GLASS TO POWER SpA

STIMA del VALORE ECONOMICO della SOCIETA'

Parere professionale



Sommario

1. OG	GETTO DELL'INCARICO E FINALITÀ DELLA RELAZIONE	3
1.1.	Premessa	3
1.2.	Oggetto e finalità della relazione	3
1.3.	Documentazione ottenuta e visionata	4
1.4.	Data di riferimento della stima	5
1.5.	Svolgimento dell'incarico	5
1.6.	Verifiche effettuate e limitazioni di responsabilità	5
2. LA	SOCIETÀ OGGETTO DI VALUTAZIONE	7
2.1.	Identificazione della Società e Oggetto Sociale	7
2.2.	Attuali assetti proprietari e di governance	7
2.3.	Analisi di bilancio	8
2.3.1.	Stato patrimoniale economico – tecnico	8
2.3.2.	Conto economico a valore aggiunto	S
2.3.3.	Analisi dei flussi finanziari	10
2.4.	Prospettive di sviluppo	10
2.5.	Osservazioni critiche	14
3. LO	GICHE VALUTATIVE E SELEZIONE DEL METODO DI STIMA	15
3.1.	Presupposti valutativi	15
3.2.	Selezione del metodo valutativo	15
4. STI	MA DEL VALORE AZIENDALE	17
4.1.	Applicazione del metodo valutativo principale	17
4.1.1.	Durata della vita utile aziendale	17
4.1.2.	Determinazione dei flussi attesi	18
4.1.3.	Stima del costo del capitale.	20
4.1.4.	Calcoli e risultati	21
4.2.	Applicazione del metodo di controllo	22
4.2.1.	Determinazione del multiplo e dell'irr	22
4.2.2.	Determinazione del risultato terminale	23
4.2.3.	Calcoli e risultati	23
5. CO	NCLUSIONI	25
5.1.	Riepilogo degli esiti delle stime	25
5.2	Valore aggramiga della Società	25

1. OGGETTO DELL'INCARICO E FINALITA' DELLA RELAZIONE

1.1. PREMESSA

Il sottoscritto, Prof. Giuseppe Sancetta (di seguito anche "il Sottoscritto" o "il Valutatore"), nato a Catania (CT) il 20 febbraio 1966, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Roma al n. AA_003574, iscritto al Registro dei Revisori Legali al n. 52.392, Professore Ordinario di "Economia e Gestione delle Imprese" presso la Facoltà di Economia dell'Università "Sapienza" di Roma,

premesso

che, con proposta d'incarico del 12 aprile 2019, successivamente accettata dal Dott. Emilio Sassone Corsi, in qualità di Amministratore Delegato della società GLASS TO POWER SpA (di seguito anche "la Società" o "G2P"), con sede in Rovereto (TN), Via Zeni 8, è stato conferito al Sottoscritto mandato per stimare il valore economico della Società medesima a supporto dell'operazione di aumento di capitale che si intende realizzare entro la fine del 2019,

espone

nella presente relazione il risultato delle attività svolte al fine di dare esecuzione al mandato ricevuto.

1.2. OGGETTO E FINALITÀ DELLA RELAZIONE

La relazione descrive tutte le fasi del procedimento valutativo che il Sottoscritto ha espletato per giungere a determinare il valore economico della Società, che si configura come una *start up* a forte vocazione innovativa operante nel settore della produzione e commercializzazione di prodotti per l'edilizia (vetrate) che sfruttano la tecnologia LSC (*luminescent solar concentrator*) per la generazione di energia dalla luce solare. La presente relazione è finalizzata a definire un ragionevole valore attribuibile alla Società a seguito dell'aumento di capitale sociale che intende realizzare per dare sostegno finanziario alle strategie di sviluppo rappresentate nel piano industriale 2019 - 2023.

Tutto ciò premesso, nei seguenti capitoli vengono illustrati la base informativa che il Sottoscritto ha composto e analizzato, le metodologie, le tecniche e le formule valutative che sono state utilizzate, gli esiti delle stime e le attestazioni di valore.

È utile ricordare che la stima del valore economico, basandosi in parte su risultati attesi e richiedendo l'esercizio di specifici apprezzamenti, è di per sé frutto di elaborazioni soggettive il cui esito, per essere affidabile, deve poter essere:

- dimostrabile, cioè ottenuto con un processo estimativo ampio ed esaustivo, frutto dell'applicazione di metodologie e formule valutative correttamente applicate, sulla base di assumptions e parametri valutativi chiari e ben rappresentati nella relazione di stima;
- razionale, cioè coerente con lo scopo della valutazione, con la specifica realtà aziendale in esame (settore attività, tipologia di azienda, fase del ciclo di vita, rischiosità, ecc.) e con la base informativa messa a disposizione del valutatore.

Da quanto di seguito descritto, si potrà riscontrare come il procedimento valutativo adottato

conduca a risultati dimostrabili e razionali rispetto alle caratteristiche attuali e alle prospettive future della Società in oggetto. È bene tuttavia specificare, fin d'ora, che:

- il Sottoscritto ha proceduto nella stima in ottemperanza ad un mandato ricevuto dall'Amministratore Delegato, Dott. Emilio Sassone Corsi, per conto della società GLASS TO POWER SpA, in vista di un'operazione di aumento di capitale che si prevede potrà variare da un minimo di 6 mln/€, per la semplice copertura dei fabbisogni finanziari previsti nel piano, fino ad un massimo di 9 mln/€, ove si voglia dotare la Società di maggiori disponibilità liquide per fronteggiare ulteriori opportunità e rischi, all'attualità, non considerati nel piano;
- il Sottoscritto ha assolto al suo dovere professionale con indipendenza, neutralità e ragionevolezza, esprimendo un giudizio di valore che prescindesse da aspettative "soggettive" del mandante;
- il Sottoscritto ha, quindi, provveduto a determinare il valore economico dell'azienda in oggetto secondo logiche di prudenza e obiettività, conciliando le logiche di stima proprie del *fair value* (volte ad esprimere il possibile valore di mercato attribuibile all'azienda in una negoziazione, qualunque sia la forma tecnica del trasferimento, tra parti ugualmente informate) con la tutela dei potenziali investitori.

1.3. DOCUMENTAZIONE OTTENUTA E VISIONATA

Di seguito si elenca la documentazione messa a disposizione dalla Società o reperita da altre fonti, utilizzata per lo svolgimento dell'incarico.

GLASS to POWER SpA
DOCUMENTAZIONE ESAMINATA
Visura camerale ordinaria
Bilancio d'esercizio al 31.12.2017
Bilancio d'esercizio al 31.12.2018
Business Plan per Vendor Due Diligence – Giugno 2019 (versione
3 in pdf)
Business Plan per Vendor Due Diligence – Giugno 2019 (versione
6 in xlsx)
Management summary Business Plan di G2P - Giugno 2019
(versione 3)
Information Memorandum BDO – Marzo 2018
Vendor Due Diligence Glass to Power rilasciata da Orrick – 16
Luglio 2019
Solar Concentrators. Competitive Deep-Dive, analisi di settore
realizzata da Philips – Aprile 2019
Documento interno G2P "Un futuro sostenibile" - Settembre
2018 (versione 1 in pdf)
Philips BIPV review, analisi realizzata da Max Fordham Llp – 31
Maggio 2019
Glass to Power BIPV Market Study, analisi realizzata da Philips –
Final report del 12 Giugno 2019

Tutta la documentazione precedentemente indicata è stata messa a disposizione dagli

Amministratori e dai consulenti della Società, attraverso invii a mezzo posta o e-mail, ovvero tramite incontri presso la sede della Società o lo studio del Sottoscritto.

Si precisa che le informazioni utilizzate per la valutazione e per la stesura della presente relazione derivano dall'attento esame della documentazione elencata in precedenza, sulla quale è stata effettuata una verifica attraverso un'attività di *due diligence* limitata, ma funzionale all'assolvimento dell'incarico. Copia dei documenti utilizzati al fine di espletare l'incarico oggetto della presente relazione di stima sono conservati presso lo Studio del Sottoscritto.

1.4. DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA

Il valore della Società è stato determinato considerando:

- una situazione patrimoniale riferita al 31.12.2018, quale quella risultante dall'ultimo bilancio d'esercizio approvato, come base di partenza per le proiezioni patrimoniali correlate alle previsioni economiche fornite dalla Società;
- le proiezioni dei risultati economici e degli investimenti nei diversi scenari configurati dalla Società, rappresentate del business plan quinquennale 2019 – 2023 fornito dalla Società stessa.

Poiché i metodi valutativi adottati dal Sottoscritto si fondano sulla proiezione dei risultati finanziari attesi e sulla loro attualizzazione, il Sottoscritto ritenuto opportuno attualizzare tali risultati alla data più vicina possibile a quella di rilascio della presente relazione, ovvero al 01.07.2019.

Le stime di valore riportate in questa relazione devono pertanto considerarsi riferite a tale data.

1.5. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

Per la determinazione del valore della G2P si è proceduto:

- con l'analisi patrimoniale, economica e finanziaria della Società, sulla base dei bilanci depositati, con l'obiettivo di chiarire la *performance* della gestione caratteristica aziendale;
- con l'esame delle prospettive economico-finanziarie della Società, sulla base del business plan predisposto dagli Amministratori, al fine di individuare i key drivers sui quali fondare il procedimento valutativo.

Con particolare riferimento alle potenzialità e alle prospettive aziendali, oltre a quanto rappresentato nel business plan, ulteriori informazioni utili ai fini della valutazione sono state acquisite mediante incontri e colloqui con gli amministratori della Società.

Qualora fossero stati disponibili maggiori dati, più ampie chiarificazioni o eventuali altre informazioni, sarebbero potuti emergere valori differenti rispetto a quelli risultanti dalla stima esposta nella presente relazione. Il risultato della valutazione deve, quindi, intendersi condizionato e strettamente correlato alle conoscenze che si sono potute acquisire sulla base della documentazione richiesta e ottenuta.

Come si avrà modo di spiegare meglio in seguito, per la determinazione del valore economico del capitale della Società è stato applicato, come metodo valutativo principale, quello finanziario (seguendo l'approccio equity side), come metodo di controllo, il Venture Capital Method (VCM).

1.6. VERIFICHE EFFETTUATE E LIMITAZIONI DI RESPONSABILITÀ

Il procedimento valutativo e le conclusioni esposte nel presente documento sono strettamente legati alla qualità ed alla quantità delle informazioni a disposizione; dunque, i risultati ottenuti

potrebbero essere inficiati dal fatto che il Sottoscritto potrebbe non essere venuto a conoscenza di fatti o informazioni rilevanti. Non si accetta, quindi, nessuna responsabilità per fatti non considerati dalla presente relazione a causa dei limiti informativi che caratterizzano qualsivoglia procedimento valutativo. Il Sottoscritto dichiara e ribadisce che la stima peritale è subordinata ai seguenti presupposti ed alle seguenti limitazioni.

- a) L'oggetto della perizia è esclusivamente la stima del valore corrente attribuibile, alla data di riferimento prima indicata, alla G2P in ragione delle sue consistenze patrimoniali, delle sue prospettive economico finanziare e della rischiosità a queste attribuibile.
- b) Il Sottoscritto ha effettuato le analisi e le verifiche di dati strettamente necessari ai fini dell'incarico; sono stati richiesti ed esaminati i documenti di carattere contabile, gestionale e societario, necessari ad acquisire le informazioni di base relative alla Società, ma non è stata svolta una *due diligence* sulle situazioni economico-patrimoniali fornite. Benché il Sottoscritto abbia adottato tutte le precauzioni necessarie per un'attenta valutazione dei dati, delle informazioni e dei documenti forniti dalla Società e, pur avendo dato esecuzione all'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non risponde, tuttavia, della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni.
- c) I valori prospettici riportati nella presente relazione sono fondati sulle ipotesi e le previsioni formulate dalla Società nel *business plan* e confermate dagli Amministratori nel corso di colloqui; il Sottoscritto ha potuto, sulla base delle informazioni a disposizione, verificarne ragionevolezza, coerenza e sostenibilità. Tuttavia, le previsioni contenute nella relazione non devono essere considerate una rappresentazione dei risultati futuri della Società. Infatti, a causa dell'incertezza riguardante la realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto attiene al verificarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura della sua manifestazione, gli scostamenti tra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativi.
- d) L'analisi svolta non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di passività potenziali diverse da quelle eventualmente portate a conoscenza del Sottoscritto dalla Società, o comunque desumibili dalla documentazione fornita.

2. LA SOCIETÀ OGGETTO DI VALUTAZIONE

2.1. IDENTIFICAZIONE DELLA SOCIETÀ E OGGETTO SOCIALE

La GLASS TO POWER è una società per azioni costituita in data 28.09.2016, iscritta nel Registro delle Imprese tenuto dalla CCIAA di Trento in data 08.11.2018 e inserita nell'apposita sezione speciale in qualità di "start up innovativa" con codice fiscale e numero d'iscrizione 09640920964, e con REA n. TN-230875.

Risulta avere la propria sede legale in Via Zeni 8, 38068 Rovereto (TN).

La Società, secondo l'oggetto sociale, svolge le seguenti attività:

- ricerca e sviluppo, industrializzazione, produzione e commercializzazione di manufatti (prodotti) ad alto valore tecnologico ed innovativo in ambito energetico, con particolare riferimento a sistemi fotovoltaici basati su tecnologia LSC (luminescent solar concentrator) e qualsiasi altra forma di tecnologie inerenti la produzione di energia tramite l'energia solare;
- la consulenza tecnico industriale per la produzione, industrializzazione ed applicazione dei prodotti;
- la promozione della compravendita dei prodotti;
- ogni attività connessa alle precedenti, o che comunque sarà necessaria o utile ai fini del raggiungimento dell'oggetto sociale.

In ragione dell'attività prevalente, alla Società è assegnato il codice statistico di classificazione ATECORI 2007 n. 72.19.09 "ricerca e sviluppo sperimentale nel campo delle scienze naturali e dell'ingegneria".

Sempre dalla visura camerale, risulta che la Società ha un numero di addetti come indicato nella tabella seguente.

	Ultimo Trimestre	Valore medio annuo
Dipendenti	7	5
Indipendenti	0	0
Collaboratori	2	1

2.2. ATTUALI ASSETTI PROPRIETARI E DI GOVERNANCE

Alla data odierna il capitale sociale risulta essere di € 450.000, interamente sottoscritto e versato; dalla visura camerale risulta così ripartito tra i Soci.

GLASS TO POWER SpA						
	Quota di partecipazione					
SOCI	SOCI Percentuale N.azioni Val. Nominale					
FEDERICO DE NORA SPA	25,00%	112.500	112.500,00			
KARMA Srl	16,67%	75.000	75.000,00			
TEC Srl	6,67%	30.000	30.000,00			
Giuliana Angelo	5,33%	24.000	24.000,00			
Limatola Francesco	4,98%	22.426	22.426,00			
Brovelli Sergio	4,44%	20.000	20.000,00			
Meinardi Francesco	4,44%	20.000	20.000,00			

Totale	100%	450.000	450.000,00
AITT 30CI (322)	23,37%	100.074	100.074,00
Altri Soci (522)	23.57%	106.074	106.074.00
Univ. Degli Studi Milano Bicocca	4,44%	20.000	20.000,00
MANAGEMENT INNOVATION Srl	4,44%	20.000	20.000,00

Tra gli "Altri Soci" sono ricompresi i 522 soci, persone fisiche o società di capitali, titolari di un numero di azioni pari o inferiore a 12.000, e quindi con una percentuale di possesso inferiore al 3%.

La forma amministrativa adottata è quella del Consiglio di Amministrazione, così composto:

- Meinardi Francesco, Presidente;
- Sassone Corsi Emilio, Amministratore Delegato;
- Massari Guido, Consigliere Delegato;
- Cominelli Alberto Ernesto, Consigliere Delegato;
- Amodeo Rosario, Consigliere.

Come richiesto dal Codice Civile, la Società dispone di un organo di controllo collegiale (collegio sindacale composto di 5 membri, 3 effettivi e 2 supplenti); dalla visura non risulta invece abbia conferito l'incarico per la revisione legale e la certificazione del bilancio ad una società di revisione o a un revisore esterno.

2.3. ANALISI DI BILANCIO

Al fine della migliore interpretazione delle *performance* attese e delle condizioni di equilibrio economico-finanziario che caratterizzeranno l'azienda nell'arco di piano, il Sottoscritto ha ritenuto utile esaminare le dinamiche patrimoniali, economiche e finanziarie dell'ultimo triennio attraverso la riclassificazione dei corrispondenti bilanci d'esercizio.

2.3.1. STATO PATRIMONIALE ECONOMICO – TECNICO

STATO PATRIMONIALE - Tecnico-economico
Beni immateriali
Sviluppo prodotti
Costi capitalizzati
Immobilizzazioni immateriali
Impianti, macchinari e attrezzature
Immobilizzazioni materiali
Partecipazioni strategiche
Immobilizzazioni finanziarie
Capitale Immobilizzato
Crediti commerciali verso terzi
Debiti commerciali verso terzi
Rimanenze materie prime
Capitale Circolante Commerciale
Ratei e risconti attivi
Ratei e risconti passivi
Altre componenti del circolante
Capitale Circolante Netto
Capitale Investito Netto
Capitale sociale
Riserve
Utile (Perdita) portato a nuovo
Utile (Perdita) dell'es ercizio
Patrimonio Netto
TFR
Fondi rischi
Fondi Accantonati
Debiti vs banche per c/correnti
Debiti vs banche per finanz.m/l termine
Debiti vs soci
(Disponibilità liquide nette)
Posizione Finanziaria Netta
Totale Fonti di finanziamento

31/12/2016	%	31/12/2017	%	31/12/2018	%
0,0	0,0%	28.300,0	7,1%	1.082.737,0	89,3%
0,0	0,0%	159.038,0	40,1%	467.517,0	38,5%
62.595,0	96,0%	196.244,0	49,5%	529.346,0	43,6%
62.595,0	96,0%	383.582,0	96,7%	2.079.600,0	171,4%
1.964,0	3,0%	21.184,0	5,3%	34.659,0	2,9%
1.964,0	3,0%	21.184,0	5,3%	34.659,0	2,9%
0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
64.559,0	99,0%	404.766,0	102,1%	2.114.259,0	174,3%
9.407,0	14,4%	35.986,0	9,1%	246.355,0	20,3%
(8.148,0)	-12,5%	(39.586,0)	-10,0%	(1.211.513,0)	-99,9%
0,0	0,0%	2.863,0	0,7%	6.639,0	0,5%
1.259,0	1,9%	(737,0)	-0,2%	(958.519,0)	-79,0%
0,0	0,0%	0,0	0,0%	57.213,0	4,7%
(581,0)	-0,9%	(7.502,0)	-1,9%	0,0	0,0%
(581,0)	-0,9%	(7.502,0)	-1,9%	57.213,0	4,7%
678,0	1,0%	(8.239,0)	-2,1%	(901.306,0)	-74,3%
65.237,0	100,0%	396.527,0	100,0%	1.212.953,0	100,0%
300.000,0	459,9%	360.000,0	90,8%	450.000,0	37,1%
2,0	0,0%	240.000,0	60,5%	2.400.001,0	197,9%
0,0	0,0%	(3.318,0)	-0,8%	(18.018,0)	-1,5%
(3.318,0)	-5,1%	(14.700,0)	-3,7%	(169.835,0)	-14,0%
296.684,0	454,8%	581.982,0	146,8%	2.662.148,0	219,5%
271,0	0,4%	3.974,0	1,0%	14.160,0	1,2%
0,0	0,0%	0,0	0,0%	10.000,0	0,8%
271,0	0,4%	3.974,0	1,0%	24.160,0	2,0%
0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
(231.718,0)	-355,2%	(189.429,0)	-47,8%	(1.473.355,0)	-121,5%
(231.718,0)	-355,2%	(189.429,0)	-47,8%	(1.473.355,0)	-121,5%

2.3.2. CONTO ECONOMICO A VALORE AGGIUNTO

Ricavi per vendite di prodotti
Altri ricavi e proventi operativi
Ricavi operativi
YoY
Acquisti materiali
Primo Margine
Costi per servizi operativi
Costi per beni di terzi
Oneri diversi di gestione
Valore aggiunto
Costi del personale
Acc.to TFR
Utili/(perdite) su cambi
Margine Operativo Lordo
Incrementi di immob. per lavori interni
EBITDA
on Operating Revenues
Ammortamenti immateriali
Ammortamenti materiali
EBIT
Interessi passivi su c/correnti
Interessi passivi su finanziamenti
Altri oneri finanziari
EBT
Irap
Ires
Net Income

CONTO ECONOMICO - Valore Aggiunto

31/12/2016	%	31/12/2017	%	31/12/2018	%	
0,0	0,0%	0,0	0,0%	12.295,0	14,8%	
0,0	0,0%	501,0	100,0%	70.509,0	85,2%	
0,0	0,0%	501,0	100,0%	82.804,0	100,0%	
n.c.		n.c.		16427,7%		
(903,0)	0,0%	(15.612,0)	-3116,2%	(32.491,0)	-39,2%	-
(903,0)	0,0%	(12.868,0)	-2568,5%	54.709,0	66,1%	
(23.103,0)	0,0%	(107.836,0)	-21524,2%	(203.377,0)	-245,6%	000000
0,0	0,0%	(10.234,0)	-2042,7%	(36.439,0)	-44,0%	1000000
(376,0)	0,0%	(761,0)	-151,9%	(1.873,0)	-2,3%	0000000
(24.382,0)	0,0%	(131.699,0)	-26287,2%	(186.980,0)	-225,8%	
(5.324,0)	0,0%	(80.925,0)	-16152,7%	(158.972,0)	-192,0%	00000000
(285,0)	0,0%	(3.922,0)	-782,8%	(9.117,0)	-11,0%	-
0,0	0,0%	(644,0)	-128,5%	(162,0)	-0,2%	000000
(29.991,0)	0,0%	(217.190,0)	-43351,3%	(355.231,0)	-429,0%	
26.770,0	#DIV/0!	202.490,0	40417,2%	187.379,0	226,3%	0000000
(3.219,0)	0,0%	(14.700,0)	-2934,1%	(167.852,0)	-202,7%	
n.c.		-2934,13%		-202,71%		
0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	9
0,0	0,0%	0,0	0,0%	(1.983,0)	-2,4%	0.000.00
(3.219,0)	0,0%	(14.700,0)	-2934,1%	(169.835,0)	-205,1%	
0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	-
				0.0	0,0%	1
0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,070	3
0,0 0,0	0,0% 0,0%	0,0	0,0% 0,0%	0,0	0,0%	-
		<u> </u>				***************************************
0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	200000
0,0 (3.219,0)	0,0% 0,0%	0,0 (14.700,0)	0,0% - 2934,1%	0,0 (169.835,0)	0,0% - 205,1%	

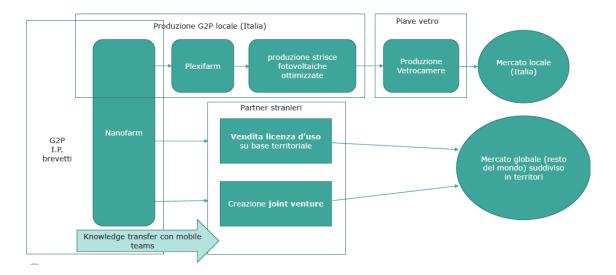
2.3.3. Analisi dei flussi finanziari

Dunamatta Cash Elaw Annuala		31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Prospetto Cash Flow Annuale Ebitda		(3.219,0)	(14.700,0)	(167.852,0)
		0,0	}	0,0
(Plusvalenze nette da cessioni) (Imposte)		(99,0)	0,0	0,0
Cash Operating Earnings	_	(3.318,0)	(14.700,0)	(167.852,0)
Variazione Crediti Commerciali verso terzi		9.407,0	26.579,0	210.369,0
Variazione Magazzino		0,0	2.863,0	3.776,0
Variazione Magazzino Variazione Debiti Commerciali verso terzi		8.148,0	31.438,0	1.171.927,0
Altre variazioni del Circolante		581,0	6.921,0	(64.715,0)
Variazione netta Fondi		271,0	3.703,0	20.186,0
Cash flow from operations	_ A	(3.725,0)	(2.080,0)	745.401,0
cash now from operations	Α	(3.723,0)	(2.080,0)	745.401,0
Investimenti materiali		(1.964,0)	(19.220,0)	(15.458,0)
Investimenti immateriali		(62.595,0)	(320.987,0)	(1.696.018,0)
Investimenti finanziari		0,0	0,0	0,0
Investimenti accessori		0,0	0,0	0,0
Cash flow for/from Investment Policy	в	(64.559,0)	(340.207,0)	(1.711.476,0)
,		((,-,	, ,,,,
Cash Flow to Firm	A+B	(68.284,0)	(342.287,0)	(966.075,0)
Variazione dei c/correnti		0,0	0,0	0,0
Variazione del debito a M/L termine		0,0	0,0	0,0
Variazione del debito vs/soci		0,0	0,0	0,0
Spese e Oneri finanziari netti		0,0	0,0	0,0
Cash flow for/from Financing Policy	_ _c	0,0	0,0	0,0
cash now for mon mancing roncy	·	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow to/from Equity	A+B+C	(68.284,0)	(342.287,0)	(966.075,0)
Variazioni di Capitale Sociale		300.000,0	300.000,0	2.250.000,0
Dividendi distribuiti		0,0	(2,0)	0,0
Altre variazioni di Patrimonio Netto		2,0	0,0	1,0
Net cash Flow	_	231.718,0	(42.289,0)	1.283.926,0
check		0,0	0,0	0,0
Variazione debiti finanziari a breve		0,0	0,0	0,0
Variazione debiti finanziari a medio-lungo		0,0	0,0	0,0
Variazione disponibilità liquide		231.718,0	(42.289,0)	1.283.926,0
Variazione Posizione Finanziaria Netta				
variazione Posizione Finanziaria Netta		(231.718,0)	42.289,0	(1.283.926,0)
Variazione Posizione Finanziaria Netta		(231.718,0)	42.289,0	(1.283.926,0)

2.4. PROSPETTIVE DI SVILUPPO

Il business plan 2019 – 2023 elaborato dalla Società descrive dettagliatamente il nuovo modello di business, il processo di industrializzazione, i correlati economics e financial needs. Il documento rappresenta un aggiornamento dell'info memo realizzato a marzo 2018 con la collaborazione di BDO, e si concentra sulle evoluzioni e sui cambiamenti intervenuti nell'ultimo anno.

Relativamente al modello di business, assume rilevanza strategica la Nanofarm, che dovrà aumentare la sua capacità produttiva per poter sopportare i volumi di business locali ma soprattutto quelli globali. Inoltre, la G2P diventa una "Intellectual Property Company" che concede in licenza d'uso il brevetto su base territoriale a soggetti intenzionati a realizzare siti produttivi ed a commercializzare nei territori di competenza; i siti produttivi compreranno le nanoparticelle da Nanofarm e produrranno il plexiglass insieme alle strisce fotovoltaiche in perfetta analogia al sito italiano, ma su volumi differenti secondo diversi BP.



In merito al processo di industrializzazione, il business plan si fonda su 2 ipotesi fondamentali:

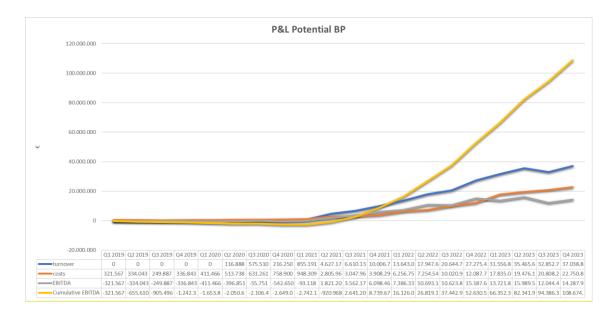
- entro la prima metà del 2021, completa industrializzazione del prodotto «finestra fotovoltaica», *core business* di G2P; con un'efficienza intorno a 3% (pari a 30 Watt/m²) in il prodotto è "disruptive";
- entro inizio 2021, disponibilità di un prodotto industrializzato con un'efficienza inferiore, ma comunque appetibile su nicchie di mercato da identificare attraverso uno studio *ad hoc*.

Per quanto riguarda gli *economics* e i *financial needs*, il *business plan* sviluppa 4 differenti scenari, che scontano:

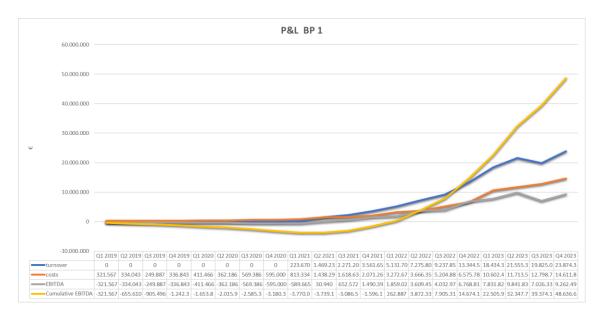
- disponibilità di cassa iniziali pari a 1,1 mln/€ derivanti dall'anticipo del fondo perduto ottenuto dalla provincia di Trento, che consente a G2P di coprire i fabbisogni 2019;
- un piano di investimenti strutturato, per ciascuno scenario, sul raggiungimento della massima capacità necessaria rispetto alle ipotesi di mercato; una quota rilevante degli stessi è per la realizzazione della Nanofarm, indispensabile per lo sviluppo internazionale in quanto si ipotizza di mantenere la produzione globale di nanoparticelle in Italia; gli investimenti per la plexifarm e le strisce fotovoltaiche sono invece limitati alla produzione locale e quindi significativi nel 2020 e 2021.

Le previsioni economiche sono differenziate nei 4 scenari:

- Scenario "potential BP", in cui si ipotizza di vendere tutto quello che si riesce a produrre immaginando una crescita aggressiva, ma plausibile della capacità produttiva per il mercato locale unita allo sviluppo internazionale come da nuovo modello di business; la Società stessa reputa tale scenario "una simulazione limite (oltre questo non potremo fatturare)".



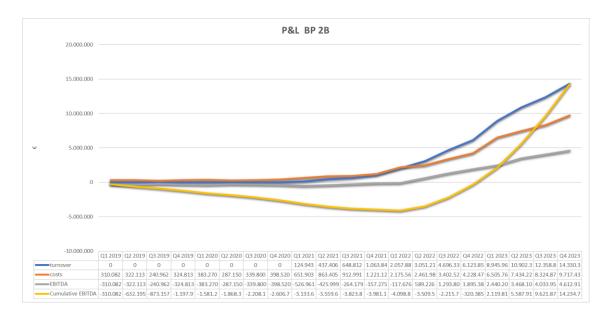
- Scenario "BP 1", in cui si riduce il fatturato delle singole attività in ragione di fattori che possono ritardare la vendita ed il conseguente sviluppo dei ricavi (tempi per chiudere una vendita, ritardi dei cantieri di lavoro, percentuale di insuccesso sia della vendita delle licenze che di altri progetti correlati).



- Scenario "BP 2 A", in cui si prevede uno sviluppo dei ricavi da concessione delle licenze più cautelativo.



- Scenario "BP 2 B", in cui non si prevedono ricavi da cessione delle licenze.



Nessuno scenario tiene conto di alcune ulteriori potenziali voci di fatturato, già identificate dalla Società (*Smart windows*; Vendita di nano particelle per altre attività di business). Di contro, tutti gli scenari considerano:

- una diminuzione tendenziale della «difettosità» (legata alle fasi produttive iniziali e di *scale up*), che porta a maggiori costi di produzione e ovviamente a minori fatturati;
- contingency sui costi diretti, sui costi indiretti e sugli investimenti molto alte nelle fasi iniziali e
 in diminuzione con il consolidamento delle attività produttive e commerciali fino ad un
 livello medio per azienda con processi consolidati.

2.5. OSSERVAZIONI CRITICHE

Come richiesto dalla migliore dottrina, il Sottoscritto si è preoccupato di verificare la ragionevolezza complessiva del piano, da cui sono stati desunti i flussi attesi per la stima del valore economico dell'azienda. Si ricorda, a tal riguardo, che l'analisi del piano non è da intendersi come una attestazione del tipo ISAE 3400¹, ma una verifica della loro coerenza con le risorse già disponibili o acquisibili a seguito dell'aumento di capitale, con le dinamiche tecnologiche del settore di riferimento, con le evoluzioni competitive dei mercati di sbocco; con i rischi correlati al modello di businesse i impliciti nelle previsioni economico-finanziarie.

Per maturare il proprio giudizio, il Sottoscritto ha dovuto tener conto dei seguenti fatti e circostanze:

- il piano è stato redatto specificamente per supportare l'operazione di aumento di capitale e non risulta sia il frutto di una attività di pianificazione e programmazione ordinariamente e strutturalmente svolta dalla Società;
- il piano fornisce una rappresentazione dei soli risultati economici attesi nei quattro scenari
 che la Società ha configurato, senza fornire indicazioni utili in merito alla probabilità di
 verificarsi ciascuno di essi; peraltro, le proiezioni economiche danno evidenza dei ricavi e
 dei costi della produzione fino alla formazione dell'EBITDA, mentre mancano
 informazioni relative all'ammortamento degli investimenti in essere e da effettuare, nonché
 relative alla tassazione;
- l'Amministratore Delegato Dott. Emilio Sassone Corsi e il Consigliere Delegato Dott. Guido Massari hanno illustrato, nel corso di diverse riunioni, le ipotesi di base e la costruzione delle specifiche stime; tuttavia, non è stata fornita una analisi di sensitività (sensitivity analysis) che agevolasse l'individuazione delle variabili aleatorie chiave.

Ciò premesso, il grado di analiticità del piano e il supporto informativo forniti dalla Società hanno consentito al Sottoscritto l'identificazione:

- delle variabili chiave (key value drivers);
- delle ipotesi fondamentali del piano (key assumptions);
- delle relazioni che legano quest'ultime ai dati prospettici di natura economica indicati nel piano.

Le assumptions utilizzate per lo sviluppo del business plan sono da ritenersi ragionevoli rispetto al contesto (settore e mercato) di riferimento; analogamente, le previsioni economiche risultano essere coerenti con il modello di business e con le assumptions. Tuttavia, il Sottoscritto ha verificato che il piano si compone di proiezioni (projections), cioè valori attesi basati su aspettative riferibili a scenari di mercato ad oggi ancora ipotetici, e a condizioni produttive tuttora in via di maturazione.

Ciò ha riflessi sulla valutazione che il Sottoscritto è chiamato ad esprimere in ordine alla plausibilità dei risultati attesi e alla loro effettiva verificazione. Dovendo operare nella logica della prudenza, che presuppone un'attenta considerazione dei rischi impliciti nelle evoluzioni prospettate della realtà aziendale, del settore di appartenenza e dell'ambito competitivo di riferimento, il Sottoscritto ha ritenuto opportuno porre a fondamento del processo valutativo i risultati attesi riferiti allo scenario "BP 2 A".

¹ International Standard on Assurance Engagements (ISAE) 3400, "The Examination of Prospective Financial Information".

3. LOGICHE VALUTATIVE E SELEZIONE DEL METODO DI STIMA

3.1. PRESUPPOSTI VALUTATIVI

In generale, la valutazione effettuata dall'esperto indipendente a supporto di una operazione di aumento di capitale è finalizzata a consentire ai potenziali sottoscrittori di appurare l'effettiva convenienza dell'investimento e la corretta determinazione della percentuale del capitale sociale loro assegnata.

Dal punto di vista logico, tali soggetti sono garantiti quando l'aumento di capitale non è superiore all'incremento di valore societario (valore effettivo o di mercato "post money") ipotizzabile sulla base degli obiettivi di consolidamento o di crescita conseguibili proprio con l'iniezione di nuove risorse finanziarie.

Dal punto di vista valutativo, la procedura di stima eseguita dall'esperto indipendente dovrebbe, perché possa ritenersi prudente e ragionevole, considerare soltanto le future possibilità di business fondate su capacità reddituali e finanziarie già dimostrate o, anche nel caso si tratti di *start up* o di imprese innovative, comunque con alta probabilità di raggiungimento in un futuro prossimo. Le capacità di reddituali e finanziarie del tutto potenziali, legate cioè a fattori competitivi altamente incerti e lontani dal concretizzarsi, non dovrebbero influenzare gli esiti delle stime se non in casi e per finalità particolari, ben noti agli investitori.

Il Sottoscritto ha dunque proceduto alla valutazione selezionando ed applicando la metodologia, tra le diverse proposte da dottrina e prassi, che meglio delle altre risponda ai principi ora richiamati, che si adatti alle specificità dell'operazione e della realtà aziendale in esame (tenendo conto del settore di attività, della forma giuridica, della dimensione, della fase del ciclo di vita e delle prospettive economico-finanziarie), e consenta quindi di perseguire le finalità della stima che è stato chiamato ad effettuare.

3.2. SELEZIONE DEL METODO VALUTATIVO

La dottrina e la pratica hanno delineato diversi metodi di stima del valore aziendale, che si distinguono per i criteri, le variabili e le formule che li caratterizzano; è possibile distinguere le metodologie in due macro-gruppi:

- quelle di comune utilizzo nella prassi professionale, quali il metodo patrimoniale, il metodo reddituale, il metodo misto e il metodo finanziario;
- quelle di maggior utilizzo nella prassi finanziaria, l'EVA method, l'OYPAC method, il Venture Capital Method, il metodo dei multipli.

La scelta della metodologia valutativa da applicare allo specifico caso aziendale dipende sostanzialmente:

- dalle caratteristiche proprie (endogene) di ciascun metodo, quali razionalità, dimostrabilità, affidabilità, ecc.;
- dalle condizioni valutative (esogene) in cui l'esperto opera, quali finalità della stima, set informativo, tempistiche, ecc.;
- dalla nozione di valore aziendale che si prende a riferimento (valore intrinseco o valore di mercato, valore economico o valore potenziale, valore stand alone o di valore di

acquisizione, valore di scissione o di fusione, ecc.).

La verifica della rispondenza dei diversi metodi ai principi generali presentati nel paragrafo precedente porta solitamente a scartare l'utilizzo, nelle valutazioni di aziende in funzionamento, dei metodi patrimoniali puri e a prediligere quelli in cui l'attribuzione di un valore, o almeno di una parte di esso, sia fondata sull'attualizzazione di flussi prospettici. Analogamente, l'utilizzo di metodi "empirici" (quali l'OYPAC o il VCM) o "di mercato (quali i multipli) è solitamente consigliato nell'ambito di un procedimento valutativo più ampio, comunque centrato sull'applicazione dei metodi analitici tradizionali; non necessariamente, infatti, i prezzi di mercato di società comparabili possono rappresentare una stima non distorta del valore fondamentale dell'azienda in esame².

Ciò premesso, la stima del valore economico di G2P è stata effettuata, alla luce dell'analisi del suo oggetto sociale, delle sue consistenze patrimoniali e delle sue caratteristiche e prospettive gestionali, applicando:

- come metodo principale di stima, il *Discounted Cash Flow (DCF)* seguendo un approccio equity side, basato quindi la valutazione sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi dagli azionisti (free cash flow to equity); la stima così ottenuta è stata confrontata con quella risultante dall'applicazione del metodo reddituale e di quello misto;
- come metodo di controllo, il Venture Capital Method (VCM); data la difficoltà di individuare un campione significativo di società quotate comparabili per settore, dimensioni e performance, non è stato possibile applicare direttamente il criterio valutativo sintetico; l'utilizzo di multipli di mercato (in particolare il P/E medio di settore) è limitato a quanto necessario per l'applicazione del VCM.

mercati finanziari e di perfetta comparabilità delle società quotate con quella target.

² Il metodo dei multipli (MM) differisce profondamente, in termini logici, dai metodi che utilizzano criteri e formule analitiche di stima in quanto la valutazione dell'azienda è operata facendo riferimento a prezzi correnti che il mercato nel complesso (imprese quotate) o singole negoziazioni (imprese non quotate) determinano per imprese giudicate comparabili; si fonda dunque sui presupposti di piena efficienza dei

4. STIMA DEL VALORE AZIENDALE

4.1. APPLICAZIONE DEL METODO VALUTATIVO PRINCIPALE

Il metodo valutativo utilizzato per stimare il valore economico della G2P è, come anticipato, quello finanziario noto come *Discounted Cash Flow (DCF)*, basato sull'analisi e l'attualizzazione di flussi di cassa prospettici. Tale metodo è stato applicato nella prospettiva c.d. *equty side*, cioè volta alla determinazione diretta del valore economico del patrimonio netto dell'azienda impiegato nella gestione operativa caratteristica. Le variabili fondamentali da considerare sono:

- i flussi di cassa netti (*Free Cash Flow to Equity, FCFE*) attesi per i primi *n* anni (previsione analitica);
- i flussi operativi successivi, sintetizzati nel cosiddetto terminal value (previsione sintetica);
- il tasso di attualizzazione dei flussi attesi, che nella prospettiva valutativa adottata coincide con il costo del capitale proprio (cost of equity capital, ke);
- il fattore di crescita terminale di lungo termine g, che svolge un ruolo fondamentale nella stima del valore terminale.

Nell'ipotesi qui adottata di vita utile illimitata della Società, la formula valutativa è la seguente:

$$EqV = \sum_{t=1}^{n} FCFE_{t} \times (1 + ke)^{-t} + VA(TV)$$

dove:

- EqV (Equity Value) è il valore economico del capitale proprio della Società,
- FCFEt è il flusso di cassa per la proprietà,
- ke è il costo del capitale proprio,
- *n* è la durata del periodo di previsione puntuale dei flussi futuri,
- TV è il valore attuale dei flussi ulteriori che l'azienda saprà generare oltre il periodo di previsione puntuale.

Il Terminal Value si stima in base al Gordon Model utilizzando un tasso di crescita terminale gi

$$TV = \frac{FCFE_{n+1}}{ke - g_{term}}$$

4.1.1. DURATA DELLA VITA UTILE AZIENDALE

Il Sottoscritto, uniformandosi alla prassi consolidata, ai fini valutativi, ha considerato una durata illimitata della vita utile aziendale, ciò anche in ragione del fatto che, all'attualità, non si individuano elementi settoriali, competitivi o contrattuali che inducano *ex ante* a limitare tale durata. Ciò premesso, la futura vita economica aziendale si compone di:

- un primo periodo di previsione "analitica" di cinque esercizi (2019 2023), coincidente con quello utilizzato dalla Società per la redazione del *business plan*, per il quale si dispone di una stima puntuale dei risultati attesi;
- un secondo periodo di previsione "sintetica", da cui origina il *Terminal Value*, che sconta una condizione di stazionarietà dei risultati attesi; in particolare, il flusso di cassa *FCFE*_{n+1} è pari all'ultimo flusso del periodo di previsione puntuale (*FCFE*_n) normalizzato però per tener

conto del fatto che, in condizioni di stazionarietà, gli investimenti sono pari agli ammortamenti (dovendosi effettuare soltanto investimenti di rinnovo e non di crescita), a loro volta stimati sulla base dell'attivo patrimoniale all'epoca *n*.

4.1.2. DETERMINAZIONE DEI FLUSSI ATTESI

Ai fini della stima del valore della G2P, come già anticipato, il Sottoscritto ha considerato i risultati economici attesi riferiti allo scenraio "BP 2 A"; tali risultati sono stati riclassificati e rappresentati nel seguente prospetto.

CONTO ECONOMICO - Valore Aggiunto
Ricavi per vendite di prodotti
Altri ricavi e proventi operativi
Ricavi operativi
YoY
Acquisti materiali
Variazione rimanenze acquisti
Primo Margine
Costi per servizi operativi
Costi per servizi amministrativi
Costi commerciali
Costi di governance
Costi per beni di terzi
Oneri diversi di gestione
Valore aggiunto
Costi del personale
Acc.to TFR
Margine Operativo Lordo
Incrementi di immob. per lavori interni
EBITDA

31/12/2019	%	31/12/2020	%	31/12/2021	%	31/12/2022	%	31/12/2023	%
0,0	0,0%	0,0	0,0%	1.568.233,1	60,6%	12.940.217,7	75,0%	39.799.831,7	80,9%
1.100.000,0	100,0%	0,0	0,0%	1.018.960,0	39,4%	4.313.836,8	25,0%	9.397.530,4	19,1%
1.100.000,0	100,0%	0,0	0,0%	2.587.193,1	100,0%	17.254.054,5	100,0%	49.197.362,1	100,0%
0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	
(100.000,0)	-9,1%	(85.000,0)	#DIV/0!	(277.968,8)	-10,7%	(756.200,0)	-4,4%	(1.248.800,0)	-2,5%
0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
1.000.000,0	90,9%	(85.000,0)	#DIV/0!	2.309.224,4	89,3%	16.497.854,5	95,6%	47.948.562,1	97,5%
(202.923,2)	-18,4%	(226.539,0)	#DIV/0!	(1.678.663,6)	-64,9%	(9.592.184,6)	-55,6%	(29.436.127,9)	-59,8%
(168.000,0)	-15,3%	(240.500,0)	#DIV/0!	(431.750,0)	-16,7%	(584.250,0)	-3,4%	(658.000,0)	-1,3%
0,0	0,0%	(32.500,0)	#DIV/0!	(425.000,0)	-16,4%	(995.000,0)	-5,8%	(1.120.000,0)	-2,3%
(89.000,0)	-8,1%	(89.000,0)	#DIV/0!	(200.000,0)	-7,7%	(400.000,0)	-2,3%	(600.000,0)	-1,2%
(30.452,0)	-2,8%	(32.000,0)	#DIV/0!	(46.000,0)	-1,8%	(46.000,0)	-0,3%	(58.000,0)	-0,1%
(48.500,0)	-4,4%	(54.000,0)	#DIV/0!	(69.000,0)	-2,7%	(71.000,0)	-0,4%	(79.000,0)	-0,2%
461.124,8	41,9%	(759.539,0)	#DIV/0!	(541.189,2)	-20,9%	4.809.419,8	27,9%	15.997.434,2	32,5%
(541.191,7)	-49,2%	(650.225,2)	#DIV/0!	(884.482,8)	-34,2%	(1.135.862,1)	-6,6%	(1.284.827,6)	-2,6%
(40.088,3)	-3,6%	(48.164,8)	#DIV/0!	(65.517,2)	-2,5%	(84.137,9)	-0,5%	(95.172,4)	-0,2%
(120.155,2)	-10,9%	(1.457.929,0)	#DIV/0!	(1.491.189,2)	-57,6%	3.589.419,8	20,8%	14.617.434,2	29,7%
0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
(120.155,2)		(1.457.929,0)		(1.491.189,2)		3.589.419,8		14.617.434,2	

Al fine di desumere la dinamica finanziaria (e quindi i flussi di cassa attesi) correlata alle proiezioni economiche sopra rappresentate, il Sottoscritto ha discusso e approfondito con gli Amministratori della Società le assumptions relative al piano degli investimenti, alla gestione del circolante e alla gestione finanziaria. Con riferimento agli investimenti, il Sottoscritto ha riclassificato quelli previsti nello scenario considerato e ne ha ipotizzato un ammortamento sistematico secondo le aliquote fiscali; ciò ha consentito anche di determinare, per ciascun anno di piano, gli EBIT e, quindi, le imposte di esercizio.

INVESTIMENTI IN CONTO CAPITALE	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	TOTALE
Costi di impianto e di ampliamento	-	-	-	-	-	-
Costi di sviluppo	-	-	-	-	-	-
Dir. di brev. e utilizz. opere dell'ingegno	405.000	300.000	-	-	-	705.000
Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	-	-	-	-	-	-
Avviamento	-	-	-	-	-	-
Immobilizzazioni imm. in corso e acconti	-	-	-	-	-	-
Altre immobilizzazioni immateriali	-	-	-	-	-	-
Immobilizzazioni immateriali	405.000	300.000	-	-	-	705.000
Terreni e fabbricati	-	-	-	-	-	-
Impianti e macchinari	560.000	216.400	620.500	951.340	1.933.451	4.281.692
Attrezzature industriali e commerciali	-	939.125	135.250	87.500	51.250	1.213.125
Altri beni	115.800	145.553	60.460	93.496	158.776	574.084
Immobilizzazioni in corso e acconti	-	-	-	-	-	-
Immobilizzazioni in locazione finaziaria	-	-	-	-	-	-
Immobilizzazioni materiali	675.800	1.301.078	816.210	1.132.336	2.143.478	6.068.901
TOTALE INVESTIMENTI TECNICI	1.080.800	1.601.078	816.210	1.132.336	2.143.478	6.773.901

Con riferimento alla gestione del circolante, gli Amministratori hanno confermato che il nuovo modello di business prevede di operare su commessa con pagamenti anticipati all'ordine e alla consegna; analogamente, per ciò che attiene gli approvvigionamenti, le impostazioni contrattuali con i fornitori richiedono pagamenti anticipati all'ordine. Tutto ciò non dovrebbe generare poste di circolante degne di rilievo e, quindi, impatti significativi sulla dinamica finanziaria.

Con riferimento alla gestione finanziaria, il Sottoscritto ha considerato un aumento di capitale

complessivo di 6 mln/€, pari cioè al minimo previsto dalla Società; tale aumento si ipotizza interamente sottoscritto nel 2019, ma "chiamato" nei primi 3 anni di piano in ragione delle necessità di copertura dei fabbisogni finanziari esplicitati nello scenario considerato (1 mln/€ nel 2019, 3 mln/€ nel 2020, 2 mln/€ nel 2021). Tale assunzione è coerente con la politica finanziaria che la Società intende adottare, ovvero di soddisfare, non essendoci necessità di circolante, tutte le esigenze di sviluppo con capitale proprio senza ricorrere ad indebitamento bancario o al mercato.

Le proiezioni patrimoniali risultanti sono rappresentate nella figura seguente.

STATO PATRIMONIALE - Tecnico-economico						
Beni immateriali	Τ					
Sviluppo prodotti						
Costi capitalizzati						
Immobilizzazioni immateriali						
Impianti, macchinari e attrezzature						
Altri beni						
Immobilizzazioni materiali						
Partecipazioni strategiche						
Immobilizzazioni finanziarie						
Capitale Immobilizzato						
Crediti commerciali verso terzi						
Debiti commerciali verso terzi						
Rimanenze materie prime						
Capitale Circolante Commerciale						
Debiti tributari						
Ratei e risconti attivi						
Altre componenti del circolante						
Capitale Circolante Netto						
Capitale Investito Netto						
Capitale sociale						
Riserve						
Utile (Perdita) portato a nuovo						
Utile (Perdita) dell'esercizio						
Patrimonio Netto						
TFR						
Fondi rischi						
Fondi Accantonati						
Debiti vs banche per c/correnti						
Debiti vs banche per finanz.m/l termine						
Altri debiti finanziari						
(Disponibilità liquide nette) Posizione Finanziaria Netta	_					

31/12/2018	%	31/12/2019	%	31/12/2020	%	31/12/2021	%	31/12/2022	%	31/12/2023	%
1.082.737,0	89,3%	1.359.213,3	48,4%	1.495.439,6	39,0%	1.316.665,9	33,8%	1.137.892,2	34,2%	959.118,5	46,0%
467.517,0	38,5%	374.013,6	13,3%	280.510,2	7,3%	187.006,8	4,8%	93.503,4	2,8%	0,0	0,0%
529.346,0	43,6%	423.476,8	15,1%	317.607,6	8,3%	211.738,4	5,4%	105.869,2	3,2%	0,0	0,0%
2.079.600,0	171,4%	2.156.703,7	76,8%	2.093.557,4	54,6%	1.715.411,1	44,0%	1.337.264,8	40,2%	959.118,5	46,0%
34.659,0	2,9%	547.460,2	19,5%	1.527.121,9	39,8%	1.963.663,1	50,4%	2.548.700,3	76,7%	3.852.833,0	184,8%
0,0	0,0%	104.220,0	3,7%	212.057,3	5,5%	214.200,8	5,5%	233.984,3	7,0%	293.821,2	14,1%
34.659,0	2,9%	651.680,2	23,2%	1.739.179,2	45,3%	2.177.863,8	55,9%	2.782.684,7	83,7%	4.146.654,2	198,9%
0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
2.114.259,0	174,3%	2.808.383,9	100,0%	3.832.736,6	99,9%	3.893.274,9	99,9%	4.119.949,5	124,0%	5.105.772,7	244,9%
246.355,0	20,3%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
(1.211.513,0)	-99,9%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
6.639,0	0,5%	4.171,4	0,1%	3.338,2	0,1%	3.094,0	0,1%	3.063,0	0,1%	3.110,5	0,1%
(958.519,0)	-79,0%	4.171,4	0,1%	3.338,2	0,1%	3.094,0	0,1%	3.063,0	0,1%	3.110,5	0,1%
0,0	0,0%	(2.978,0)	-0,1%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	(800.252,3)	-24,1%	(3.023.686,0)	-145,0%
57.213,0	4,7%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
57.213,0	4,7%	(2.978,0)	-0,1%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	(800.252,3)	-24,1%	(3.023.686,0)	-145,0%
(901.306,0)	-74,3%	1.193,4	0,0%	3.338,2	0,1%	3.094,0	0,1%	(797.189,3)	-24,0%	(3.020.575,6)	-144,9%
1.212.953,0	100,0%	2.809.577,2	100,0%	3.836.074,8	100,0%	3.896.368,9	100,0%	3.322.760,2	100,0%	2.085.197,1	100,0%
450.000,0	37,1%	1.450.000,0	51,6%	4.450.000,0	116,0%	6.450.000,0	165,5%	6.450.000,0	194,1%	6.450.000,0	309,3%
2.400.001,0	197,9%	2.381.983,0	84,8%	2.212.148,0	57,7%	1.702.339,7	43,7%	(332.314,1)	-10,0%	(2.579.513,5)	-123,7%
(18.018,0)	-1,5%	(169.835,0)	-6,0%	(509.808,3)	-13,3%	(2.034.653,8)	-52,2%	(2.247.199,4)	-67,6%	1.883.562,8	90,3%
(169.835,0)	-14,0%	(509.808,3)	-18,1%	(2.034.653,8)	-53,0%	(2.246.860,9)	-57,7%	1.883.506,0	56,7%	9.635.841,6	462,1%
2.662.148,0	219,5%	3.152.339,7	112,2%	4.117.685,9	107,3%	3.870.825,0	99,3%	5.753.992,5	173,2%	15.389.890,8	738,1%
14.160,0	1,2%	54.248,3	1,9%	102.413,1	2,7%	167.930,3	4,3%	252.068,3	7,6%	347.240,7	16,7%
10.000,0	0,8%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
24.160,0	2,0%	54.248,3	1,9%	102.413,1	2,7%	167.930,3	4,3%	252.068,3	7,6%	347.240,7	16,7%
0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
(1.473.355,0)	-121,5%	(397.010,7)	-14,1%	(384.024,2)	-10,0%	(142.386,5)	-3,7%	(2.683.300,5)	-80,8%	(13.651.934,3)	-654,7%
(1.473.355,0)	-121,5%	(397.010,7)	-14,1%	(384.024,2)	-10,0%	(142.386,5)	-3,7%	(2.683.300,5)	-80,8%	(13.651.934,3)	-654,7%
1.212.953.0	100,0%	2.809.577.2	100,0%	3.836.074.8	100,0%	3.896.368.9	100,0%	3.322.760.2	100,0%	2.085.197.1	100,0%

I correlati rendiconti finanziari prospettici sono di seguito riportati.

	_						
Prospetto Cash Flow Annuale		31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023
Ebitda		(167.852,0)	(120.155,2)	(1.457.929,0)	(1.491.189,2)	3.589.419,8	14.617.434,2
(Imposte)	_	0,0	(2.978,0)	0,0	0,0	(800.252,3)	(3.823.938,4)
Cash Operating Earnings		(167.852,0)	(123.133,2)	(1.457.929,0)	(1.491.189,2)	2.789.167,5	10.793.495,9
Variazione Crediti Commerciali verso terzi		210.369,0	(246.355,0)	0,0	0,0	0,0	0,0
Variazione Magazzino		3.776,0	(2.467,6)	(833,2)	(244,2)	(30,9)	47,4
Variazione Debiti Commerciali verso terzi		1.171.927,0	(1.211.513,0)	0,0	0,0	0,0	0,0
Altre variazioni del Circolante		(64.715,0)	60.191,0	(2.978,0)	0,0	800.252,3	2.223.433,7
Variazione netta Fondi	_	20.186,0	30.088,3	48.164,8	65.517,2	84.137,9	95.172,4
Cash flow from operations	Α	745.401,0	(995.544,3)	(1.411.909,0)	(1.425.427,7)	3.673.588,7	13.112.054,6
Investimenti materiali		(15.458,0)	(675.800,0)	(1.301.077,5)	(816.210,0)	(1.132.336,0)	(2.143.477,6)
Investimenti immateriali		(1.696.018,0)	(405.000,0)	(300.000,0)	0,0	0,0	0,0
Investimenti finanziari		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investimenti accessori		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow for/from Investment Policy	В	(1.711.476,0)	(1.080.800,0)	(1.601.077,5)	(816.210,0)	(1.132.336,0)	(2.143.477,6)
Cash Flow to Firm	A+B	(966.075,0)	(2.076.344,3)	(3.012.986,5)	(2.241.637,7)	2.541.252,7	10.968.577,0
Variazione dei c/correnti		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variazione del debito a M/L termine		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variazioni Altri debiti finanziari		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Spese e Oneri finanziari netti		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow for/from Financing Policy	С	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow	A+B+C	(966.075,0)	(2.076.344,3)	(3.012.986,5)	(2.241.637,7)	2.541.252,7	10.968.577,0
Variazioni di Capitale Sociale		2.250.000,0	1.000.000,0	3.000.000,0	2.000.000,0	0,0	0,0
Dividendi distribuiti		0,0	0,0	0,0	0,0	(338,6)	56,8
Reinvestimento utili	_	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	(0,0)
Net cash Flow		1.283.926,0	(1.076.344,3)	(12.986,5)	(241.637,7)	2.540.914,1	10.968.633,8
check		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variazione debiti finanziari a breve		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variazione debiti finanziari a medio-lungo		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variazione disponibilità liquide	_	1.283.926,0	(1.076.344,3)	(12.986,5)	(241.637,7)	2.540.914,1	10.968.633,8
Variazione Posizione Finanziaria Netta		(1.283.926,0)	1.076.344,3	12.986,5	241.637,7	(2.540.914,1)	(10.968.633,8)
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA		(1.473.355,0)	(397.010,7)	(384.024,2)	(142.386,5)	(2.683.300,5)	(13.651.934,3)

I flussi di cassa per gli azionisti (FCFE) necessari per la valutazione sono determinati

considerando l'utilizzo delle disponibilità liquide a copertura dei fabbisogni (espressi dai Free Cash Flow annuali); di seguito le stime utilizzate per la valutazione.

RENDICONTO FINANZIARIO - Per valutazione
FREE CASH FLOW
Utilizzi delle disponibilità liquide
FREE CASH FLOW to FOLITY



31/12/2019 (2.076.344,3) 1.076.344,3 (1.000.000,0) 31/12/2020 (3.012.986,5) 12.986,5 (3.000.000,0) 31/12/2021 (2.241.637,7) 241.637,7 (2.000.000,0)

31/12/2022 2.541.252,7 0,0 2.541.252,7 31/12/2023 10.968.577,0 0,0 10.968.577,0

Occorre precisare che, ove si fosse ipotizzato un aumento di capitale pari al massimo previsto dalla Società, ovvero a 9 mln/€, si determinerebbe un accumulo di disponibilità liquide per complessivi 3 mln/€ nei primi 3 anni di piano, dovuto proprio all'eccedenza dei versamenti rispetto agli impieghi previsti nel piano. Conseguentemente, si avrebbero effetti sui free cash flow to equity, ovvero sui flussi di cassa distribuibili agli azionisti, che sarebbero superiori di un pari importo grazie alla possibilità di distribuire l'excess cash.

4.1.3. STIMA DEL COSTO DEL CAPITALE.

Per la determinazione del saggio di attualizzazione dei flussi attesi, il Sottoscritto utilizzato il Capital Asset Pricing Model (CAPM) per la stima del rendimento minimale preteso dalla proprietà, incrementato di un ulteriore premio di rischio che tiene conto dei rischi specifici della Società oggetto di valutazione. La formulazione applicata è la seguente:

$$k_e = \alpha + Rfr + \beta \cdot (Rm - Rfr)$$

Il tasso privo di rischio (*risk free rate*, *rfr*) è stato stimato osservando i rendimenti dei Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) attualmente negoziati sul mercato regolamentato italiano; si ottiene così un rendimento medio annuo, significativo per investimenti di medio-lungo termine, pari al 2,15%³.

Il tasso di rendimento del mercato azionario (rm) è stato estrapolato dai rendimenti impliciti nel multiplo prezzo/utile calcolato sulla base dell'andamento dell'incide Comit negli ultimi 10 anni; si ottiene così un rendimento medio annuo, significativo per investimenti rischiosi di medio-lungo termine, pari all'8,00%⁴.

Il coefficiente *beta* è stato stimato sulla base dei *beta unlevered medi* dei settori ai quali è riconducibile l'attività aziendale, calcolati dal Prof. Damodaran e scaricabili dal suo sito; per tale via, si attribuisce alla G2P un beta pari a 0,906.

Per includere nel processo valutativo il rischio specifico dell'investimento nella Società considerata, è opportuno considerare un *coefficiente alfa* che sintetizza i fattori di ulteriore incertezza (rispetto al rischio di mercato indicato dal beta) che caratterizzano la G2P; infatti, i suoi titoli di proprietà, non essendo quotati, rappresentano un investimento poco liquido, il cui valore è posto a rischio dalle ridotte dimensioni aziendali, dalla competitività del settore e dalla specifica fase del ciclo di vita che l'azienda sta attraversando. Sulla base sella propria esperienza e della propria sensibilità, considerando il "rischio innovazione" e il correlato "rischio sopravvivenza" della Società, il Sottoscritto reputa adeguato un coefficiente *alfa* pari al 13,50%.

³ Fonte: "Plus 24 – La settimana di finanza e risparmio", pubblicazione settimanale del Sole24Ore; rilevazioni dei rendimenti dei titoli di stato italiani riferite ai mesi di maggio e giugno 2019.

⁴ Fonte: "Plus 24 – La settimana di finanza e risparmio", pubblicazione settimanale del Sole24Ore; rilevazioni dei rendimenti impliciti negli indici Comit 30 e Comit Global riferiti ai mesi di maggio e giugno 2019.

Si perviene così ad un *cost of equity* del 20,95%; la tabella che segue mostra i parametri valutativi utilizzati.

MODELLO di STIMA		C.A.P.M.						
FORMULA	ke = a	+ Rfr + bI*(Rm	n - Rfr)					
DESCRIZIONE		SIMBOLI	VALORE					
Beta unlevered medio di settore		bu	0,906					
Aliquota d'imposta	effettiva	t	24,00%					
Struttura finanziaria	attuale	B/S	0,00%					
Beta levered		bl	0,906					
Rendimento dei titoli di Stato		Rfr	2,15%					
Rendimento atteso del mercato		Rm	8,00%					
Market Risk Premium (Rm - Rfr)		MRP	5,85%					
Costo opportunità del capitale		ks	7,45%					
Rischio specifico		а	13,50%					
Cost of Equity		ke	20.95%					

4.1.4. CALCOLI E RISULTATI

Determinati tutti gli elementi necessari, si procede alla stima del valore della G2P che sarà pari al valore attuale dei flussi di cassa attesi dalla proprietà nel periodo di previsione analitica, più il valore attuale dei flussi ulteriori sintetizzati nel *Terminal Value*, che è stimato in funzione di un saggio di sviluppo tendenziale di lungo termine prudenzialmente nullo.

DISCOUNTED CAS	H FLOW MODEL -	analitico con ter	minal value				
FORMULA		EqV =	VA (FCFE) + VA	(TV)			
6014001/51/7/	а	VA(FCF	$E(t) = \sum FCFE_t*(t)$	1+ke) ^{-t}			
COMPONENTI	b	VA (TV) = (FC	FE _{n+1} / (k _e - g _{te}	_{rm}))*(1+ke) ⁻ⁿ			
EPOCHE		31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
Cash Flow to Equity (FCFE)		-1.000.000,0	-3.000.000,0	-2.000.000,0	2.541.252,7	10.968.577,0	10.062.194,5
crescita annua dei fcfe			-200,00%	33,33%	227,06%	331,62%	
crescita media dei fcfe						89,77%	
crescita terminale						0,00%	
Terminal Value (TV)						48.025.971,2	
Costo del capitale proprio (ke)		20,95%	20,95%	20,95%	20,95%	20,95%	
periodi (in anni)		0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	
fattori di attualizzazione		0,91	0,75	0,62	0,51	0,42	
VA(FCFE)		- 909.036,0	- 2.253.536,0	- 1.242.114,8	1.305.550,8	4.658.914,3	
Σ VA(FCFE)	1.559.778,4						
VA(TV)	20.399.080,4	_					
EQUITY VALUE (EqV)	21.958.858,8						

Dall'applicazione del metodo in esame, alla data di riferimento della stima, la prima componente del valore risulta pari a 1,56 mln/€, la seconda a 20,40 mln/€; quindi l'*equity value* della Società, generato dai risultati attesi della sola gestione caratteristica, ammonterebbe a 21,96 mln/€.

Si noti che il valore economico così determinato è già al netto degli apporti di capitale necessari a sostenere il piano industriale della Società; configurandosi quindi come un valore attuale netto, corrisponde a ciò che nella prassi finanziaria è definito come un valore *pre-money*.

Qualora l'aumento di capitale fosse sottoscritto fino al valore massimo ipotizzato dalla Società (9 mln/€), non si avrebbero effetti sostanziali sul valore risultante dall'applicazione del *DCF*; ciò in

quanto si determinerebbero due effetti eguali (per importo) e contrari (per impatto), che tenderebbero a compensarsi:

- da un lato, si avrebbe un peggioramento dei *free cash flow to equity*, per complessivi 3 mln/€, nei primi tre anni di piano, in ragione del maggior versamento di capitale rispetto ai fabbisogni indicati nel piano;
- dall'altro, si avrebbe la formazione al 4° anno di previsione, di un "particolare *assel*" pari alle disponibilità di cassa eccedenti quelle generate o richieste dalla dinamica finanziaria caratteristica della Società, alle quale potrebbe associarsi una rischiosità minima.

In termini valutativi, ciò comporterebbe una sostanziale stabilità dell'*equity value* dovuta al fatto che il valore attuale dei maggiori esborsi iniziali (apporti degli azionisti) sarebbe, tendenzialmente, compensato dal valore attuale (determinato sulla base di un premio di rischio assai inferiore a quello utilizzato per l'attualizzazione dei *FCFE*) dell'*excess cash* presente in azienda a partire dal 4° anno.

4.2. APPLICAZIONE DEL METODO DI CONTROLLO

Il VC method può essere considerato una variante del metodo basato sui flussi finanziari, dal momento che la stima del valore è ottenuta tramite una previsione del cash flow futuro derivante dalla dismissione della partecipazione, che avviene per ipotesi in corrispondenza dell'ultimo anno della fase di start-up ovvero nei primi anni della fase di early growth. La formula di stima è la seguente:

$$VFS = \frac{VF}{(1 + IRR)^n}$$

dove:

- VFS indica il Valore Finale Scontato;
- VF indica il Valore Finale;
- IRR indica il rendimento Target
- *n* indica gli anni che trascorrono tra l'investimento e il disinvestimento

Il calcolo del valore futuro avviene tramite l'applicazione di multipli di società quotate "comparables", che assume il senso di vero e proprio terminal value; si ottiene utilizzando il multiplo di mercato Price/Earnings all'utile previsto nell'ultimo anno dell'arco di piano.

4.2.1. DETERMINAZIONE DEL MULTIPLO E DELL'IRR

Il valore finale è stato determinato applicando un multiplo di tipo P/E all'utile dell'ultimo anno di piano, normalizzato come descritto nel paragrafo seguente. Il livello di tale multiplo è stato stabilito dal Sottoscritto sulla base di una ricerca, su siti specializzati di informazione finanziaria, dei multipli di mercato relativi al settore "Renewable Energy Services & Equipment Industry". Purtroppo, i dati riscontrati non sono risultati omogenei in tutti i siti consultati, sia perché la definizione del settore di riferimento presentava lievi differenze, sia perché i mercati di riferimento potevano differire; ciò ha reso variabile il multiplo, inducendo il Sottoscritto ad utilizzare un valore di 17,5x, che si colloca al centro del range di oscillazione osservato.

Il valore stimato alla fine del periodo di previsione viene scontato a un tasso di rendimento obiettivo che considera sia il rischio di business, sia la probabilità che l'impresa non sopravviva.

Essendo quest'ultima generalmente molto elevata, i rendimenti *target* impiegati nel *venture capital method* tendono ad essere molto più alti dei tassi di attualizzazione utilizzati nel DCF. Diversi studi riportano dei *range* di variazione per ciascuna fase del ciclo di vita⁵; sulla base di questi il Sottoscritto ritiene opportuno utilizzare un IRR pari al 50%.

4.2.2. DETERMINAZIONE DEL RISULTATO TERMINALE

Ai fini dell'applicazione del *VCM* è stato utilizzato sia il reddito netto atteso al 2023, così come risultante dal *business plan* elaborato dalla Società, sia un reddito netto normalizzato ottenuto considerando l'EBITDA dell'ultimo anno di previsione analitica, decurtato degli ammortamenti in ipotesi di stazionarietà⁶. La tabella seguente rende evidente gli effetti della normalizzazione, che si sostanziano in un incremento del "reddito netto termine" di circa 300 k/€.

G2P	31/	/12/2018	31/12/2019	9 3	31/12/2020	3	1/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2023
TURNOVER		82,80	1.100,00		-		2.587,19	17.254,05	49.197,36	49.197,36
growth rate %			1228%	;	-100%		#DIV/0!	567%	185%	185%
EBITDA	-	167,85	- 120,16	-	1.457,93	-	1.491,19	3.589,42	14.617,43	14.617,43
margin %		-202,7%	-10,9%	;	#DIV/0!		-57,6%	20,8%	29,7%	29,7%
Amort&Depr	-	1,98	- 386,68	-	576,72	-	755,67	- 905,66	- 1.157,65	- 731,30
EBIT	-	169,84	- 506,83	-	2.034,65	-	2.246,86	2.683,76	13.459,78	13.886,13
margin %		-205,1%	-46,1%	;	#DIV/0!		-86,8%	15,6%	27,4%	28,2%
Taxes		-	- 2,98		-		-	- 800,25	- 3.823,94	- 3.945,07
E	-	169,84	- 509,81	-	2.034,65	-	2.246,86	1.883,51	9.635,84	9.941,07

4.2.3. CALCOLI E RISULTATI

Determinati tutti gli elementi necessari, si procede alla stima del valore economico della G2P applicando la formula del metodo valutativo di controllo. Si perviene ai valori riportati nella tabella seguente.

9.635,84	9.941,07
17,5	17,5
168.627	173.969
31/12/2023	31/12/2023
01/07/2019	01/07/2019
50%	50%
27.151,47	28.011,52
6.000,00	6.000,00
21.151,47	22.011,52
	17,5 168.627 31/12/2023 01/07/2019 50% 27.151,47 6.000,00

Il valore ottenuto utilizzando il reddito normalizzato è stato poi sottoposto ad analisi di sensitività rispetto alle due variabili chiave (IRR e P/E); si desume che le stime sono relativamente sensibili a tali variabili, risultando un *range* di variazione che oscilla tra il -14,85% e il +16,90%.

- Start up: 50% - 70%;

- First stage: 40% - 60%;

- Second stage: 35% - 50%;

- Bridge/IPO: 25% - 35%.

⁵ Per tutti si veda DAMODARAN A. (2009), "Valuing Young, Start-up and Growth Companies", *Stern School of Business*; in tale studio sono indicati i seguenti range divariazione (pag. 15):

⁶ Tale normalizzazione rende l'applicazione della metodologia in esame coerente con l'utilizzo del DCF; si rinvia a quanto sopra illustrato per la determinazione degli ammortamenti in condizioni di stazionarietà.

Università di Roma "La Sapienza"

_	16,90	17,10	17,30	17,50	17,70	17,90	18,10
47%	23.628,12	23.978,75	24.329,38	24.680,01	25.030,64	25.381,26	25.731,89
48%	22.737,06	23.077,14	23.417,22	23.757,31	24.097,39	24.437,47	24.777,56
49%	21.878,52	22.208,45	22.538,37	22.868,29	23.198,22	23.528,14	23.858,06
50%	21.051,13	21.371,26	21.691,39	22.011,52	22.331,66	22.651,79	22.971,92
51%	20.253,54	20.564,24	20.874,93	21.185,62	21.496,31	21.807,01	22.117,70
52%	19.484,51	19.786,10	20.087,69	20.389,28	20.690,88	20.992,47	21.294,06
53%	18.742,82	19.035,64	19.328,45	19.621,27	19.914,08	20.206,90	20.499,71

Si nota comunque che il valore determinato con il DCF è molto vicino a quello determinato con il VCM (la differenza è inferiore a 53 k/ \in), e incluso nel *range* di variazione sopra indicato.

Per le medesime ragioni illustrate nel precedente paragrafo, qualora l'aumento di capitale fosse sottoscritto fino al valore massimo ipotizzato dalla Società (9 mln/€), non si avrebbero effetti sostanziali sul valore risultante dall'applicazione del *VCM*; ciò in quanto si determinerebbe:

- da un lato, un maggior *post-money value*, dovuto alla presenza di un *asset* liquido a rischio minimale, il cui valore attuale sarebbe prossimo ai 3 mln/€;
- dall'altro, un maggior *capital increase*, che passerebbe da 6 mln/€ e 9 mln/€.

In termini valutativi, ciò comporta una sostanziale stabilità del pre.money value.

5. CONCLUSIONI

5.1. RIEPILOGO DEGLI ESITI DELLE STIME

In base alle informazioni acquisite ed alle analisi effettuate, il Sottoscritto ha stimato il valore economico della G2P applicando sia il metodo valutativo finanziario che il venture capital method. Gli esiti del processo valutativo sono riepilogati nella tabella seguente.

METOI	DI	VALORE	Scostamenti
Principale	DCF	21.958.858,82	
Controllo	VCM	22.011.523,42	52.664,60 0,24%

Le stime sono state ottenute operando con ragionevolezza e prudenza, tanto nelle analisi dei dati consuntivi quanto nella previsione dei risultati attesi e nella valutazione della loro rischiosità.

5.2. VALORE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ

Alla luce di quanto illustrato nella presente relazione, il Sottoscritto, incaricato della determinazione del valore della GLASS TO POWER SpA, ipotizzando un aumento di capitale pari a 6 mln/€, ritiene di poter affermare che:

- il valore pre-money della Società è approssimabile a
 € 21.960.000,00 (euro ventuno milioni novecento sessantamila/00);
- il valore post-money della Società è approssimabile a
 € 27.960.000,00 (euro ventisette milioni novecento sessantamila/00).

Nel caso si realizzasse un aumento di capitale pari a 9 mln/€, il valore *pre-money* della Società non subirebbe variazioni sostanziali, mentre il suo valore *post-money* aumenterebbe a

€ 30.960.000,00 (euro trenta milioni novecento sessantamila/00).

Roma, 22 luglio 2019

Prof. Giuseppe Sancetta