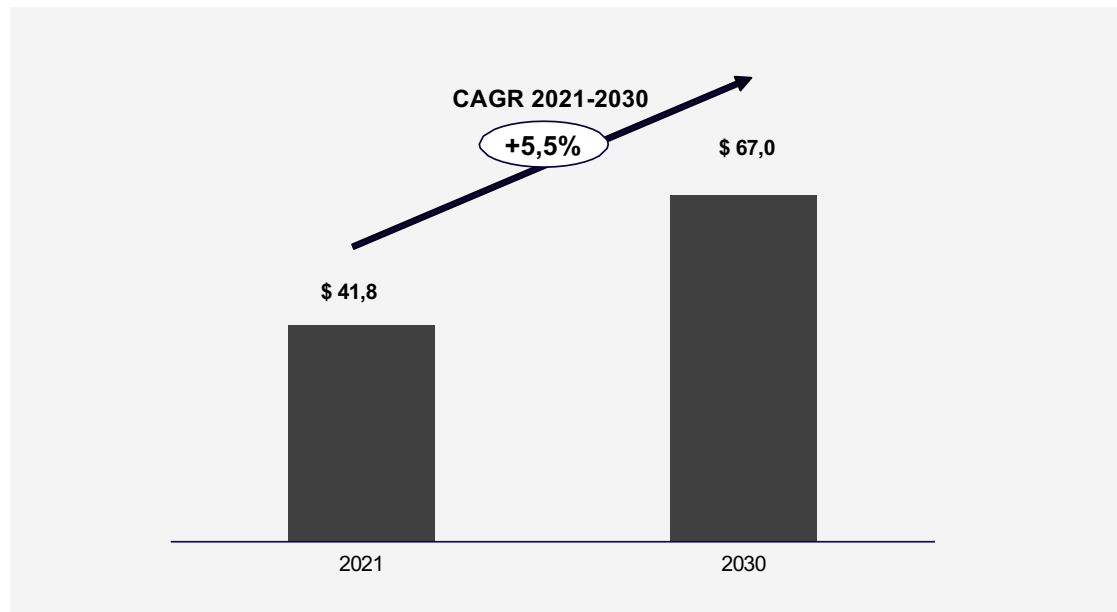


## 2. MERCATO DI RIFERIMENTO

E' stato stimato che il mercato globale della Crescita Personale nel 2021 è valutato pari a 41,8 miliardi di dollari e si prevede che crescerà a un CAGR del 5,5% fino al 2030

### Stime e analisi dei Trend

#### Dimensioni del mercato globale della Crescita Personale 2021 - 2030 (\$, Bn)



- Il settore della Crescita Personale è stato valutato a 41,8 miliardi di dollari nel 2021 e si prevede che raggiungerà i 67,0 miliardi di dollari entro il 2030, crescendo a un **CAGR del 5,5% dal 2021 al 2030**.
- C'è una maggiore consapevolezza riguardo all'auto-riconoscimento e alla ricerca di appagamento tra le persone, che le ha portate a partecipare a programmi di crescita personale e a dedicarsi all'auto-miglioramento.
- Inoltre, la crescente popolarità delle piattaforme basate sulla **tecnologia per la crescita personale** tra i millennial sta promuovendo ulteriormente il settore.
- Il mercato può essere suddiviso nei seguenti segmenti:
  - **Salute mentale:** benessere psicologico.
  - **Motivazione e ispirazione:** motivare e ispirare gli individui.
  - **Salute fisica:** fitness, dieta e nutrizione.
  - **Consapevolezza di sé:** i propri valori, credenze, emozioni, abitudini.
  - **Skillset Enhancement:** attività che migliorano abilità, competenze e prestazioni.

## 2. MERCATO DI RIFERIMENTO

Il mercato della Crescita Personale sarà influenzato da alcuni driver che porteranno ad un'evoluzione dei modelli di business

### Principali tendenze del mercato nel Training per la Crescita Personale

Cambio generazionale	Evoluzione tecnologica dell'Istruzione	Propensione alla spesa per istruzione e welfare	Attenzione alla qualità	Consolidamento del mercato
<ul style="list-style-type: none"> <li>Il passaggio generazionale si tradurrà in un cambiamento delle esigenze della domanda, con nuovi clienti orientati verso soluzioni personalizzate.</li> <li>Una maggiore propensione alla formazione delle generazioni più giovani rafforzerà la domanda.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gli <b>investimenti in tecnologia</b> consentiranno l'espansione dei canali di erogazione dei corsi.</li> <li>Una maggiore presenza sui <b>canali digitali</b> consentirà di aumentare il numero degli utenti e la marginalità.</li> <li>Sarà comunque importante <b>offrire modalità miste</b> di apprendimento</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>La maggiore propensione a <b>spendere in corsi di sviluppo personale</b> sarà guidata dalla crescente attenzione al benessere mentale e alle soft skills, sia nel mondo B2C che B2B.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Il mercato sia dal punto di vista B2B che B2C si sta muovendo verso una <b>ricerca sempre crescente di professionisti</b> specifici con certificazioni e credenziali</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nei prossimi anni si prevede un consolidamento nel settore della formazione per la crescita personale, stimolato dalle opportunità di crescita del settore e dalle economie di scala</li> </ul>

#### ANALISI DEI DRIVER DI MERCATO:



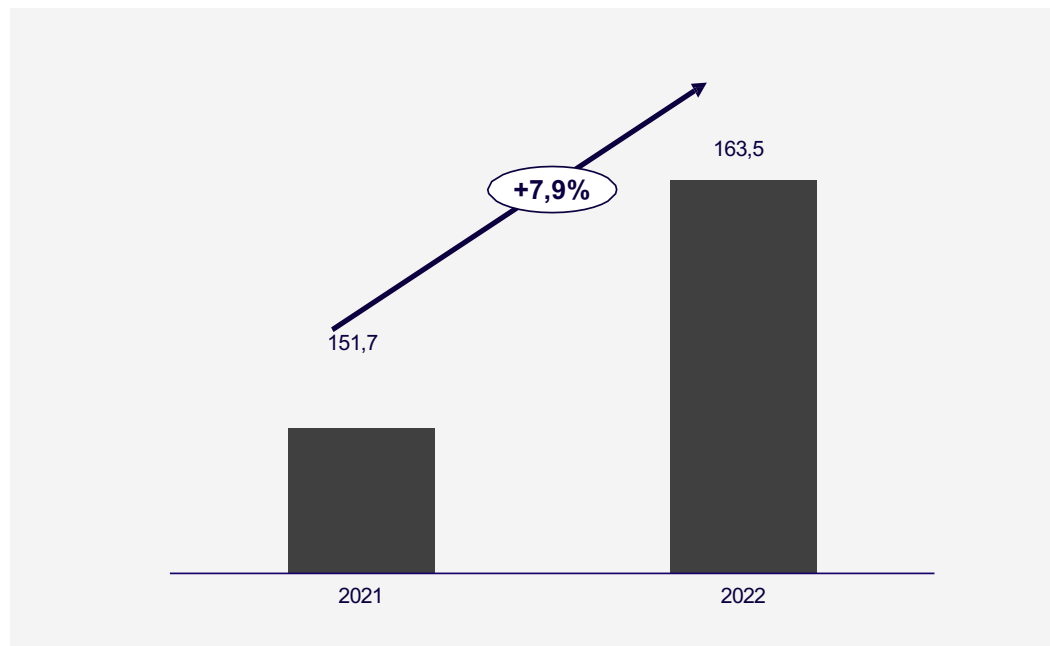
- 1) CRESCENTE ESIGENZA TRA I DIPENDENTI DI SODDISFARE LE ASPETTATIVE DELLA PROPRIA AZIENDA E SVILUPPARE LE PROPRIE COMPETENZE:** si prevede che l'emergere delle tecnologie digitali e la natura mutevole della forza lavoro alimenteranno la crescita del mercato della crescita personale. La crescente digitalizzazione dei processi aziendali sta stimolando la domanda di programmi di formazione volti a migliorare le competenze tecniche dei dipendenti.
- 2) MANCANZA DI TEMPO E CONSAPEVOLEZZA TRA GLI INDIVIDUI:** Lo sviluppo personale è un processo che richiede tempo. Con un'agenda fitta di impegni, è difficile trovare il tempo per analizzare la propria personalità, i punti di forza, di debolezza, i valori e le abitudini. Quando le persone iniziano a lavorare sulla crescita professionale e sullo sviluppo personale, si rendono presto conto di quanto possa essere dispendioso in termini di tempo e gravoso identificare i propri punti di forza e di debolezza fisici, mentali ed emotivi.

## 2. MERCATO DI RIFERIMENTO

La dimensione del **mercato globale della formazione aziendale** è stata valutata a 151,7 miliardi di dollari nel 2021 ed è destinata a crescere da 163,5 miliardi di dollari nel 2022 a 487,3 miliardi di dollari entro il 2030.

### Stime e analisi dei Trend

#### Dimensioni del mercato globale della formazione aziendale 2021 - 2030 (\$, Bn)



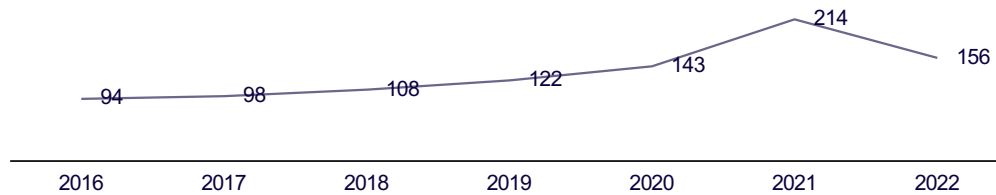
- La **Formazione Aziendale** ha lo scopo di consentire ai dipendenti di ottenere risultati migliori sul posto di lavoro.
- La formazione aziendale migliora la produttività, la motivazione, le prestazioni e la fidelizzazione dei dipendenti.
- Esistono **due metodi** di formazione, che includono metodi di formazione **virtuale** e metodi di formazione **face-to-face**.
- Nel 2021, il segmento delle **competenze tecniche** ha rappresentato la quota di mercato globale della formazione aziendale più elevata per programmi di formazione. Aiuta ad acquisire le competenze necessarie per sviluppare, implementare, mantenere e utilizzare la tecnologia per applicazioni, prodotti e servizi correlati in vari settori.
- La **formazione tecnica per le vendite** può richiedere di insegnare ai dipendenti come migliorare e costruire la gestione delle relazioni con i clienti e un sistema per trovare nuovi contatti.
- I moduli di **formazione e-learning** a basso costo alimenteranno la crescita del mercato della formazione aziendale.
- Le organizzazioni stanno adottando sempre più metodi innovativi ed economicamente vantaggiosi per formare i propri dipendenti.

## 2. MERCATO DI RIFERIMENTO

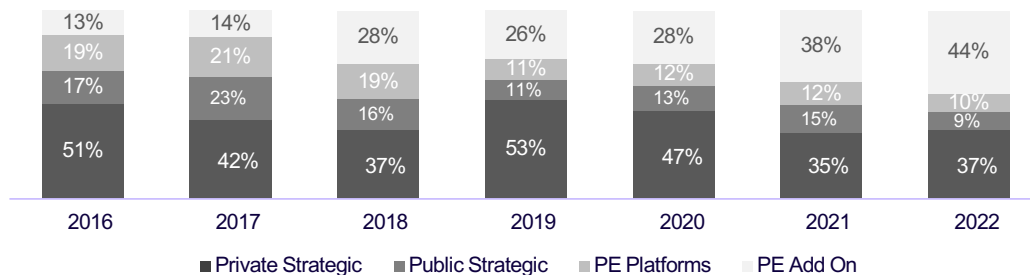
### Attività di M&A nel mercato dell'istruzione e formazione

#### L'attività di M&A nei settori dell'Istruzione e della Formazione rimane robusta anche dopo il periodo post Covid

Operazioni M&A per gli anni 2016 - 2022 (#)



Il Private Equity ha incrementato la sua presenza nel M&A (%)



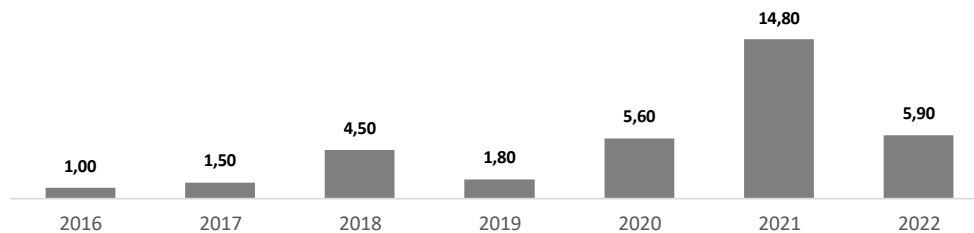
- L'**attività di M&A** nel settore dell'Education e della Formazione si è dimostrata non ciclica nel 2022, con 156 transazioni annunciate o completate. Sebbene il volume delle transazioni sia diminuito rispetto all'anno precedente, durante il quale si sono perfezionate molte transazioni rimaste precedentemente in stand-by a causa della pandemia.
- Gli **acquirenti strategici privati** hanno storicamente costituito la maggior componente in transazioni nel settore, mentre nel 2022 hanno rappresentato solo il 36,5% delle transazioni. I **fondi di Private Equity** hanno incrementato la loro presenza nel settore con un focus sulle tematiche di lifelong learning, rappresentando il 54,5% delle transazioni nel 2022. Le operazioni di M&A nel settore dell'Education e della Formazione nel mercato small-mid (valore d'impresa compreso tra 10 e 100 milioni di dollari) rappresentano la maggior parte delle transazioni annunciate nel 2022.
- Gli operatori di **EdTech** hanno rappresentato le società target preferite delle transazioni e rappresentano il 16,7% del totale delle operazioni di M&A del settore nel 2022. Questo dato segna un netto aumento rispetto ai livelli pre-pandemici (4,1% nel 2019). **L'apprendimento a distanza** ha concentrato l'interesse per le nuove tecnologie nel segmento dell' EdTech.

## 2. MERCATO DI RIFERIMENTO

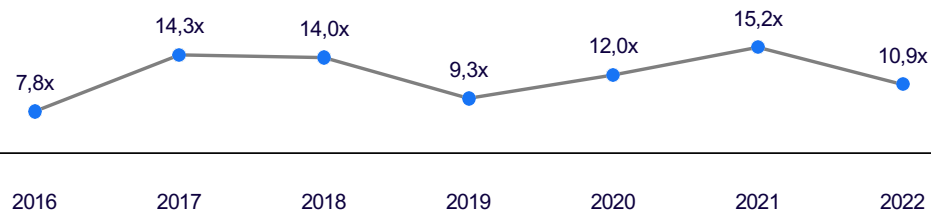
Le valutazioni dei settori dell'istruzione e della formazione rimangono alte e «sane»

### Il valore totale delle transazioni nel 2022 ha superato i cinque anni precedenti al 2021

Education e Training – Valore complessivo delle transazioni annunciate (US\$bn)



Multipli medi di acquisto su Ebitda (x) settori Education e Training



- Le valutazioni aziendali nel settore dell'Education e della Formazione sono rimaste elevate nel 2022, con un multiplo medio sull'**EBITDA pari a 10,9x**. Anche se questo dato segna un calo rispetto agli elevatissimi valori del 2021 (15,2x EV/EBITDA), gli acquirenti strategici e di private equity hanno continuato a corrispondere valutazioni elevate per aziende di qualità. Il valore totale delle transazioni divulgate nel 2022 ha superato tutti gli anni precedenti al 2021, a dimostrazione del continuo impegno degli acquirenti nell'impiego di capitali nel settore, per le fusioni e acquisizioni nel settore.
- Sebbene il settore dell'**Education services** abbia continuato a dominare il volume delle transazioni nel 2022, il settore EdTech è stato quello caratterizzato dalle valutazioni più elevate, in quanto gli acquirenti strategici e di private equity si sono contesi i produttori di software scalabili. Dal 2019 al 2022, i multipli di acquisto delle transazioni nell'EdTech sono stati in media pari a 3,8x EV/Sales e 21,8x EV/EBITDA, superando la media dell'Education services di 3,5x EV/Revenue e 10,3x EV/EBITDA nello stesso periodo.
- A livello di settore, gli operatori del **Corporate Training** hanno ottenuto i multipli medi di acquisto più elevati dal 2019 al 2022, pari a 3,8x EV/Revenue e 12,4x EV/EBITDA.

# BUSINESS PLAN

Valuation Report



## 3. BUSINESS PLAN



Il Business Plan 2023-2028 consolidato della DE, predisposto da Gequity e aggiornato a fine novembre 2023, prevede una crescita dei ricavi con una CAGR del 13% nell'arco di piano.

L'Ebitda passa da 0,3 milioni di euro nel 2023 (9% Ebitda margin) a circa 1,6 milioni di euro nel 2028 (25% Ebitda margin).

RR Brand + HRD	2023	2024	2025	2026	2027	2028
CE Consolidato	Budget	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
<b>Ricavi delle prestazioni</b>	3.976	4.825	5.072	5.853	6.334	6.397
<b>Valore della produzione</b>	<b>3.976</b>	<b>4.825</b>	<b>5.072</b>	<b>5.853</b>	<b>6.334</b>	<b>6.397</b>
Acquisti materie prime e merci	(4)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
Provvigioni	(827)	(938)	(1.003)	(1.162)	(1.276)	(1.288)
Produzione corsi	(589)	(522)	(585)	(630)	(668)	(674)
Hotel e viaggi	(220)	(211)	(234)	(243)	(252)	(254)
Marketing	(599)	(789)	(798)	(800)	(809)	(817)
Altri costi per servizi	(689)	(929)	(949)	(974)	(1.003)	(1.013)
Costi per god. beni di terzi	(171)	(174)	(175)	(176)	(177)	(177)
Costi del personale	(478)	(543)	(543)	(543)	(543)	(543)
Altri costi vari	(53)	(51)	(52)	(55)	(55)	(55)
<b>EBITDA</b>	<b>347</b>	<b>663</b>	<b>727</b>	<b>1.265</b>	<b>1.547</b>	<b>1.570</b>
<i>EBITDA %</i>	<b>9%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>22%</b>	<b>24%</b>	<b>25%</b>
Amm.ti e sval.	(715)	(697)	(663)	(663)	(644)	(644)
Acc.ti per rischi e oneri	(34)	(34)	(34)	(34)	(34)	(34)
<b>EBIT</b>	<b>(401)</b>	<b>(68)</b>	<b>30</b>	<b>568</b>	<b>869</b>	<b>892</b>
Gestione finanziaria	(6)	(1)	(1)	2	4	4
Gestione straordinaria	(5)	(32)	(21)	(3)	(15)	(15)
<b>Ebt</b>	<b>(412)</b>	<b>(100)</b>	<b>8</b>	<b>567</b>	<b>858</b>	<b>881</b>
Imposte	(18)	(70)	(100)	(255)	(337)	(337)
<b>Utile Netto</b>	<b>(430)</b>	<b>(170)</b>	<b>(92)</b>	<b>312</b>	<b>521</b>	<b>544</b>
<i>Utile Netto %</i>	<b>-11%</b>	<b>-4%</b>	<b>-2%</b>	<b>5%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>

▪ Dopo la pandemia da Covid 19, il management della DE ha intrapreso le seguenti linee di sviluppo strategico:

- Rivisitazione della rete in franchising;
- Revisione del sistema provvigionale con una sostanziale riduzione delle commissioni;
- Forte impulso commerciale al programma base "Be Your Best" (3 giornate in presenza), che consente di introdurre ai partecipanti il Programma "HRD Academy" (durata 12 mesi, costo mensile di 4,3k/€) > **la BU Sales Retail Programs cresce ad un CAGR del 6%**
- Forte contributo del programma "Master in Leadership" e erogazione di programmi personalizzati ad aziende con ricavi da 0,4 mln/€ > **la BU Business cresce ad un CAGR del 25%**
- La componente vendite Libri e Vendite Digitali è rappresentata principalmente dalla vendita di programmi brevi erogati interamente online con un costo unitario ridotto.



### 3. BUSINESS PLAN

Il Business Plan 2023-2028 consolidato della DE mostra l'assenza di investimenti per lo sviluppo dei ricavi.  
La struttura finanziaria della DE mostra una forte riduzione del Net Financial Leverage

RR Brand + HRD	2023	2024	2025	2026	2027	2028
SP Consolidato (€/000)	Budget	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>	10.443	9.737	9.044	8.351	7.691	7.030
<i>Immobilizzazioni materiali</i>	66	48	42	38	35	33
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>	29	29	29	29	29	29
<b>Totale immobilizzazioni</b>	<b>10.538</b>	<b>9.815</b>	<b>9.115</b>	<b>8.418</b>	<b>7.755</b>	<b>7.092</b>
<i>Crediti commerciali</i>	1.997	1.825	1.092	981	875	825
<i>Debiti commerciali</i>	(850)	(1.166)	(806)	(799)	(816)	(860)
<i>Crediti e debiti tributari</i>	32	11	(10)	(29)	(51)	(92)
<i>Altri crediti e debiti del circolante</i>	(263)	(379)	(533)	(562)	(737)	(952)
<b>Capitale Circolante Netto</b>	<b>916</b>	<b>291</b>	<b>(256)</b>	<b>(409)</b>	<b>(729)</b>	<b>(1.079)</b>
<i>Fondo TFR</i>	(86)	(83)	(109)	(139)	(170)	(200)
<i>Altri fondi autofinanziari</i>	(152)	(208)	(34)	(27)	(29)	(31)
<b>Fondi autofinanziati</b>	<b>(238)</b>	<b>(291)</b>	<b>(143)</b>	<b>(167)</b>	<b>(199)</b>	<b>(230)</b>
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>11.216</b>	<b>9.815</b>	<b>8.716</b>	<b>7.842</b>	<b>6.827</b>	<b>5.783</b>
<i>Capitale sociale</i>	50	50	50	50	50	50
<i>Riserve</i>	11.650	11.858	11.858	11.858	11.858	11.858
<i>Utile portato a nuovo</i>	390	(1.092)	(2.221)	(2.652)	(2.822)	(2.914)
<i>Utile netto</i>	(1.326)	(1.129)	(430)	(170)	(92)	312
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>10.765</b>	<b>9.686</b>	<b>9.256</b>	<b>9.086</b>	<b>8.994</b>	<b>9.306</b>
<i>Altri crediti finanziari</i>	(1.145)	(1.604)	(1.987)	(2.311)	(2.708)	(3.161)
<i>Finanziamenti a lungo termine</i>	2.176	1.944	1.387	1.384	1.040	695
<i>Finanziamenti a breve termine</i>	0	0	1	0	0	0
<i>Finanziamenti diversi da terzi</i>	0	0	120	0	0	0
<i>Disponibilità liquide finali</i>	(580)	(212)	(62)	(318)	(499)	(1.057)
<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>452</b>	<b>128</b>	<b>(540)</b>	<b>(1.244)</b>	<b>(2.167)</b>	<b>(3.523)</b>
<b>Totale Fonti di Finanziamento</b>	<b>11.216</b>	<b>9.815</b>	<b>8.716</b>	<b>7.842</b>	<b>6.827</b>	<b>5.783</b>

- Il management della DE ha previsto le seguenti politiche finanziarie:
  - Progressivo rimborso dell'indebitamento a medio-lungo termine;
  - Assenza di distribuzione di dividendi e quindi totale ritenzione degli utili generati;
  - Crescita delle disponibilità liquide e dei crediti infragruppo.

### 3. BUSINESS PLAN

Il Rendiconto finanziario prospettico mostra una rilevante capacità di generazione di flussi monetari operativi.

RR Brand + HRD	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Rendiconto Finanziario (€/000)	Budget	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
<b>EBITDA</b>	347	663	727	1.265	1.547	1.570
<b>Accantonamento TFR</b>	26	30	30	30	30	0
<b>Imposte</b>	(18)	(70)	(100)	(255)	(337)	(337)
<b>Cash Operating profit</b>	<b>355</b>	<b>623</b>	<b>657</b>	<b>1.040</b>	<b>1.240</b>	<b>1.233</b>
<i>Var. crediti commerciali</i>	732	111	106	50	83	(7)
<i>Var. debiti commerciali</i>	(360)	(7)	17	44	(50)	8
<i>Var. crediti e debiti tributari</i>	21	20	21	41	(10)	0
<i>Var. altri crediti e debiti del circolante</i>	154	29	175	214	(116)	8
<i>Var. fondi</i>	(174)	(6)	2	2	(1)	34
<i>Accantonamenti</i>	(34)	(34)	(34)	(34)	(34)	(34)
<b>Cash Flow From Operations</b>	<b>694</b>	<b>736</b>	<b>946</b>	<b>1.357</b>	<b>1.112</b>	<b>1.242</b>
<b>Capex</b>	(15)	(0)	0	0	0	0
<b>Cash Flow From Investements</b>	<b>(15)</b>	<b>(0)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<i>Var. patrimonio netto</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Var. riserve</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Altre variazioni di patrimonio</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Gestione straordinaria</i>	(5)	(32)	(21)	(3)	(15)	(15)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>674</b>	<b>704</b>	<b>924</b>	<b>1.354</b>	<b>1.097</b>	<b>1.227</b>
<i>Var. debiti a lungo termine</i>	(556)	(3)	(345)	(345)	(346)	(349)
<i>Var. debiti a breve termine</i>	1	(1)	0	0	0	0
<i>Var. altri crediti finanziari</i>	(383)	(324)	(397)	(454)	(557)	0
<i>Var. finanziamenti diversi da terzi</i>	120	(120)	0	0	0	0
<i>Gestione finanziaria</i>	(6)	(1)	(1)	2	4	4
<b>Flusso di cassa netto</b>	<b>(150)</b>	<b>256</b>	<b>181</b>	<b>558</b>	<b>198</b>	<b>882</b>
<b>Disponibilità liquidie iniziali</b>	<b>212</b>	<b>62</b>	<b>318</b>	<b>499</b>	<b>1.057</b>	<b>1.255</b>
<b>Flusso generato</b>	<b>(150)</b>	<b>256</b>	<b>181</b>	<b>558</b>	<b>198</b>	<b>882</b>
<b>Disponibilità liquidie finali</b>	<b>62</b>	<b>318</b>	<b>499</b>	<b>1.057</b>	<b>1.255</b>	<b>2.137</b>

# VALUTAZIONE

Valuation Report



## 4. VALUTAZIONE – PRINCIPI GENERALI

Il valore di mercato della DE di Gequity è stato calcolato applicando i metodi di valutazione normalmente consigliati dalla prassi professionale e normalmente utilizzati nelle valutazioni in ambito finanziario: DCF; Multipli di Mercato; Multipli di Transazioni Comparabili.

L'applicazione di tutte le citate metodologie si basa sul Business Plan 2023 – 2028; i risultati sono quindi condizionati dalle assumptions utilizzate dal management della DE per la proiezione dei flussi economici e finanziari.

### Sintesi dei Metodi

- **Discounted Cash Flow (DCF)** -> metodo di valutazione ampiamente utilizzato, basato sull'attualizzazione di flussi di cassa aziendali; consente di mettere in relazione il valore aziendale alla profittabilità finanziaria dell'impresa e alle aspettative di remunerazione di un investitore.
  - Nella prospettiva asset side, prevede l'attualizzazione dei free cash flow from operations, attesi nell'orizzonte di previsione puntuale, desumibili del piano sviluppato dal Management della DE.
  - I flussi finanziari sono attualizzati ad un tasso pari al costo medio ponderato del capitale (**WACC**).
- Metodo dei multipli -> i metodi di valutazione fondati sul criterio della comparabilità richiedono l'applicazione di **multipli di mercato**, desumibili dalle quotazioni di peers quotati su mercati regolamentati, o di multipli di **transazioni comparabili**, desumibili da operazioni di M&A che hanno interessato peers comparabili.
  - Il moltiplicatore più comunemente utilizzato è quello **EV/EBITDA**, poiché le società di servizi educativi non richiedono investimenti iniziali significativi e si prevede che generino flussi di cassa positivi fin dall'inizio.
  - Il multiplo dei ricavi (**EV/Ricavi**) viene comunemente utilizzato per ottenere conforto rispetto ai risultati di altri metodi di valutazione.

### Aspetti chiave

- I metodi di valutazione prima menzionati sono stati utilizzati nella prospettiva asset side per determinare il valore di mercato della Divisione Education di Gequity **assumendo il consolidamento integrale di HRDTH e RRB**.
- La valutazione fa riferimento ad una situazione contabile di partenza consolidata al **31 ottobre 2023**.
- Il primo metodo di valutazione utilizzato è quello del **Discounted Cash Flow (DCF) Asset Side**. L'analisi DCF appartiene a quei metodi di valutazione basati sulla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi da una specifica attività e consente di considerare diversi firm-specific nella stima.
- I multipli sono rilevanti nel settore education, che in genere esprime multipli più elevati rispetto ad altri settori poiché le imprese di formazione possiedono competenze tecniche uniche e operano in un settore in crescita.
- Fattori quali dimensioni, potenziale di crescita e redditività influenzano il prezzo che i potenziali acquirenti sono disposti a pagare. Pertanto, è rilevante la corretta e prudente determinazione dei multipli delle Società attive in questo business.
- La **dimensione aziendale** è uno dei fattori più critici che determinano le valutazioni delle società di servizi educativi. Sebbene queste, che siano di grandi o piccole dimensioni, abbiano solitamente modelli di business simili, i loro multipli di valutazione variano notevolmente.

## 4. VALUTAZIONE - DCF

La metodologia valutativa del DCF si basa sul principio che il valore di una società può essere determinato a partire dal valore attuale dei suoi flussi finanziari operativi (FCFO)

### Metodo DCF

- Il presente metodo valutativo finanziario del **DCF** (Discounted Cash Flow) ,affermato da tempo come uno dei principali metodi nelle valutazioni d'azienda, è stato qui costruito sulla valutazione dei flussi di cassa prospettici in un'ottica "**asset side**", ovvero calcolando il valore dell'azienda (EV- Enterprise Value) in funzione dello svolgimento della sua attività operativa.
- Tale metodo prevede che il valore di un'azienda è intrinsecamente basato sulla sua capacità di generare flussi di cassa. In tal senso, il DCF si basa più sulle aspettative fondamentali dell'azienda che su fattori di mercato. Tramite il DCF si determina il valore complessivo di un'azienda, inclusi sia il debito che il capitale proprio.
- Il **valore dell'Equity** è stato ottenuto sottraendo dal valore dell'azienda il valore attuale del debito finanziario netto (cd leva finanziaria).
- Pertanto, il **valore dell'azienda** (EV-Enterprise Value) è stato ottenuto dalla sommatoria di due componenti:
  - il **valore attuale dei flussi di cassa (FCFO)** del periodo di sviluppo delle previsioni esplicite di cash flow;
  - il **Terminal Value (TV)**, calcolato come il valore finale di tale periodo.
- I **FCFO** sono definiti flussi di cassa *unlevered*, poiché rappresentano il flusso di cassa disponibile per azionisti e creditori, non è influenzato dalla struttura del capitale dell'azienda, e attualizzati utilizzando il **costo medio ponderato del capitale (WACC)**.

### Calcolo dei FCFO

Il valore economico del patrimonio netto (equity value) è stimato nel seguente modo:

$$EqV = \sum_{t=1}^n FCFO_t \times (1 + wacc)^{-t} + VA(TV) - PFN, \text{ con } TV = \frac{FCFO_{t+1}}{wacc - g}$$

La stima dei flussi attesi è stata effettuata sul periodo di piano 2023 – 2028:

CASH FLOW (€/000)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ebitda	347	663	727	1.265	1.547	1.570
Accantonamento TFR	26	30	30	30	30	0
Imposte	(18)	(70)	(100)	(255)	(337)	(337)
<b>Cash Operating Earnings</b>	<b>355</b>	<b>623</b>	<b>657</b>	<b>1.040</b>	<b>1.240</b>	<b>1.233</b>
Var CCC	372	104	123	94	33	1
Var. altre voci del circolante	141	15	163	221	(160)	(25)
Fondi	(174)	(6)	2	2	(1)	34
<b>Flusso di cassa operativo corrente</b>	<b>694</b>	<b>736</b>	<b>946</b>	<b>1.357</b>	<b>1.112</b>	<b>1.242</b>
Capex	(15)	(0)	0	0	0	0
<b>FCFO</b>	<b>679</b>	<b>736</b>	<b>946</b>	<b>1.357</b>	<b>1.112</b>	<b>1.242</b>

## 4. VALUTAZIONE - DCF

Il tasso di attualizzazione impiegato – ai fini dell’attualizzazione dei flussi di cassa netti attesi – nella prassi professionale è il Wacc, o costo medio ponderato del capitale.

### IL TASSO

Il tasso di congrua remunerazione del capitale di rischio è stato stimato mediante applicazione del Capital Asset Pricing Model (CAPM):

- il **free risk rate**, pari a **3,82%**, che corrisponde al rendimento per il puro investimento di capitale, ossia investimenti in capitale privo di rischio. Di norma, tale saggio viene calcolato sul fondamento del rendimento medio (storico o prospettico) dei titoli di Stato a medio/lungo termine, in quanto si ritiene che tali titoli costituiscano un attendibile proxy del rendimento di un asset privo di rischio;
- Beta**: il beta *unlevered* è pari a quello medio ponderato di società quotate comparabili appartenenti ai due settori «Education» e «Publishing & Newspapers» (fonte aziende competitors analisi Prof. Damodaran). Il Beta levered, pari a **0,71**, è stato determinato considerando la struttura finanziaria forecast 2023;
- Market Risk Premium**, pari a **9,88%**, quale differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario e il rendimento medio atteso degli investimenti privi di rischio;
- Specific risk premium**, pari a **5,0%**, che rappresenta la maggiorazione del tasso correlata a (i) non negoziabilità dei titoli su mercati regolamentati; (ii) conseguenti limiti alla piena diversificabilità del portafoglio del potenziale investitore; (iii) ridotte dimensioni aziendali.

Per la stima del **wacc** è stata considerata una struttura finanziaria nulla per la DE tenendo conto della riclassificazione come componente positiva della posizione finanziaria netta dei crediti finanziari vantati dalla Divisione verso Gequity al 31 ottobre 2023. Dunque si determina un **WACC pari a 15,86%**.

Per prudenza, tali crediti non sono stati invece presi in considerazione nella determinazione della PFN utilizzata per passare dall’Enterprise Value risultante dall’applicazione del DCF nella prospettiva asset side all’Equity Value.

MODELLO di STIMA	C.A.P.M.	
FORMULA	$ke = a + Rfr + bl*(Rm - Rfr)$	
DESCRIZIONE	SIMBOLI	VALORE
<b>Beta unlevered medio di settore</b>	<b>bu</b>	<b>0,637</b>
Aliquota d'imposta	effettiva	t
Struttura finanziaria	forecast 2023	B/S
<b>Beta</b>	<b>bl</b>	<b>0,71</b>
Rendimento dei titoli di Stato	Rfr	3,82%
Rendimento atteso del mercato	Rm	13,70%
Market Risk Premium (Rm - Rfr)	MRP	9,88%
<b>Costo opportunità del capitale</b>	<b>ks</b>	<b>10,86%</b>
Rischio specifico	a	5,00%
<b>Cost of Equity</b>	<b>ke</b>	<b>15,86%</b>

#### COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE

$$wacc = ke * pe + ki * pd * (1 - t)$$

DESCRIZIONE	SIMBOLI	VALORE
<b>Cost of Equity</b>	<b>ke</b>	<b>15,9%</b>
Ponderazione	pe	100,00%
<b>Cost of debt</b>	<b>ki</b>	<b>6,60%</b>
Ponderazione	pd	0,00%
Rettifica fiscale	(1 - t)	100,00%
<b>Costo medio ponderato</b>	<b>wacc</b>	<b>15,86%</b>

## 4. VALUTAZIONE - DCF

Applicando il DCF, si ottiene un Enterprise Value pari a circa 7,7 Mln/€ e un Equity Value pari a circa 6,2 Mln/€

### EQUITY VALUE

DISCOUNTED CASH FLOW MODEL - analitico con terminal value						
FORMULA	EqV = VA (FCFO) + VA (TV) - PFN					
COMPONENTI	a	$VA(FCFO) = \sum FCFO_t * (1+wacc)^{-t}$				
	b	$TV = (FCFO_{n+1} / (wacc - g_{term})) * (1+wacc)^{-n}$				
EPOCHE	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27	31/12/28
FCFO (in migliaia di €)	679.047	736.176	945.646	1.356.999	1.112.443	1.242.010
g	n.d.	8,41%	28,45%	43,50%	-18,02%	11,65%
cagr						16,29%
g term						0,00%
wacc	15,86%	15,86%	15,86%	15,86%	15,86%	15,86%
periodi (in anni)	0,17	1,17	2,17	3,17	4,17	5,17
fatt.att.	0,98	0,84	0,73	0,63	0,54	0,47
Terminal Value (TV)						7.830.782
<b>VA(FCFO)</b>	<b>662.544</b>	<b>619.705</b>	<b>687.063</b>	<b>851.307</b>	<b>602.350</b>	<b>580.210</b>
SVA(FCFO)	4.003.179					
VA(TV)	3.658.181					
<b>FIRM VALUE (FV)</b>	<b>7.661.360</b>					
PFN	1.446.547					
<b>EQUITY VALUE (EV)</b>	<b>6.214.813</b>					

#### Free Cash Flow from Operation

I flussi di cassa futuri sono stati calcolati utilizzando le metriche del Business Plan 2023 - 2028 della Divisione Education

#### Presente Value dei FCFO

Il valore attuale dei flussi di cassa futuri è stato calcolato applicando un **WACC pari al 15,86%** sull'orizzonte di previsione (2023-2028). Il loro valore cumulato è di 4,0 milioni di euro circa.

#### Terminal Value

Il Terminal Value è stato calcolato applicando un tasso di crescita perpetua (**g rate**) nullo. Il suo valore attuale è pari a 3,6 Mln/€

#### Equity value

L'Equity Value della DE è stato calcolato decurtando l' Enterprise Value della posizione finanziaria netta al 31.10.2023 (pari a 1,45 Mln/€) ottenendo un valore pari a circa 6,2 Mln/€.

## 4. VALUTAZIONE - DCF

Analisi di sensitività effettuate su diversi livelli di g rate e WACC, evidenziano una differenza di ~ 1,65 Mln/€ di EV tra i valori di fascia bassa e quelli di fascia alta

### ANALISI DI SENSITIVITY

Valori (€/M)

		WACC				
		13,86%	14,86%	15,86%	16,86%	17,86%
g Rate	Enterprise value					
	-0,5%	8.213	7.854	7.532	7.239	6.973
	-0,2%	8.311	7.941	7.609	7.308	7.035
	0%	8.379	8.000	7.661	7.355	7.077
	0,3%	8.484	8.093	7.743	7.428	7.142
	0,5%	8.557	8.156	7.799	7.478	7.187

		WACC				
		13,86%	14,86%	15,86%	16,86%	17,86%
g Rate	Equity value					
	-0,5%	6.766	6.408	6.085	5.793	5.526
	-0,2%	6.864	6.494	6.162	5.862	5.588
	0%	6.932	6.554	6.215	5.909	5.630
	0,3%	7.038	6.646	6.297	5.982	5.696
	0,5%	7.110	6.710	6.353	6.032	5.741

#### WACC

I valori del WACC vanno da un minimo dell'13,86% a un massimo del 17,86% con un valore medio del **15,86%**

#### g Rate

Considerando un ipotetico punto medio conservativo del tasso g (tasso di crescita perpetuo) nullo. L'analisi di sensitività è stata condotta applicando un valore g minimo pari a -0,5% e un valore massimo pari a 0,5%

#### Enterprise Value

Considerando la piena proprietà del patrimonio netto consolidato della Divisione Education di Gequity ed applicando i diversi valori di WACC e g rate, l'Enterprise Value consolidato risultante varia da un minimo di 7,0 Mln/€ ad un massimo di 8,6 Mln/€ con un **punto medio di 7,6 Mln/€**

#### Equity Value

Considerando gli aggiustamenti pari a €1,45 Mln (PFN al 31.12.2023) e applicando i diversi valori di WACC e g rate, l'Equity Value consolidato risultante varia da un minimo di 5,5 Mln/€ ad un massimo di 7,1 Mln/€ con una **media di 6,2 Mln/€**.



## 4. VALUTAZIONE – MULTIPLI DI MERCATO

Il metodo dei multipli di mercato si basa sulla premessa che società simili forniscono punti di riferimento altamente rilevanti per la valutazione di una società target; i parametri di valutazione possono essere stabiliti per la società target determinando il posizionamento relativo tra i concorrenti

### La metodologia

- Il **Metodo dei Multipli di Mercato (MM)** si basa sull'analisi dei prezzi di borsa ovvero sull'analisi dei multipli riferiti ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento (comparabili società quotate società) e sulla successiva applicazione dei multipli, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti metriche della società oggetto di valutazione.
- I multipli sono ottenuti come rapporto tra la capitalizzazione di mercato delle società comparabili e i parametri reddituali, patrimoniali e finanziari ritenuti ad essi significativamente legati.
- Lo **schema** per l'applicazione di questo approccio valutativo è costituito dai seguenti punti:
  - 1. Identificazione delle società comparabili:** l'opportuna selezione del campione di società comparabili è uno dei passaggi principali alla base di questa metodologia. La significatività dei risultati dipende strettamente dall'omogeneità del campione. Nella selezione di società comparabili, è normale tenere conto di vari fattori, tra cui il settore di riferimento, il rischio dell'azienda, le dimensioni della società, la diversificazione geografica, la redditività, l'affidabilità dei dati finanziari e l'intensità delle attività negoziazione di titoli nel mercato azionario.
  - 2. Determinazione dell'intervallo temporale di riferimento:** la determinazione dell'intervallo temporale di riferimento è solitamente finalizzata a neutralizzare eventi di carattere eccezionale, oscillazioni di breve termine e tensioni speculative; allo stesso tempo, ha la responsabilità di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato. Questa fase comporta, in particolare, la scelta tra l'utilizzo di una media relativa ad un dato intervallo di tempo e l'applicazione di un valore in punti.
  - 3. Determinazione dei multipli ritenuti più significativi:** nell'applicazione del criterio dei multipli di mercato possono essere utilizzati più rapporti. La scelta dei multipli più significativi viene solitamente effettuata in base alle caratteristiche del settore e del campione in esame.
  - 4. Applicazione dei multipli alle società in esame:** i multipli ottenuti dall'analisi del campione vengono applicati alle corrispondenti grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie dell'azienda oggetto di valutazione.

## 4. VALUTAZIONI – TRANSAZIONI COMPARABILI

Il metodo di analisi delle transazioni comparabili tende a fornire un intervallo multiplo più elevato rispetto alle composizioni di trading per due ragioni principali: gli acquirenti pagano un “premio di controllo” e gli acquirenti strategici spesso hanno l’opportunità di realizzare sinergie

### Metodologia

- **La metodologia delle transazioni comparabili** è uno dei metodi più convenzionali utilizzati in operazioni di fusione e acquisizione (M&A) per determinare il valore di un’azienda. Questo approccio cerca transazioni passate simili o comparabili in cui la società oggetto dell’acquisizione ha un modello di business simile o ha dimensioni simili. Per ricavare il valore di un’azienda, si confronta un multiplo simile degli utili dell’azienda con i multipli delle transazioni.
- I multipli vengono applicati ai dati della società target per decidere l’intervallo di valutazione implicito. Questi multipli solitamente includono:
  - Prezzo su utili (P/E)
  - Enterprise value su EBITDA (EV/EBITDA)
  - Enterprise value su ricavi (EV/Sales)
  - Price to book (P/B).
- L’accuratezza e la qualità dell’analisi dipendono interamente dalla selezione delle transazioni più applicabili. I criteri includono il **settore**: il settore complessivo della società target dovrebbe essere il più vicino possibile alle società comparabili o al settore delle transazioni comparabili. **Dimensione dell’operazione**: selezionare le transazioni più rilevanti il più vicino possibile in termini di dimensioni (in termini di entrate) alle società target. **Caratteristiche della transazione**: comprendere il background dell’azienda e altre circostanze per ricavare informazioni significative: ad esempio, operazione nazionale o estera, accordo negoziato o asta completa. **Tempo**: la rilevanza dei dati è determinata dal tempo: più recente equivale a più pertinente.

## 4. VALUTAZIONE – METODO DEI MULTIPLI (M E TRANSAZIONI COMPARABILI)

Applicando il criterio di valutazione comparativo (Multipli di Mercato e di Transazioni Comparabili) alle metriche «SALES» ed «EBITDA» della Divisione «Education», si perviene ad un Equity Value che varia tra 6,91 Mln/€ (EV/Sales) e 2,12 Mln/€ (EV/Ebitda).

I multipli di mercato e i metodi delle transazioni comparabili sono stati applicati ai parametri consolidati della DE di Gequity considerando

- un panel di società quotate comparabili (**peers**) appartenenti al **settore dell'istruzione**
- per le **transazioni comparabili appartenenti al settore dei servizi educativi**.

L'Enterprise Value consolidato della Divisione Education di Gequity è stato calcolato applicando i multipli **EV/Sales** ed **EV/Ebitda** alle performance degli anni 2022\*, 2023 e 2024. Ciò in considerazione del fatto che il piano prevede importanti interventi strategici e operativi i cui effetti sono visibili sono in parte nel 2023 e pianamente nel 2024.

È stato applicato uno **sconto del 30%** per tenere conto dell'illiquidità delle Società che compongono la DE, delle loro dimensioni ridotte rispetto ai concorrenti.

Il **valore dell'Enterprise Value** consolidato risulta mediamente pari a 8,36 Mln/€ (multipli EV/Sales) e 3,57 Mln/€ (multipli EV/Ebitda).

Al valore dell'Enterprise Value è stata poi sottratta la PFN al 31 dicembre 2023, **determinando un Equity Value** pari a 6,91 Mln/€ (multipli EV/Sales) e a 2,12 Mln/€ (EV/Ebitda)

\* La valutazione dell'Enterprise Value sui multipli dell'Ebitda 2022 non è stata considerata in quanto il valore di EBITDA al 31.12.2022 è negativo.

MULTIPLI DEI RICAVI	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Revenues	3.491.571	3.976.434	4.824.959
EV/Revenues medio dei Peers quotati, adjusted	1,7x	1,6x	1,6x
<b>Enterprise Value (€/mln) - Market Multiples Method</b>	<b>5.865.839</b>	<b>6.402.058</b>	<b>7.768.184</b>
EV/Revenues medio di Transazioni comparabili, adjusted	2,4x	2,4x	2,4x
<b>EV - EV/Sales Multiple (€/mln) - Comparable Transaction Multiples Method</b>	<b>8.554.349</b>	<b>9.742.262</b>	<b>11.821.150</b>
<b>Enterprise Value (€/mln) - Reative Methods Average Valuation</b>		<b>8.358.974</b>	
PFN		1.446.547	
<b>Equity Value</b>		<b>6.912.427</b>	

MULTIPLI DELL'EBITDA	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Ebitda	n.a.	346.731	663.340
EV/Ebitda medio dei Peers quotati, adjusted	10,3x	6,9x	6,9x
<b>Enterprise Value (€/mln) - Market Multiples Method</b>	<b>n.a.</b>	<b>2.402.848</b>	<b>4.596.944</b>
EV/Ebitda medio di Transazioni comparabili, adjusted	8,2x	8,2x	8,2x
<b>EV - EV/Sales Multiple (€/mln) - Comparable Transaction Multiples Method</b>	<b>n.a.</b>	<b>2.499.933</b>	<b>4.782.679</b>
<b>EValue - EV/Sales Multiple (€/mln) - Reative Methods Average Valuation</b>		<b>3.570.601</b>	
PFN		1.446.547	
<b>Equity Value</b>		<b>2.124.054</b>	

# RISULTATI DELLA VALUTAZIONE

Valuation Report



## 5. RISULTATI DELLA VALUTAZIONE

### Sintesi delle procedure valutative e dei risultati ottenuti

- Ai fini della determinazione del valore di mercato della Divisione «Education» di Gequity, i metodi utilizzati sono stati il Discounted Cash Flow, il metodo dei Multipli di Mercato e delle Transazioni Comparabili. La data di riferimento della valutazione è il 31 ottobre 2023.
- L'applicazione del metodo del **Discounted Cash Flow** conduce ad un **Equity Value di 6,22 mln/€**; tale valore è compreso in un range di variazione che va da **un massimo di 7,11 Mln/€ e un minimo di 5,52 Mln/€** determinati avendo sensibilità su wacc e g.
- L'applicazione dei metodi dei multipli di mercato e di transazioni comparabili determinano i seguenti Equity Value:
  - **EV/SALES -> 6,91 Mln/€**
  - **EV/EBITDA -> 2,24 Mln/€**

### Considerazioni in merito alla determinazione del valore di mercato della Divisione «Education» di Gequity.

- Il confronto tra gli esiti valutativi delle diverse metodologie di stima pone in evidenza come l'Equity Value determinato con il DCF, benché ragionevole perché compreso nell'intervallo di valori determinabile con il criterio comparativo, sconti ipotesi di crescita che il mercato difficilmente sarebbe disposto a riconoscere in una negoziazione con soggetti interessati all'acquisizione del business.
- Il valore ottenuto con il DCF si colloca nella parte alta del range determinato applicando i multipli soltanto considerando anche le performance attese al primo anno di piano. Considerando comunque il DCF come metodo valutativo principale, le stime che da questo si ottengono devono essere ponderate e mediate con i risultati del criterio comparativo.

## 5. RISULTATI DELLA VALUTAZIONE

### Attestazione di valore

- Alla luce delle precedenti considerazioni, si ritiene opportuno mediare le stime ottenute con le 3 metodologie valutative applicando le seguenti ponderazioni:
  - DCF: 50%
  - Multipli di mercato: 25%
  - Multipli di transazioni comparabili: 25%
- Sulla base delle assunzioni e delle procedure valutative descritte nel presente report, ponderando le stime ottenute con l'applicazione dei diversi metodi utilizzati, si ottiene un valore medio dell'Equity Value di € 5.366.537.

Metodologia Valutativa	Enterprise value	Equity Value	pesi %
DCF	7.661.360	6.214.813	50%
EV/SALES	8.358.974	6.912.427	25%
EV/EBITDA	3.570.601	2.124.054	25%
<b>Valore medio finale</b>	<b>6.813.073</b>	<b>5.366.527</b>	<b>100%</b>

**Tali evidenze consentono di affermare che il valore di mercato consolidato attribuibile, secondo logiche di prudenza e ragionevolezza, alla Divisione "Education" di Gequity è approssimabile a € 5.360.000.**

# ALLEGATI

Valuation Report



## 6. ALLEGATI

### Metodo dei multipli e transazioni comparabili

Company Name	Industry group	Multipli da perizia			
		EV/Revenues (Time Series)	EV/Revenues (FY1)	EV/Ebitda (Time Series)	EV/Ebitda (FY1)
Alfio Bardolla Training Group SpA	Education	0,60	0,50	5,10	2,60
Flowsparks NV	Education	5,70	n.a.	27,60	n.a.
Northcoders Group PLC	Education	3,40	2,10	26,80	13,00
Pearson PLC	Publishing & Newspapers	1,70	1,80	9,30	8,70
AcadeMedia AB	Education	1,00	1,00	5,00	11,10
Tribal Group PLC	Education	1,00	1,10	11,30	7,20
Lumi Gruppen AS	n.a.	2,30	2,50	8,90	8,40
Chegg Inc	Education	2,40	2,60	18,10	8,40
Smartsheet Inc	Software (System & Application)	6,30	5,40	n.a.	59,60
Instructure Holdings Inc	Software (System & Application)	8,00	7,50	27,40	19,40
PowerSchool Holdings Inc	Education	7,80	7,20	33,10	22,20
<b>Average</b>		<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>17,3</b>	<b>16,1</b>
<b>Median</b>		<b>2,40</b>	<b>2,30</b>	<b>14,70</b>	<b>9,90</b>
<b>Adjusted median</b>		<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>10,3</b>	<b>6,9</b>
<b>Adjusted Average</b>		<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>12,1</b>	<b>11,2</b>