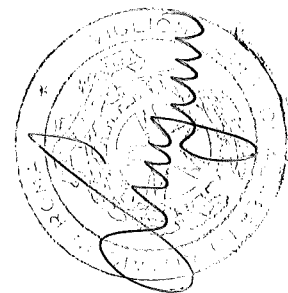


PROF. DOTT. EUGENIO D'AMICO
ORDINARIO DI ECONOMIA AZIENDALE
DOTTORE COMMERCIALISTA - REVISORE LEGALE

IL VALORE ECONOMICO DEL 50,1% DELLA "CLEAN
TECH LUXCO S.A."

RELAZIONE DI STIMA



Via della Pace 13
00186 - Roma
E - MAIL: edamico@studioprofdamico.it

Eugenio D'Amico

INDICE

1.	INTRODUZIONE	3
1.1	PREMESSE E FINALITÀ DELL'INCARICO	3
1.2	ATTIVITÀ SVOLTA E PRINCIPALE DOCUMENTAZIONE ANALIZZATA	3
1.3	ASSUNZIONI E LIMITAZIONI	4
2.	PROFILO DELLA SOCIETÀ	6
2.1	PRINCIPALI INFORMAZIONI SOCIETARIE	6
3.	PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE	8
3.1	STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ PARTECIPATA VESCOVO ROMANO & C. S.R.L.	9
3.2	STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ PARTECIPATA GREEN UP S.R.L.	15
3.3	STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ PARTECIPATA GREEN UP HOLDING S.R.L.	18
3.4	STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ PARTECIPATA SPC GREEN S.P.A.	18
3.5	STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEL 50,1% DELLA CLEAN TECH LUXCO S.A.	21
4.	METODO DI VALUTAZIONE DI CONTROLLO	22
5.	CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE	23

1. INTRODUZIONE

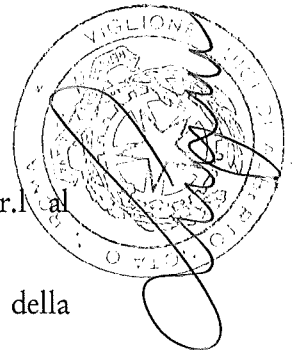
1.1 PREMESSE E FINALITÀ DELL'INCARICO

In data 19 ottobre 2020, il sottoscritto Prof. Eugenio D'Amico, Ordinario di Economia Aziendale presso l'Università degli Studi Roma Tre, Dottore Commercialista e Revisore Legale, ha ricevuto dal Comitato Parti Correlate della società Innovatec S.p.A., quotata al mercato AIM (poi, anche solo "Innovatec") - con sede legale in Milano (MI), Via Giovanni Bensi, 12/3 - 20152, P.IVA 08344100964 - l'incarico di stimare il valore economico della quota rappresentante il 50,1% del capitale della (*Newco*) Clean Tech Luxco S.A. (poi, anche solo "*Newco*", "Clean Tech" o "Società"), rinveniente dalla scissione della GreenLuxCo Capital S.A., con sede legale in Rue De Beggen 8, L-1220 Lussemburgo alla data del 30 giugno 2020.

1.2 ATTIVITÀ SVOLTA E PRINCIPALE DOCUMENTAZIONE ANALIZZATA

L'attività di stima è stata realizzata basandosi sui dati e sulle informazioni principalmente contenuti nella documentazione indicata di seguito, messa a disposizione direttamente dalla Società e dalla sue controllate, dirette e indirette:

1. *Business Plan* sottoscritti dal legale rappresentante delle società Vescovo Romano & C. S.r.l., Green Up S.r.l., Green Up Holding S.r.l. e SPC Green S.p.A.;
2. Visura camerale della Vescovo Romano & C. S.r.l. alla data del 09/10/2020;
3. Visura camerale della Green Up S.r.l. alla data del 01/10/2020;
4. Visura camerale della Green Up Holding S.r.l. alla data del 11/05/2020;
5. Visura camerale della SPC Green S.p.A. alla data del 01/10/2020;
6. Situazione Contabile Intermedia della Vescovo Romano & C. S.r.l. al 09/06/2020 sottoscritta dal legale rappresentante;
7. Dichiarazione di conformità della Situazione Contabile Intermedia della Vescovo Romano & C. al 09/06/2020 con quella al 30/06/2020;
8. Situazione Contabile Intermedia della Green Up S.r.l. al 30/06/2020



PROF. DOTT. EUGENIO D'AMICO



- sottoscritta dal legale rappresentante;
9. Situazione Contabile Intermedia della Green Up Holding S.r.l. al 30/06/2020 sottoscritta dal legale rappresentante;
 10. Situazione Contabile Intermedia della SPC Green S.p.A. al 30/06/2020 sottoscritta dal legale rappresentante;
 11. *Written resolution Demerge Project* alla data del 02/10/2020 relativo alla scissione parziale della Green LuxCo Capital S.A. in favore della (*NewCo*) Clean Tech LuxCo S.A.;
 12. Atto di scissione della Green LuxCo Capital S.A. alla data del 09/11/2020;
 13. Bilancio di esercizio della SPC Green S.p.A. al 31/12/2019;
 14. Bilancio di esercizio della Green Up S.r.l. al 31/12/2019;
 15. Bilancio di esercizio della Green Up Holding S.r.l. al 31/12/2019;
 16. Descrizione progetto operazione di cessione, dalla Sostenya Group Plc alla Innovatec S.p.A., del 50,1% della lussemburghese Clean Tech LuxCo S.A.;
 17. Contratto di affitto di ramo di azienda dalla SPC Green S.p.A. alla Green Up S.r.l. alla data del 06/06/2019;
 18. Dichiarazione di disponibilità di SPC a proseguire il contratto di affitto oltre la data di scadenza;
 19. Dettaglio costi di struttura della Clean Tech LuxCo S.A.

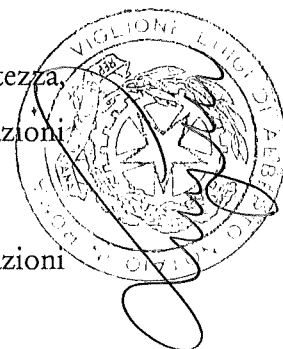
1.3 ASSUNZIONI E LIMITAZIONI

La presente Relazione di stima deve essere analizzata e considerata alla luce delle seguenti ipotesi di lavoro e limitazioni:

- 1) tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dalla Società e dalle sue controllate, dirette e indirette;
- 2) resta ferma, quindi, la responsabilità della Società e delle sue controllate, dirette e indirette, per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e

informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;

- 3) lo scrivente non ha effettuato alcuna forma di revisione relativamente alla documentazione di natura contabile ed extracontabile, in quanto esula dal presente incarico; pertanto, lo stesso non si assume alcuna responsabilità in ordine agli effetti che potrebbero prodursi sulla stima a causa di eventuali errori od omissioni nei dati contabili e negli altri documenti e informazioni ricevute;
- 4) l'incarico non ha previsto, con riferimento ai documenti utilizzati, lo svolgimento di verifiche contabili integrative;
- 5) non sono state effettuate verifiche sui titoli di proprietà;
- 6) allo scrivente, inoltre, non sono state comunicate violazioni di regolamenti o di norme di alcun genere i cui effetti avrebbero dovuto essere presi in considerazione ai fini della stima del valore economico;
- 7) l'analisi dello scrivente non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese);
- 8) le stime effettuate sono state formulate alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tengono conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibili (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, etc.);
- 9) da quanto precede discende che lo scrivente non risponde dell'accuratezza, completezza, rappresentatività e attendibilità dei dati, documenti e informazioni forniti;
- 10) la Relazione non ha la finalità di esprimersi, e non si esprime, sulle motivazioni economiche o strategiche alla base dell'operazione;
- 11) il contenuto della Relazione si basa significativamente su elementi di previsione che non possono essere interpretati o assunti come una garanzia sul futuro



dell'azienda;

12) le conclusioni esposte nella Relazione sono basate sul complesso delle valutazioni in esso contenute; pertanto, nessuna parte della stessa potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza.

2. PROFILO DELLA SOCIETÀ

2.1 PRINCIPALI INFORMAZIONI SOCIETARIE

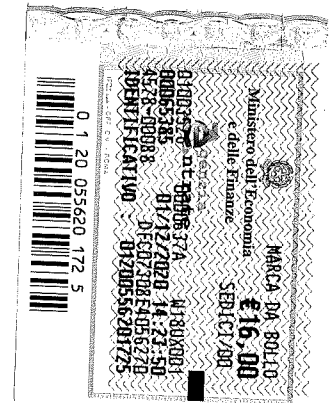
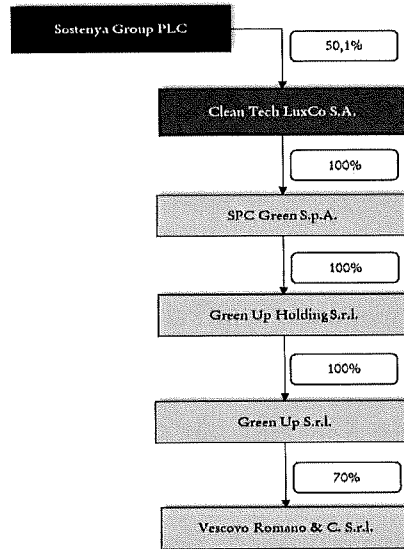
La (*Newco*) Clean Tech Luxco S.A. è la società oggetto di valutazione della presente Perizia di Stima per la quota rappresentante il 50,1% del capitale sociale della società. La Clean Tech Luxco SA di diritto lussemburghese, costituita il 9 novembre 2020, ha sede a Rue de Beggen 8 Lussemburgo, iscritta al Registro delle Imprese Lussemburghesi (Luxembourg Trade and Companies Register) n. B248877, capitale sociale di € 31.000,00. La società detiene dal 9 novembre 2020, a seguito di una operazione di scissione¹ della Green LuxCo Capital SA², il 100% del capitale sociale di SPC Green S.p.A. la quale indirettamente, tramite il controllo totalitario della Green Up Holding S.r.l., detiene il 100% del capitale sociale di Green Up S.r.l. Quest'ultima è a sua volta titolare del 70% del capitale della società Vescovo Romano & C. S.r.l. La Green Up S.r.l. e la Vescovo Romano & C. S.r.l sono attive nel *business* dei Servizi Ambientali Integrati.

¹L'atto di scissione, redatto ai sensi della legge lussemburghese, è stato approvato dall'assemblea straordinaria di Green LuxCo Capital SA in data 9 novembre 2020 a rogito n. 874/20 del Notaio Maître Joelle Baden in Lussemburgo ed iscritto al Registro Imprese del Lussemburgo in data B248877. L'atto prevede la scissione di Green LuxCo Capital SA in *Newco* di alcuni attivi e passivi della società quali la partecipazione totalitaria in SPC Green S.p.A. valutata € 10.000.000, un debito verso la stessa per € 6.400.000, un capitale sociale di € 31.000 con conseguente iscrizione di una riserva di scissione di € 3.569.000. L'operazione di scissione e i valori di numerario sono stati oggetto di perizia da parte dell'esperto indipendente ECOVIS IFG Audit S.A., con sede in 44 rue de Wiltz 2734, Lussemburgo, in conformità all'art. 420-10 della legge commerciale del Lussemburgo del 10 agosto 1915.

² Green LuxCo Capital S.A., società di diritto lussemburghese, capitale sociale Euro 31.000,00, con sede a Rue de Beggen 8, Lussemburgo, iscritta al Registro delle Imprese Lussemburghesi (Luxembourg Trade and Companies Register) n. B218182.

Di seguito, si riporta il partecipogramma esplicativo delle quote detenute dalla *Newco* oggetto di valutazione.

Figura 2.1 – Struttura del Gruppo Clean Tech LuxCo S.A. controllato da Sostenya Group Plc



Alla data del presente documento, il capitale sociale di Clean Tech è detenuto da Sostenya Group Plc, titolare di una partecipazione corrispondente al 50,1% del capitale sociale, e dalla società Ancient Stones LLC, con sede legale in 8 Langdale Close Lakeside Gardens Onchan Isle of Man IM3 2DD, titolare di una partecipazione corrispondente al 49,9% del capitale sociale.

Si rappresenta che, per la maggioranza del capitale della *Newco* (50,1%) – quindi per il gruppo ad essa riconducibile, come sopra rappresentato *sub* Fig. 1) - attualmente detenuta dalla Sostenya Group Plc, è prevista una operazione di cessione alla società Innovatec S.p.A., quotata all'AIM Italia, controllata anch'essa dalla Sostenya Group Plc con una quota del 51,6% (direttamente: 14,64%, indirettamente - tramite Gruppo Waste Italia S.r.l.: 36,96%) e attiva sin dalla sua costituzione nel settore dell'efficienza energetica, rivolta sia al mercato industriale italiano ed estero, sia all'edilizia privata del mercato *retail*. L'acquisto da parte di Innovatec del 50,1% della *Newco* è finalizzata alla creazione di una *Clean Technology Industry* totalmente integrata e quotata in



Eugenio D'Amico

borsa, fondata su tecnologie pulite che sviluppano processi, prodotti o servizi che riducono gli impatti ambientali negativi attraverso significativi miglioramenti dell'efficienza energetica, l'uso sostenibile delle risorse o attività di protezione ambientale.

Il Corrispettivo dell'operazione di acquisizione di Innovatec S.p.A. del 50,1% della *Newco* detenuta dalla Sostonya Group Plc è pari a Euro 5.831.000,00. L'acquisizione del 50,1% del capitale sociale della *Newco* da parte di Innovatec, quotata all'AIM Italia, si configura come operazione di *reverse take-over* ai sensi del Regolamento Emittenti AIM ed operazione a parti correlate di maggiore rilevanza ai sensi Regolamento Consob sulle operazioni con Parti Correlate. L'operazione deve essere quindi approvata dal Consiglio di Amministrazione di Innovatec, previo il parere favorevole del Comitato Parti Correlate che ha conferito mandato per eseguire la presente Perizia di Stima. L'esecuzione dell'operazione è, inoltre, condizionata all'approvazione da parte dell'Assemblea degli azionisti di Innovatec sempre in accordo con le disposizioni contenute nel Regolamento Emittenti AIM.

3. PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE

Come evidenziato *sopra* (par. 2.1), la società oggetto di valutazione - (*Newco*) Clean Tech Luxco S.A. - costituisce una *sub-holding* di partecipazioni controllata (al 50,1%) dalla Sostonya Group Plc. Pertanto, le *legal entity* di interesse ai fini della stima risultano essere le seguenti:

- Clean Tech LuxCo S.A., *Newco* titolare *post* scissione dell'intera partecipazione in SPC Green S.p.A. e delle sue controllate Green Up Holding S.r.l., Green Up S.r.l. e Vescovo Romano & C. S.r.l.;
- SPC Green S.p.A. (SPC): *sub-holding* di partecipazioni che ha per oggetto (diretto e/o indiretto per il tramite delle sue controllate) l'attività di raccolta, trasporto, trattamento, smaltimento, recupero, riciclaggio, commercializzazione e valorizzazione, di rifiuti urbani e speciali, pericolosi e

non, solidi e liquidi, in conto proprio e per conto di terzi, nonché l'attività di gestione di impianti per la produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili e da biogas da discariche (attività denominate nel loro complesso "business ambiente" o "Servizi Ambientali Integrati");

- **Green Up Holding S.r.l. (GUPH):** controllata al 100% dalla SPC Green S.p.A., anch'essa risulta essere una *sub-holding* di partecipazioni del "business ambiente".
- **Green Up S.r.l. (GUP):** controllata al 100% dalla Green Up Holding, affittuaria del ramo "business ambiente" ex-Waste Italia in capo a SPC Green e del ramo d'azienda "business ambiente" della ex-collegata Faeco S.r.l.;
- **Vescovo Romano & C. S.r.l. (Vescovo Romano):** controllata al 70% da Green Up S.r.l., attiva nella lavorazione ed il commercio dei rifiuti cartacei e di ogni altro materiale di recupero.

In base a quanto detto in precedenza, tenuto conto del gruppo aziendale riconducibile alla società oggetto di valutazione, la stima del capitale economico della (*Nerwco*) Clean Tech LuxCo S.A. (società oggetto di valutazione) sarà effettuata secondo un approccio *bottom-up*, partendo dall'ultima partecipata e risalendo nella catena partecipativa.

3.1 STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ PARTECIPATA VESCOVO ROMANO & C. S.R.L.

L'ultima partecipata nella catena partecipativa è la Vescovo Romano & C. S.r.l. In quanto società operativa, sarà valutata sulla base dei flussi finanziari operativi netti attesi, cui aggiungere il valore della partecipazione detenuta nella Banca Popolare di Biella e Vercelli quale investimento finanziario da gestione accessoria. La formula di calcolo del valore economico è pertanto sintetizzabile nel seguente algoritmo:



$$W_{V.R.} = \left[\sum_{t=1}^n \frac{FON_t}{(1+i_c)^t} + VA(TV_n) - PFN \right] + V.G.A. =$$
$$= [FON_1(1+WACC)^{-1} + FON_2(1+WACC)^{-2} + \dots$$
$$+ FON_n(1+WACC)^{-n} + VA(TV_n) - PFN] + V.G.A. (BPBV)$$

Dove:

FON sono i flussi di cassa operativi netti prodotti dalla società;

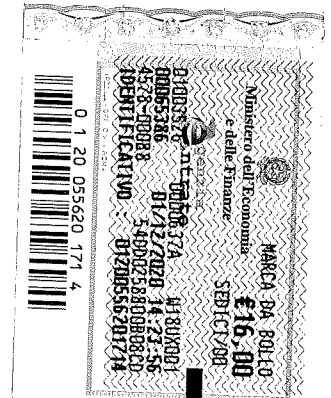
WACC è il costo medio ponderato del capitale;

PFN è la posizione finanziaria netta della società;

TV è il *Terminal Value*;

V.G.A. è il valore della gestione accessoria;

BPBV è la partecipazione detenuta nella Banca Popolare di Biella e Vercelli.



Di seguito, la descrizione del metodo di calcolo delle singole variabili (*input*) utilizzate ai fini della valutazione in esame.

La stima dei flussi di cassa operativi netti

La configurazione di flusso finanziario operativo utilizzata è quella del c.d. *Free Operating Cash Flow (FOCF)*. Si tratta del flusso operativo al netto di imposte che il *management* di riferimento della Vescovo Romano ha stimato sarà in grado di generare l'impresa nel tempo. In particolare, tale flusso operativo tiene conto - in linea con la migliore prassi internazionale (IAS 36) - dei flussi finanziari previsti per gli investimenti di mantenimento dei benefici futuri. Siffatti investimenti includono le uscite stimate per manutenzioni ordinarie e per investimenti strumentali all'impresa (*Capital Expenditures*), necessari per garantire nel tempo la redditività *standard* dell'attività operativa, nella sua condizione corrente³. L'entità dei *FOCF*

³ "Nella determinazione dei flussi, lo IAS 36, paragrafo 49, chiarisce, infatti, che le stime di flussi finanziari futuri includono i flussi finanziari in uscita necessari a mantenere il livello di benefici economici che si prevede derivino dall'attività nella sua condizione corrente. Tale previsione obbliga l'inclusione degli

impiegati nella valutazione è stata rilevata dal piano finanziario che il *management* societario di riferimento ha predisposto, con previsione di flussi di cassa analitici per i primi 6 anni (2020-2025).

La stima del costo medio ponderato del capitale (WACC)

L'applicazione del metodo indicato richiede la determinazione del tasso di attualizzazione che, nel caso di specie, per coerenza con la configurazione di flusso (FOCF) prescelta, è rappresentato dal costo medio ponderato del capitale (WACC - *Weighted Average Cost of Capital*) reale, al netto delle imposte:

$$WACC = K_d * (D / (D + E)) * (1 - t) + K_e * (E / (E + D))$$

dove:

K_d è il *pre-tax cost of debt*, ovvero il costo medio di indebitamento finanziario *pre-tax*;

$D / (D + E)$ è il *leverage* finanziario (fattore di ponderazione rispetto al *cost of debt*);

t è l'aliquota fiscale vigente sul reddito aziendale;

K_e è il *cost of equity*, ovvero il costo del capitale proprio;

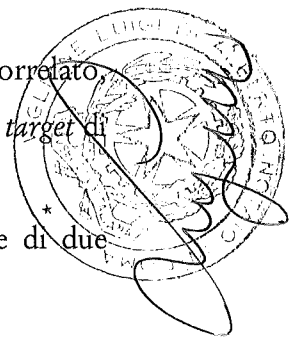
$E / (E + D)$ è l'indice di indipendenza finanziaria (fattore di ponderazione rispetto al *cost of equity*).

Con riferimento alle variabili *pre-tax cost of debt* (K_d), *leverage* finanziario (e, correlato, indice di indipendenza finanziaria), ai fini della stima, sono stati presi i valori *target* di riferimento del settore di appartenenza⁴.

Con riferimento al *cost of equity* (K_e), esso è funzione (somma) del valore di due specifiche componenti, ovvero:

investimenti di mantenimento nella definizione dei flussi finanziari, in quanto non incrementativi della redditività standard dell'attività ma indispensabili per il mantenimento della stessa" (OIC 2009 - Serie: Applicazioni IAS/IFRS - Impairment e Avviamento - Applicazione 2- Dicembre 2009, p. 17).

⁴ Fonte: Damodaran stern. Nyu.edu *Environmental & Waste Services Europe*.



$$K_e = i_1 + i_2$$

dove:

i_1 rappresenta il *risk free rate (R_f)* o *price of time*;

i_2 rappresenta il premio per il rischio.

Sulla stima del primo addendo (i_1), si è preso a riferimento il rendimento a 20 anni dei titoli di Stato tedeschi (*Bund*), pari a -0,426%.

Per quanto concerne il calcolo del premio per il rischio (i_2), è stata adottata - in linea con la più ampia e diffusa dottrina e prassi valutativa, nazionale e internazionale - la tecnica di stima fondata sul *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

In specie, i_2 viene determinato nel seguente modo:

$$i_2 = \beta \cdot (PM) = \beta \cdot (R_m - i_1)$$

dove:

i_2 è il premio per il rischio;

β è il *beta-factor levered* che misura il rischio della specifica azienda;

$(R_m - i_1)$ è il premio di mercato, essendo R_m , il rendimento medio atteso dal mercato.

Con riferimento alla società in valutazione, in assenza di quotazione e, dunque, di un valore proprio del coefficiente *beta*, si è comparativamente utilizzato il *beta levered* medio relativo al settore di appartenenza (*Environmental & Waste Services*), pari a 0,97⁵. Il premio di mercato (PM) è stato fissato al 8,46%⁶. Il valore del premio per il rischio i_2 è dunque pari a 8,20%.

Il valore complessivo del tasso di sconto K_e è quindi pari a 7,77%⁷. Rispetto al *cost of equity* così determinato, si è preferito seguire un approccio prudentiale e sommarvi un premio di liquidabilità (*PL*)⁸. Tale premio deve essere riconosciuto in ragione della

⁵ Fonte: Damodaran stern. Nyu.edu _media *Environmental & Waste Services Europe*.

⁶ Fonte: Damodaran stern. Nyu.edu

⁷ Nel testo, si è fermata l'approssimazione alla seconda cifra decimale. Di contro, il calcolo effettivo effettuato tiene conto di tutte le cifre decimali.

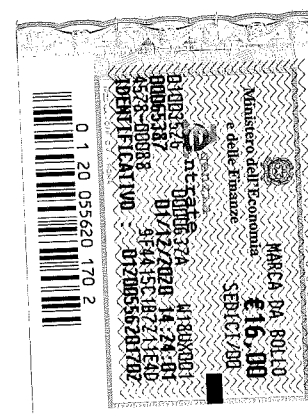
⁸ Cfr. A. Damodaran, 2005, *Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount*.

difficoltà di monetizzare prontamente l'investimento nel valore economico della società connesso alla non quotazione della stessa. In linea con la letteratura di riferimento, è stato applicato un premio di liquidità pari a 3,5%⁹. Il *cost of equity* (K_e) corretto per il premio di liquidabilità è pertanto pari a 11,27%.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC) dell'azienda valutanda è quindi pari a 9,11%.

Di seguito, si riporta la tabella di calcolo del WACC:

INPUT	Valore
Risk free rate (R_f)	(0,426%)
Equity Market Risk Premium ($R_m - R_f$)	8,46%
Beta Unlevered (β_u)	0,76
Beta levered (β_l)	0,97
Liquidity premium	3,50%
Cost of Equity (K_e)	11,27%
Cost of debt (K_d) pre tax	4,36%
Aliquota fiscale	27,90%
Cost of debt (K_d) after tax	3,14%
Debt / Equity ratio	0,3625
% equity	73%
% debt	27%
WACC	9,11%

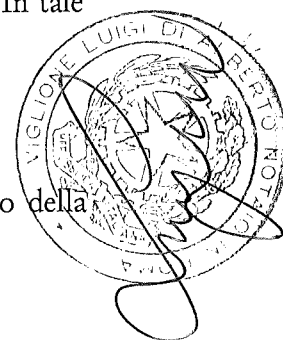


Il calcolo del Terminal Value

Per il calcolo del *terminal value*, si è supposto che, il flusso di cassa dell'ultimo anno di piano analitico si ripeta in via perpetua senza alcuna previsione di crescita. In tale ipotesi, il valore attuale del *terminal value* è pari a circa euro 5.791 mila.

Il valore della Posizione Finanziaria Netta

La posizione finanziaria netta della Vescovo Romano alla data di riferimento della valutazione è pari a circa euro 2.563 mila.



⁹ Cfr. A. Damodaran, 2005, *op.cit.*; Datar, V.T., N. Y. Naik and R. Radcliffe, 1998, "Liquidity and stock returns: An alternative test," *Journal of Financial Markets*; Amihud, Y. and H. Mendelson, 1986, *Asset Pricing and the Bid-ask Spread*, *Journal of Financial Economics*.

Il valore della gestione accessoria (V.G.A.)

Come evidenziato in precedenza, la società Vescovo Romano & C. S.r.l. detiene una piccola partecipazione nella Banca Popolare di Biella e Vercelli, quale investimento a titolo di gestione accessoria rispetto al *core business*. Il valore di tale gestione accessoria, non computato nel precedente calcolo, è pari al valore di carico della menzionata partecipazione, di circa euro 25 mila, risultante alla data di riferimento della valutazione.

Sostituendo i valori indicati alla formula finanziaria prescelta, si ottiene un valore economico della società Vescovo Romano & C. S.r.l., pari a circa euro 7.112 mila, come indicato nella tabella seguente.

Tabella 3.1.1 – Valore economico del 100% del capitale della società Vescovo Romano & C.

S.r.l.

Valori in migliaia di euro

VARIABILI	Valore
Valore attuale flussi di cassa e TV	9.650
P.F.N.	2.563
V.G.A.	25
Totale = Valore Economico (W) 100% Vescovo Romano & C. S.r.l.	7.112

Ai fini della presente stima (relativa alla Clean Tech), va tenuto conto che la società Vescovo Romano & C. S.r.l. è partecipata al 70% dalla Green Up S.r.l. Il valore della quota di partecipazione detenuta da Green Up S.r.l. in Vescovo Romano è quindi pari a circa euro 4.979 mila, come di seguito espresso algebricamente:

$$W_{V.R.(70\%)} = 70\% * W_{V.R.(100\%)} = 70\% * 7.112 \text{ mila} = \text{euro } 4.979 \text{ mila}$$

Si rappresenta che, in via prudentiale, al valore economico della partecipazione non è stato applicato alcun premio di maggioranza.

3.2 STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ PARTECIPATA GREEN UP S.R.L.

Salendo lungo la catena partecipativa in analisi, rileva la società Green Up S.r.l. In quanto società operativa e, altresì, controllante (al 70%) della Vescovo Romano Srl, la Green Up S.r.l. viene valutata sommando: 1) il valore della partecipazione detenuta (sostanzialmente, il valore economico di una attività che è possibile considerare alla stregua di una gestione accessoria), con 2) il valore economico determinato sulla base dei flussi finanziari operativi attesi. La formula di calcolo del valore economico (W) della Green Up S.r.l. può essere pertanto espressa attraverso il seguente algoritmo:

$$\begin{aligned} W_{GU} = V.G.A. + W(Fl) &= W_{V.R.}(70\%) + \sum_{t=1}^n \frac{FON_t}{(1+WACC)^t} + VA(TV_n) - PFN = \\ &= W_{V.R.}(70\%) + FON_1(1+WACC)^{-1} + FON_2(1+WACC)^{-2} \\ &+ \dots + FON_n(1+WACC)^{-n} + VA(TV_n) - PFN \end{aligned}$$

Dove:

$V.G.A.$ = $W_{V.R.}(70\%)$ è il valore economico della quota detenuta da Green Up S.r.l. (70%) in Vescovo Romano & C. S.r.l.;

FON sono i flussi di cassa operativi netti prodotti dalla società;

$WACC$ è il costo medio ponderato del capitale;

PFN è la posizione finanziaria netta della società;

TV è il *Terminal Value*.

Di seguito, la descrizione del metodo di calcolo delle singole variabili (*input*) utilizzate ai fini della valutazione in esame.



Eugenio D'Amico

Il valore della gestione accessoria (V.G.A.)

Come testé delineato, il valore della gestione accessoria è rappresentato dal valore economico della partecipata Vescovo Romano & C. S.r.l., controllata al 70%. Siffatto valore è già stato stimato ed è pari a circa euro 4.979 mila.

La stima dei flussi di cassa operativi netti

Anche in questo caso, la configurazione di flusso finanziario operativo utilizzata è quella del c.d. *Free Operating Cash Flow (FOCF)*. L'entità dei *FOCF* impiegati nella valutazione è stata rilevata dal piano finanziario che il *management* societario ha predisposto. In merito, il *cash flow statement* previsionale è stato dalla società suddiviso per *Business Unit (BU)*, distinguendo le attività a vita indefinita (raccolta rifiuti, impianti di trattamento, biogas e sede), dalle attività a vita definita relative alla gestione in essere delle discariche, tenendo altresì conto delle previste uscite finanziarie future di utilizzo dei fondi di chiusura e post-chiusura accantonati per le discariche. I flussi di cassa (*FOCF*) così stimati sono stati ridotti dell'ammontare delle uscite per i costi di struttura previsti per il mantenimento della controllante *Green Up Holding S.r.l.*, *sub-holding* finanziaria pura. I suddetti costi di struttura sono stati stimati dal *management* societario di riferimento in circa euro 12,5 mila annuali.

La stima del costo medio ponderato del capitale (WACC)

L'applicazione del metodo indicato richiede la determinazione del tasso di attualizzazione che, nel caso di specie, per coerenza con la configurazione di flusso (*FOCF*) prescelta, è rappresentato dal costo medio ponderato del capitale (*WACC - Weighted Average Cost of Capital*) reale, al netto delle imposte:

$$WACC = K_d \cdot (D / (D + E)) \cdot (1 - t) + K_e \cdot (E / (E + D))$$

Il costo medio ponderato del capitale (*WACC*) dell'azienda valutanda è pari a 9,11%,

PROF. DOTT. EUGENIO D'AMICO



così come indicato in precedenza¹⁰.

Il calcolo del Terminal Value

Per il calcolo del *Terminal Value*, si è supposto che il flusso di cassa stimato dalla società al termine della gestione di chiusura e *post* chiusura delle scariche si ripeta in via perpetua senza alcuna previsione di crescita.

In tale ipotesi, il valore attuale del *terminal value* è pari a circa euro 336 mila.

Il valore della Posizione Finanziaria Netta

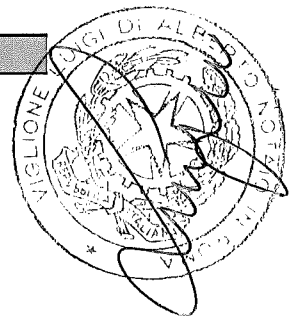
La posizione finanziaria netta della società calcolata alla data di valutazione è pari a circa euro - 5.724 mila.

Sostituendo i valori indicati alla formula finanziaria prescelta, si ottiene quindi un valore economico della società Green Up S.r.l., alla data di valutazione (30.06.2020), pari a circa euro 57.146¹¹ mila, come indicato nella seguente tabella:

Tabella 3.2.1 - Valore economico del 100% del capitale della società Green Up S.r.l.

Valori in migliaia di euro

VARIABILI	Valore
Valore attuale flussi di cassa e TV	46.444
P.F.N.	-5.724
V.G.A = $W_{V.R.}(70\%)$	4.979
Totale = Valore Economico (W) 100% Green Up S.r.l.	57.146



¹⁰ Cfr. paragrafo 3.1, pp. 11-13.

¹¹ Nel testo, si è fermata l'approssimazione alla seconda cifra decimale. Di contro, il calcolo effettivo effettuato tiene conto di tutte le cifre decimali.

Eugenio D'Amico

3.3 STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ PARTECIPATA GREEN UP HOLDING S.R.L.

La Green Up Holding S.r.l. è una *sub-holding* di partecipazioni. Essa, non svolge alcuna attività operativa. Per tale ragione, viene valutata, in linea con la teoria e la prassi valutativa, calcolando il patrimonio netto rettificato nel quale, evidentemente, la maggior rettifica riguarda il valore della partecipazione in Green Up S.r.l. che, come si è visto - a sua volta - controlla Vescovo Romano & C. S.r.l. La formula di calcolo del valore economico è:

$$W = K' = A' - P'$$

Dove:

K' è il patrimonio netto rettificato, alla data di riferimento della valutazione;

A' rappresenta l'attivo riespresso a valori correnti, alla data di riferimento della valutazione;

P' costituisce il passivo riespresso a valori correnti, alla data di riferimento della valutazione.

Il valore del patrimonio netto rettificato (K') della Green Up Holding S.r.l., alla data di riferimento della valutazione, è pertanto pari a circa euro 55.904 mila, dove l'unica rettifica (*in majus*) è riconducibile al maggior valore economico (rispetto al valore di carico) della partecipazione in Green Up S.r.l.

3.4 STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ PARTECIPATA SPC GREEN S.P.A.

La SPC Green S.p.A. è una *sub-holding* di partecipazioni che ha per oggetto (diretto e/o indiretto per il tramite delle sue controllate) l'attività riconducibile al *business* ambiente. In particolare, la SPC ha dato in affitto alla Green Up S.r.l. il ramo d'azienda relativo al predetto *business* ambiente. La società viene valutata sommando, al valore della partecipazione detenuta (sostanzialmente il valore economico di una attività che è possibile considerare alla stregua di una gestione accessoria), il valore

economico determinato sulla base dei flussi finanziari operativi attesi. La formula di calcolo del valore economico (W) della SPC Green S.p.A. è la seguente:

$$\begin{aligned} W_{SPC} = V.G.A. + W(FI) &= W_{GUH}(100\%) + \sum_{t=1}^n \frac{FON_t}{(1+WACC)^t} + VA(TV_n) - PFN = \\ &= W_{GUH}(100\%) + FON_1(1+WACC)^{-1} + FON_2(1+WACC)^{-2} \\ &+ \dots + FON_n(1+WACC)^{-n} + VA(TV_n) - PFN \end{aligned}$$

Dove:

V.G.A. = W_{GUH} (100%) è il valore economico della quota detenuta da SPC Green S.p.A. (100%) in Green Up Holding S.r.l.;

FON sono i flussi di cassa operativi netti prodotti dalla società;

WACC è il costo medio ponderato del capitale;

PFN è la posizione finanziaria netta della società;

TV è il *Terminal Value*.

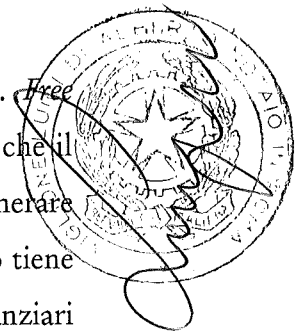
Di seguito, la descrizione del metodo di calcolo delle singole variabili (*input*) utilizzate ai fini della valutazione in esame.

Il valore della gestione accessoria (V.G.A.)

Come sopra delineato, il valore della gestione accessoria è rappresentato dal valore economico della partecipata Green Up Holding S.r.l., controllata al 100%. Siffatto valore è già stato stimato ed è pari a circa euro 55.904 mila.

La stima dei flussi di cassa operativi netti

La configurazione di flusso finanziario operativo utilizzata è quella del c.d. *Free Operating Cash Flow (FOCF)*. Si tratta del flusso operativo al netto di imposte che il *management* societario di riferimento ha stimato l'impresa sarà in grado di generare nel tempo. In particolare, come già indicato in precedenza, tale flusso operativo tiene conto - in linea con la migliore prassi internazionale (IAS 36) - dei flussi finanziari previsti per gli investimenti di mantenimento dei benefici futuri. Siffatti investimenti includono le uscite stimate per manutenzioni ordinarie e per investimenti strumentali



Eugenio D'Amico

all'impresa (*Capital Expenditures*), necessari per garantire nel tempo la redditività *standard* dell'attività operativa, nella sua condizione corrente¹². L'entità dei *FOCF* impiegati nella valutazione è stata rilevata dal piano finanziario che la società ha predisposto. I flussi di cassa (*FOCF*) così stimati sono stati ridotti dell'ammontare delle uscite per i costi di struttura previsti per il mantenimento della controllante *Clean Tech LuxCo S.A.*, *sub-holding* finanziaria pura. I suddetti costi di struttura sono stati stimati dal *management* societario in circa euro 41 mila annuali.

La stima del costo medio ponderato del capitale (WACC)

L'applicazione del metodo indicato richiede la determinazione del tasso di attualizzazione che, nel caso di specie, per coerenza con la configurazione di flusso (*FOCF*) prescelta, è rappresentato dal costo medio ponderato del capitale (*WACC - Weighted Average Cost of Capital*) reale, al netto delle imposte.

Il costo medio ponderato del capitale (*WACC*) dell'azienda valutanda è pari a 9,11%, così come indicato in precedenza¹³.

Il calcolo del Terminal Value

Per il calcolo del *terminal value*, si è supposto che il flusso di cassa dell'ultimo anno di piano analitico si ripeta in via perpetua senza alcuna previsione di crescita. In tale ipotesi, il valore attuale del *terminal value* è pari a circa euro 4.790 mila.

Il valore della Posizione Finanziaria Netta

La posizione finanziaria netta della società in esame comprende l'ammontare dovuto per gli strumenti finanziari partecipativi emessi e sottoscritti e il totale dei debiti assunti dalla società a fronte del concordato Waste Italia alla data di valutazione.

¹² Si veda nota 3.

¹³ Cfr. paragrafo 3.1, pp. 11-13.



Per ragioni di prudenza, il valore di tali debiti è stato assunto come *stock* alla data di riferimento della valutazione, piuttosto che come valore attuale dei futuri esborsi. Il valore complessivo così determinato della PFN è pertanto pari a circa euro 28.267 mila.

Sostituendo i valori indicati alla formula finanziaria prescelta, si ottiene un valore economico della società SPC Green S.p.A., alla data di valutazione, pari a circa euro 34.403 mila, come indicato nella seguente tabella:

Tabella 3.4.1 - Valore economico del 100% del capitale della società SPC Green S.p.A.

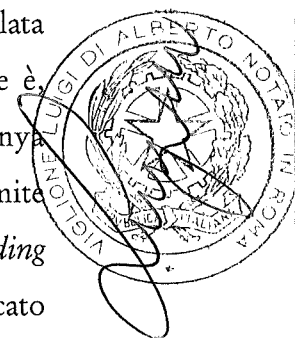
Valori in migliaia di euro

VARIABILI	Valore
Valore attuale flussi di cassa e TV	6.766
P.F.N.	28.267
V.G.A. = $W_{GUH}(100\%)$	55.904
Totale = Valore Economico (W) 100% SPC Green S.p.A.	34.403

3.5 STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEL 50,1% DELLA CLEAN TECH LUXCO S.A.

La Clean Tech LuxCo S.A. costituisce la partecipata *target* di valutazione, controllata al 50,1% dalla *holding* Sostenya Group Plc. Obiettivo ultimo della valutazione è, infatti, la stima del capitale economico della quota partecipativa detenuta da Sostenya Group Plc in Clean Tech LuxCo S.A. In particolare, quest'ultima è titolare, tramite SPC Green S.p.A. (partecipata al 100%), del *business* ambiente. In quanto *sub-holding* pura, Clean Tech LuxCo S.A. viene valutata calcolando il patrimonio netto rettificato nel quale, evidentemente, la maggior rettifica riguarda il valore della partecipazione in SPC Green S.p.A. La formula di calcolo del valore economico è:

$$W = K' = A' - P'$$



dove i simboli assumono i significati noti.

Il valore del patrimonio netto rettificato (K') della Clean Tech LuxCo S.A., alla data di riferimento della valutazione (30.06.2020), è pari a circa euro 28.003 mila, dove l'unica rettifica (*in majus*) è riconducibile al maggior valore economico (rispetto al valore di carico) della partecipazione in SPC Green S.p.A.

Il valore economico della quota partecipativa detenuta, al 50,1%, da Sostenya Group Plc in Clean Tech LuxCo S.A. è dunque pari a circa euro **14.029 mila** (50,1%* euro 28.003 mila).

Si rappresenta che, in coerenza con l'approccio prudenziale di valutazione adottato, al valore economico della partecipazione non è stato applicato alcun premio di maggioranza.

4. METODO DI VALUTAZIONE DI CONTROLLO

Da ultimo, si è proceduto a verificare la stima del valore economico della partecipata (*Newco*) Clean Tech LuxCo S.A. effettuata in precedenza - basata sui fondamentali aziendali - con una metodologia valutativa alternativa di controllo fondata sui multipli di mercato. In specie, al fine di consentire una comparazione omogenea dei metodi valutativi adottati, è stato utilizzato il multiplo " $EV/EBIT^*(1-t)^{14}$ " relativo al settore di appartenenza (*Environmental & Waste Services*).

Come sopra delineato, in ragione del gruppo aziendale riconducibile alla società *target* di valutazione (Clean Tech LuxCo S.A.), si è seguito un approccio valutativo *bottom-up*, partendo dalla stima della società posizionata all'ultimo livello della catena partecipativa e risalendo lungo la stessa, fino ad arrivare alla valutazione della *Newco* (società *target*).

Di seguito, si riporta una tabella riepilogativa dei valori economici stimati applicando il predetto multiplo di mercato.

¹⁴ Fonte: Damodaran stern. Nyu.edu. Si rappresenta che non si è proceduto anche alla stima fondata sul multiplo EV/EBITDA fornito dal Damodaran poiché al lordo di imposte, quindi non comparabile con i valori economici basati sui fondamentali (*FOCF*), considerati al netto delle imposte.

Tabella 4.1 – Stima W fondata sui multipli di mercato – Valori in Migliaia di Euro

Company	EV/EBIT (1-t)	EBIT aziendale (al netto di imposte) medio prospettico	EV societario	P.F.N.	V.G.A. (Valore della Gestione Accessoria)	W societario	W quota partecipativa - 70%
Vescovo Romano & C. S.r.l.	32,42	572	18.548	2.563	25	16.010	11.207

Company	EV/EBIT (1-t)	EBIT aziendale (al netto di imposte) medio prospettico	EV societario	P.F.N.	V.G.A. (Valore della Gestione Accessoria)	W societario	W quota partecipativa - 100%
Green UP Srl	32,42	5.926	192.133	(5.724)	11.207	209.063	209.063

W Green Up Holding S.r.l. = K'	<u>207.820</u>
--------------------------------	----------------

Company	EV/EBIT (1-t)	EBIT aziendale (al netto di imposte) medio prospettico	EV societario	P.F.N.	V.G.A. (Valore della Gestione Accessoria)	W societario	W quota partecipativa - 100%
SPC Green SPA	32,42	(1.544)	(50.052)	28.267	207.820	129.501	129.501

W Clean Tech LuxCo S.A. = K'	<u>123.101</u>
Quota partecipativa (%) detenuta da Sostenya Group Plc	50,1%
W Quota partecipativa (%) detenuta da Sostenya Group Plc	<u>61.674</u>

5. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Nella presente perizia, è stato valutato il capitale economico della (*Newco*) Clean Tech Luxco S.A. per la quota rappresentante il 50,1% del capitale sociale della società.

Tale stima ha condotto a un valore economico della suddetta quota partecipativa del 50,1% pari a circa euro 14.029 mila, arrotondati a 14.000.000 (quattordicimilioni/00).

o o s o o

Nel ringraziare per la fiducia accordata, lo scrivente rimane a disposizione per qualsiasi chiarimento si ritenesse necessario.



Roma, 01 dicembre 2020

Prof. Dott. Eugenio D'Amico

Eugenio D'Amico





Luigi Viglione

NOTAIO

Repertorio n. 5932 —

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI RELAZIONE DI STIMA

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemilaventi, il giorno primo del mese di dicembre.

1 dicembre 2020

In Roma, nel mio Studio in Via Cesare Beccaria, n. 88.

Innanzitutto a me Avv. LUIGI VIGLIONE, Notaio con sede in Roma, iscritto nel ruolo del Collegio dei Distretti Notarili Riuniti di Roma, Velletri e Civitavecchia,

è presente il Signor:

- Prof. D'AMICO Eugenio, nato a Roma in data 21 gennaio 1965, domiciliato in Roma, via della Pace, n. 13, codice fiscale: DMC GNE 65A21 H501T, che dichiara di essere Dottore Commercialista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Roma, al n. AA_006175 e Revisore Legale dei Conti, iscritto nell'apposito Registro con D.M. 25 novembre 1999, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, supplemento n. 100 - del 17 dicembre 1999 - al n. 104477.

Il Comparente, della cui identità personale io Notaio sono certo, mi presenta la relazione di stima che precede, relativa al valore economico della quota rappresentante il 50,1% (cinquanta virgola uno per cento) del capitale sociale della Società CLEAN TECH LUXCO S.A., società Lussemburghese con sede in Lussemburgo, Rue de Beggen, n. 8, capitale sociale euro 31.000,00, iscritta nel Registro delle Imprese Lussemburghesi (Luxembourg Trade and Companies Register) al n. B248877, che consta di 12 (dodici) fogli stampati su 23 (ventitré) facciate scritte, chiedendomi di asseverarla con giuramento, ai sensi dell'art. 1 del R.D.L. 14 luglio 1937 n. 1666. Aderendo alla richiesta deferisco il giuramento al Comparente, previa ammonizione da me Notaio effettuata allo stesso sulle conseguenze delle dichiarazioni mendaci o reticenti e sull'obbligo di dichiarare la verità.

Il comparente presta quindi il giuramento, pronunciando le parole: "Giuro di aver bene e fedelmente adempiuto all'incarico ricevuto, e quindi redatto la perizia sopra riportata, al solo scopo di far conoscere la verità".

Il presente atto, in calce alla perizia, viene rilasciato al Comparente, su sua espressa richiesta, per gli usi consentiti dalla legge.

Richiesto io Notaio ho ricevuto quest'atto, scritto con mezzi elettronici da me Notaio sopra un foglio occupato per una pagina, da me letto al Comparente, che lo approva.

Viene sottoscritto alle ore *dieci e nove e venti*

Eugenio D'Amico

Luigi Viglione

