

Parere valutativo

Mario Cattaneo*

Giovanni Petrella**

Milano, 20 febbraio 2018

* Professore emerito di Finanza aziendale, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano.

** Professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano; Banking Stakeholder Group EBA, Londra; Securities and Markets Stakeholder Group ESMA, Parigi.



Indice

1. Premessa.....	3
1.1. L'incarico	3
1.2. La documentazione esaminata e l'attività svolta.....	5
1.3. I limiti dell'incarico	6
2. Descrizione del Perimetro Bio	8
3. Descrizione dei settori di riferimento.....	9
4. Unitarietà economico-tecnica	9
4.1. L'operatività aziendale	10
4.2. Le interrelazioni evidenziate dai dati di bilancio	11
4.2.1. Biochemtex	11
4.2.2. Beta Renewables.....	13
4.2.3. Italian Bio Products.....	13
4.2.4. Italian Bio Products Energia.....	14
5. Stima del valore economico	15
5.1. Inquadramento.....	15
5.2. La scelta del metodo di valutazione	15
5.3. I business plan esaminati.....	16
5.4. I comparables selezionati.....	18
5.5. Il costo del capitale	20
5.6. Le modalità di stima dell'enterprise value	21
5.7. La valutazione in prospettiva stand-alone	22
5.8. La valutazione in prospettiva integrata	24
5.9. Intervalli di valore economico	25
5.10. Sensitivity analysis	26
6. Ripartizione del valore economico	28
6.1. La valutazione delle sinergie.....	28
6.2. Ipotesi di ripartizione.....	28

7. Sintesi e conclusioni	29
Allegati	32

CS

MR

1. Premessa

1.1. L'incarico

I sottoscritti Mario Cattaneo e Giovanni Petrella hanno ricevuto da M&G Finanziaria l'incarico descritto nei termini che seguono:

"Chiar.mi Professori,

facciamo seguito ai colloqui ed agli incontri avuti nei quali Vi abbiamo rappresentato la situazione della nostra società e di quella delle nostre controllate italiane le quali in data 16 ottobre 2017 hanno presentato avanti il Tribunale di Alessandria ricorsi ai sensi dell'art. 161, sesto comma, L. Fall. che sono stati accolti con provvedimenti del 24 ottobre 2017 e con la nomina quali Commissari dei dottori Piero Canevelli, Claudio Ferrari e Silvano Cremonesi.

Nell'ambito ed in funzione del piano che dovrà essere presentato al Tribunale di Alessandria ai sensi dell'art. 161, commi 1 e 2 L. Fall. entro il 21 febbraio 2018 e che prevederà l'alienazione a terzi dei beni (nelle forme e nei modi che verranno prospettati dagli offerenti) afferenti allo svolgimento delle attività nel settore del bietanolo di c.d. "seconda generazione", la nostra società e le società controllate di seguito indicate, hanno deciso di conferirVi l'incarico professionale congiunto quali periti valutatori di detti beni. Tali società sono:

- a) Biochemtex S.r.l., con sede in Tortona (AL), Strada Ribrocca 11;*
- b) Italian Bio Products S.r.l., con sede in Tortona (AL), Strada Ribrocca 11;*
- c) IBP Energia S.r.l., con sede in Tortona (AL), Strada Ribrocca 11;*
- d) Beta Renewables S.p.A., con sede in Tortona (AL), Strada Ribrocca 11;*

*(le "**Società Bio**" o il "**Perimetro Bio**").*

In particolare, sulla base della documentazione che Vi verrà fornita da tali Società, nonché da Mediobanca quale advisor finanziario delle Società Bio, e da quello che riterrete opportuno o necessario chiedere alle stesse Società Bio o che potrete rinvenire presso enti o istituzioni specializzate, Vi chiediamo di:



- *verificare la sussistenza di un legame di unitarietà economico-tecnico tra le entità che costituiscono il Perimetro Bio, nell'ottica della continuità aziendale dello stesso;*
- *stimare il valore economico dell'intero Perimetro Bio, anche alla luce del piano industriale redatto dal management del debitore affiancato da Mediobanca in qualità di advisor finanziario ai fini del processo di sollecitazione delle offerte di acquisto, ovvero utilizzando ulteriori elementi valutativi ritenuti più opportuni;*
- *indicare, tenuto conto del valore economico del Perimetro Bio, delle sinergie, nonché di elementi informativi derivanti dalle eventuali offerte pervenute, quale possa essere la ripartizione di tale valore sulle singole entità titolari dei beni che costituiscono il Perimetro Bio.*

[...]

Come concordato, il Vostro incarico di stima dovrà svolgersi in collegamento e tenendo conto delle specifiche valutazioni tecniche dell'Ing. Giacobbe Braccio al quale abbiamo conferito idoneo incarico professionale."

In adempimento dell'incarico ricevuto si rassegna il presente parere valutativo¹, articolato come di seguito descritto: nel prosieguo del §1 si elenca la documentazione esaminata, si descrive sinteticamente l'attività svolta e si illustrano i limiti della valutazione; nel §2 ci si sofferma sull'oggetto della valutazione, ossia il Perimetro Bio, mentre il §3 riguarda il settore di riferimento. Nel §4 si affronta il tema dell'unitarietà per poi affrontare nel successivo §5 la stima del valore economico. La ripartizione del valore economico tra le diverse entità del Perimetro Bio è oggetto del §6. L'analisi svolta e le conclusioni sono sintetizzate nel §7².

¹ Cfr. Organismo Italiano di Valutazione (a cura di), *PIV Principi Italiani di Valutazione 2015*, Milano, Egea, 2015, §1.4.4.

² Nel parere si impiegano, con iniziale maiuscola e medesimo significato, anche i termini definiti nella lettera di incarico.



1.2. La documentazione esaminata e l'attività svolta

Il parere si basa esclusivamente sui documenti forniti da M&G Finanziaria o dall'advisor finanziario Mediobanca. In particolare, i documenti esaminati sono i seguenti:

1. bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di Biochemtex S.p.A.;
2. bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di Beta Renewables S.p.A.;
3. bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di Italia Bio Products S.r.l.;
4. bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di IBP Energia S.r.l.;
5. bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di C5 6 S.r.l.;
6. documento intitolato "Mossi Ghisolfi Group - Focus sul Perimetro Bio", predisposto a ottobre 2017;
7. business plan per il periodo 2018-2022 riguardante il Perimetro Bio (documento intitolato "Business Plan overview"), predisposto a ottobre 2017³;
8. business plan per il periodo 2018-2022 riguardante il Perimetro Bio (documento intitolato "Business Plan Scenari alternativi"), predisposto a febbraio 2018;
9. business plan per il periodo 2018-2022 riguardante le singole entità appartenenti al Perimetro Bio e realizzato assumendo che tali entità operino secondo una prospettiva atomistica (*stand-alone*) e non coordinata (documento intitolato "Business Plan Scenario di separazione societaria"), predisposto a febbraio 2018;
10. perizia tecnica redatta dall'Ingegnere Giacobbe Braccio, dal Dottor Vito Pignatelli e dalla Dottoressa Isabella De Bari (d'ora in avanti anche "**la Perizia ENEA**").

³ Abbiamo esaminato sia una versione in italiano (Allegato 7) che una versione in inglese (Allegato 7-bis) del business plan predisposto a ottobre 2017.



Per quanto riguarda i dati di mercato (quali ad esempio prezzi e indici azionari) si è fatto riferimento ai database finanziari più diffusi, quali Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

Il presente parere riporta in allegato i documenti esaminati, appena descritti in questo paragrafo.

I materiali precedenti sono stati analizzati e discussi dagli scriventi con il top management delle società del Perimetro Bio e l'advisor finanziario Mediobanca nell'ambito di diversi incontri. In particolare, i business plan sono stati oggetto di approfondito esame con l'obiettivo di analizzarne la concreta sostenibilità e il grado di prudenzialità, anche con l'ausilio dei contenuti della Perizia ENEA nonché degli estensori della medesima.

1.3. I limiti dell'incarico

L'incarico è soggetto ad alcuni limiti, di cui si darà conto in questo paragrafo, che ovviamente condizionano le analisi svolte e che devono essere tenuti opportunamente in considerazione nella lettura delle conclusioni raggiunte.

L'incarico è stato svolto esclusivamente sulla base dei documenti di cui al precedente §1.2. Tale circostanza, associata anche al tempo a disposizione per l'adempimento dell'incarico, condiziona le indagini concretamente realizzabili nonché i riscontri operabili sull'affidabilità dei dati e delle informazioni utilizzate.

Le informazioni e i dati impiegati non sono stati oggetto di verifiche, controlli, revisioni e/o attestazioni, in coerenza con il mandato ricevuto e la natura della documentazione impiegata. Nello svolgimento dell'incarico si è assunto e si è fatto affidamento sulla correttezza, completezza e accuratezza delle informazioni a nostra disposizione. I documenti e le informazioni utilizzate per l'applicazione delle metodologie di valutazione più oltre descritte sono stati analizzati esclusivamente in termini di ragionevolezza e coerenza complessiva, non è stata svolta alcuna autonoma verifica su tali informazioni. Non sono state svolte, in particolare, procedure autonome di revisione contabile sui dati di bilancio delle società oggetto di valutazione, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale



sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale e previdenziale, o legate a rischi di qualsiasi tipologia non riportate nelle situazioni di riferimento.

Nessuna dichiarazione espressa o implicita, né alcuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza delle informazioni contenute nel parere è da noi resa e nulla di quanto contenuto nel parere è, o potrà essere, ritenuto una promessa o un'indicazione sui risultati futuri delle società oggetto di valutazione.

Nello svolgimento dell'incarico sono stati considerati anche dati di natura previsionale relativi all'evoluzione economico-finanziaria del Perimetro Bio per il periodo 2018-2022 e contenuti nei business plan a noi trasmessi, presupponendo il verificarsi delle assunzioni ed il raggiungimento degli obiettivi prospettici ivi riportati, senza aver potuto svolgere autonome verifiche o riscontri circa le modalità della loro formazione. Le proiezioni economiche e finanziarie, incerte e variabili per natura, riflettono le future strategie delle società coinvolte. Il presente parere non include esplicite o implicite dichiarazioni né garanzie circa le modalità di svolgimento e di implementazione delle suddette strategie e/o il raggiungimento dei risultati futuri.

Eventi attualmente non prevedibili e/o non a nostra conoscenza relativi tra l'altro alle assunzioni dei business plan del Perimetro Bio potrebbero avere un impatto anche significativo sui dati presentati. Le nostre stime sono pertanto rese sulla base delle informazioni disponibili alla data del presente parere.

Si evidenzia che aggiornamenti o revisioni alle assunzioni e alle proiezioni, successivi alla data di riferimento della valutazione, potrebbero influenzare anche significativamente le stime di valore di seguito riportate. Qualsiasi valutazione del Perimetro Bio effettuata in passato o eventuali stime future di valore potrebbero quindi risultare divergenti e difficilmente confrontabili con le stime del presente incarico.

Il contenuto del parere va interpretato come stima del valore delle attività, in assenza di passività, basata su ipotesi e criteri valutativi generalmente accettati e



da noi applicati nella fattispecie sulla base di valutazione ritenute più appropriate, nel rispetto dell'incarico ricevuto.

Resta inteso che il presente parere non potrà in nessun caso essere utilizzato, in tutto o in parte, per finalità differenti da quelle specificate dal suddetto incarico.

2. Descrizione del Perimetro Bio

Il Gruppo Mossi & Ghisolfi (nel seguito, anche, "**Gruppo M&G**") è composto da diverse società operanti nella produzione di polietilene tereftalato (PET), nel campo dell'ingegneria chimica e nella realizzazione di prodotti chimici rinnovabili, la cui proprietà è riconducibile a Mossi & Ghisolfi S.p.A. ("**M&G SpA**").

Con riferimento al Perimetro Bio, l'attività prevede la produzione e la vendita di impianti per la produzione di biocarburanti e/o alimentati da prodotti chimici derivati da biomassa non alimentare, oltre che la vendita diretta di biocarburanti e prodotti chimici derivanti da biomassa non alimentare. Il Perimetro Bio è riferibile alle seguenti società: Biochemtex S.p.A. ("**BCT**"), Beta Renewables S.p.A. ("**BRN**"), Italian Bio Products S.r.l ("**IBP**") e IBP Energia S.r.l. ("**IBPE**").

Il Gruppo M&G opera negli USA, nell'America latina, in Asia e in Europa; nell'anno d'esercizio 2016 ha prodotto un fatturato di circa 1,8 miliardi di dollari.

M&G SpA detiene le partecipazioni nelle società appartenenti al Gruppo M&G tramite la propria controllata al 100% denominata M&G Finanziaria S.p.A. ("**M&G Fin**"). In dettaglio M&G Fin detiene:

- il Perimetro PET, con il possesso del 70% del capitale della controllata M&G Chemical SA;
- il Perimetro Bio, con il possesso del 100% del capitale della controllata BCT.



BCT è una società attiva nello sviluppo e nella vendita di impianti per lo sfruttamento delle biomasse nella produzione di biocarburante. La società a sua volta possiede partecipazioni in:

- IBP (100%) e IBPE (100%), società specializzate nella produzione di biocarburanti di seconda generazione e di energia attraverso l'utilizzo degli stessi biocarburanti. IBP possiede un impianto a Crescentino (Vercelli), su un'area di oltre 13.000 metri quadrati, per la produzione di circa 25.000 tonnellate di bioetanolo l'anno e per la trasformazione di biomassa non alimentare in energia fino a un massimo di 13,5 MW;
- BRN (67%), attiva nella concessione delle licenze collegate agli impianti venduti dalla propria controllante BCT. BRN, come specificato nella Perizia ENEA, *"gestisce il portafoglio di brevetti e tecnologie afferenti al processo utilizzato nello stabilimento di Crescentino"*.

3. Descrizione dei settori di riferimento

I settori di riferimento delle attività svolte nell'ambito del Perimetro Bio sono stati analizzati nella Perizia ENEA, alla quale si fa rinvio integrale.

Nel corso dei mesi di gennaio e febbraio 2018 si sono svolti più incontri e interlocuzioni tra gli estensori della Perizia ENEA e i sottoscritti nell'ambito dei quali i vari aspetti economico-tecnici di comune interesse sono stati discussi, confrontando le reciproche opinioni e conducendo a valutazioni complessivamente condivise.

4. Unitarietà economico-tecnica

Il quesito chiede di *"verificare la sussistenza di un legame di unitarietà economico-tecnico tra le entità che costituiscono il Perimetro Bio, nell'ottica della continuità aziendale dello stesso"*.

Per verificare l'esistenza dell'unitarietà all'interno del Perimetro Bio è opportuno affrontare il quesito secondo una stringente logica di operatività aziendale (ossia se le singole entità siano in grado di operare distintamente pur raggiungendo gli stessi risultati economici), corroborata sotto il profilo tecnico dalla Perizia ENEA. Si è inoltre preso atto dell'esistenza di un certo grado di



connessione finanziaria derivante dall'esistenza di crediti e debiti in essere tra le diverse entità del Perimetro Bio.

4.1. *L'operatività aziendale*

L'attività del Perimetro Bio è identificabile – in estrema sintesi – nello sviluppo e nella vendita di impianti per la produzione di bioetanolo di seconda generazione, oltre che nelle attività di promozione e dimostrazione collegate e nelle attività necessarie allo sviluppo di impianti tecnologicamente ed economicamente efficienti, nonché nella produzione e vendita di bioetanolo di seconda generazione e di energia elettrica.

Gli impianti realizzati da BCT utilizzano tecnologie brevettate (PROESA, GREG e MOGHI) appartenenti anche a BRN, in qualità di soggetto gestore del portafoglio brevetti realizzati.

L'impianto di Crescentino, gestito da IBP è invece strumentale alla vendita degli impianti realizzati da BCT, in quanto dimostrativo delle tecnologie implementate nel processo di valorizzazione delle biomasse. Il medesimo impianto è anche destinato alla produzione e vendita di bioetanolo di seconda generazione e di energia elettrica.

Il *“forte legame di unitarietà tecnico-economica”* è adeguatamente specificato a p. 18 della Perizia ENEA e condiviso dai sottoscritti.

La perizia ENEA descrive anche l'interdipendenza tra le entità, presentando lo schema di reciproco utilizzo e possesso di brevetti sviluppati all'interno del Perimetro Bio: *“Beta Renewables detiene esclusivamente brevetti relativi alla tecnologia PROESA [sviluppata da Biochemtex] e non possiede brevetti relativi alla produzione di enzimi perché questi vengono forniti all'impianto di Crescentino da Novozymes. [...] Beta Renewables non possiede brevetti sulle tecnologie GREG e MOGHI, che risultano invece in possesso di Biochemtex. Beta Renewables e l'Impianto produttivo [di proprietà di Italian Bio Products] sono legati dalle licenze di proprietà. Biochemtex non possiede licenze su*



PROESA, ma cura gli aspetti di sviluppo di nuova ricerca e progettazione ingegneristica degli impianti".⁴

4.2. Le interrelazioni evidenziate dai dati di bilancio

A supporto della valutazione del Perimetro BIO secondo una prospettiva unitaria, il presente paragrafo descrive le voci di bilancio più significative in merito all'interdipendenza contabile in essere all'interno del Perimetro Bio, con la controllante M&G Fin e con altre società appartenenti al Gruppo M&G.

4.2.1. Biochemtex

Al 31 dicembre 2016 BCT presenta un attivo pari complessivamente a 269,70 milioni di euro, di cui 159 milioni di euro per attività non correnti e 110,69 milioni di euro per attività correnti.⁵

Nell'ambito delle attività non correnti, BCT possiede partecipazioni per 135,43 milioni di euro, così suddivisi:

- BRN, 4,16 milioni di euro per una quota del 67,54% del capitale;
- IBP, 112,04 milioni di euro per una quota del 100% del capitale;
- IBPE, 19,21 milioni di euro per una quota del 100% del capitale;
- C5 6 S.r.l., 10.000 euro per una quota del 100% del capitale.

I crediti non correnti sono complessivamente pari a 225.169 euro, di questi 163.327 euro (pari al 72% del totale) rappresentano un credito per imposte anticipate conferito alla controllata BRN nel corso del 2011 in relazione al recupero di ammortamenti fiscali effettuabili negli anni futuri e riferito all'impianto pilota della tecnologia PROESA.

I crediti commerciali e altri crediti correnti sono complessivamente pari a 56,83 milioni di euro, di questi 38,02 milioni di euro (pari al 67% del totale)

⁴ Cfr. Perizia ENEA, p. 20.

⁵ La Società specifica nel proprio bilancio d'esercizio 2016 (p. 34) l'importanza di allestire il nuovo Centro di Ricerche in prossima dell'impianto di produzione di IBP a Crescentino (VC).



riguardano crediti nei confronti di società appartenenti al Gruppo. Nello specifico, 22,76 milioni di euro nei confronti di BRN e 10,88 milioni di euro verso IBP.

Le attività finanziarie correnti sono complessivamente pari a 43,96 milioni di euro, di cui 41,37 milioni di euro (pari al 94% del totale) per crediti per *cash pooling* infra Gruppo M&G⁶ e 2,37 milioni di euro per prestiti finanziari nei confronti di società controllate (nello specifico 1,05 milioni di euro nei confronti di C5 6 S.r.l. e 1,32 milioni di euro nei confronti di BRN).

Al 31 dicembre 2016 le passività correnti ammontano a 141,12 milioni di euro, le passività non correnti a 54,16 milioni di euro e il patrimonio netto a 74,43 milioni di euro.

I finanziamenti non correnti ammontano a 47,76 milioni di euro e si riferiscono a due posizioni nei confronti di banche⁷.

La quota corrente di finanziamenti in essere è pari a 71,41 milioni di euro, di cui 13,82 milioni di euro in qualità di quota corrente di finanziamenti non correnti e per 57,58 milioni di euro in qualità di scoperti bancari.

BCT presenta anche 218.889 euro per debiti per interessi verso altre società del Gruppo M&G e passività per *cash pooling*.

I debiti commerciali e altri debiti correnti ammontano a 58,68 milioni di euro, di cui 17,38 milioni di euro nei confronti di società appartenenti al Gruppo M&G⁸.

⁶ Nei confronti di M&G Fin in qualità di *pooler* e nei confronti delle controllate IBP e IBPE in qualità *pool leader*.

⁷ Nello specifico 47,72 milioni di euro riguardano un finanziamento concesso dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI) per realizzazione di un progetto investimento su biomassa (su 133 milioni di euro complessivamente necessari per lo sviluppo del progetto). Al riguardo, la controllante M&G Fin ha sottoscritto, con un pool di 4 banche italiane, un contratto di garanzia e manleva per complessivi 84,9 milioni di euro, attivabile dalle banche stesse in caso di default di BCT.

⁸ Debiti commerciali per 10,12 milioni di euro e altri debiti correnti per 7,26 milioni di euro (di cui 4,69 milioni di euro nei confronti di M&G SpA quale IRES di competenza dell'esercizio per



La posizione finanziaria netta della società è pari a 109,44 milioni di euro⁹.

4.2.2. Beta Renewables

Al 31 dicembre 2016 BRN presenta attività correnti per 12,36 milioni di euro, di cui 4,38 milioni di euro per crediti verso controllanti¹⁰, e attività non correnti per 90,45 milioni di euro, di cui 90 milioni di euro per crediti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti¹¹.

Al 31 dicembre 2016 BRN presenta debiti per 27,75 milioni di euro, di cui 25,50 milioni di euro nei confronti di controllanti o altre appartenenti al Gruppo M&G¹².

La posizione finanziaria netta della società BRN è pari a 1,30 milioni di euro¹³.

4.2.3. Italian Bio Products

Al 31 dicembre 2016 IBP presenta attività non correnti per 121,12 milioni di euro e attività correnti per 58,65 milioni di euro, di cui 20,10 milioni di euro per crediti a breve termine verso imprese controllanti¹⁴.

Il passivo di IBP evidenzia un patrimonio netto pari a 10,29 milioni di euro e debiti pari a 166,19 milioni di euro, di cui 20,67 milioni di euro verso banche,

effetto dell'adesione al contratto di consolidato fiscale nazionale e 2,32 milioni di euro verso M&G Fin per IVA del Gruppo M&G).

⁹ Così composta: debiti a breve termine per 71,40 milioni di euro a cui si aggiungono debiti a lungo termine per 47,76 milioni di euro, al netto di disponibilità di cassa per 9,73 milioni di euro.

¹⁰ Di cui 2,49 milioni di euro per crediti verso M&G SpA per vantaggi fiscali trasferiti in applicazione del contratto di consolidato fiscale nazionale, 1,89 milioni di euro per crediti IVA verso M&G Fin e 122.000 euro verso IBP per attività di ricerca e progettazione.

¹¹ La posizione comprende un prestito di natura finanziaria a lungo termine per 62,50 milioni di euro e un credito commerciale per 27,50 milioni di euro a favore di IBP collegati allo sviluppo e alla costruzione dell'impianto dimostrativo atto alla produzione di etanolo mediante l'utilizzo della tecnologia PROESA® a Crescentino (Vercelli). L'importo è destinato a essere regolato in relazione agli accordi tra gli azionisti, dopo aver ottenuto il test finale e l'approvazione di tale impianto (cfr. bilancio d'esercizio 2016, p. 33).

¹² Di cui debiti commerciali per 22,75 milioni di euro, debiti finanziari per 1,32 milioni di euro e debiti per imposte anticipate per 381.000 euro nei confronti di BCT.

¹³ Così composta: 1,32 milioni di euro per debiti finanziari verso controllanti al netto di 25.640 euro di disponibilità liquide.

¹⁴ Così composti: 9,30 milioni di euro verso M&G SpA per vantaggi fiscali trasferiti, 10,73 milioni di euro verso M&G Fin per credito IVA e 73.097 euro verso BCT per passaggio di personale dipendente.



3,35 milioni di euro verso società di *factoring*, 24,36 milioni di euro verso BCT¹⁵, 90,12 milioni di euro verso BRN per un prestito di natura finanziaria concesso dalla consociata nell'ambito dell'operazione di realizzazione dell'impianto di bioetanolo di Crescentino e 2,06 milioni di euro verso IBPE per canoni di affitto di ramo d'azienda.

La posizione finanziaria netta di IBP ammonta a 100,70 milioni di euro¹⁶.

4.2.4. Italian Bio Products Energia

Al 31 dicembre 2016 IBPE presenta attività non correnti per 1,07 milioni di euro, attività correnti per 2,63 milioni di euro, di cui 2,06 milioni di euro per crediti a breve termine verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti¹⁷ e risconti per 9,17 milioni di euro¹⁸. IBPE non ha disponibilità liquide, bensì ha acceso un conto di *cash pooling* con BCT.

Il passivo di IBPE evidenzia un patrimonio netto pari a 11,91 milioni di euro e debiti pari a 609.699 euro. Di questi 555.476 euro sono debiti verso controllanti, nello specifico: 104.889 euro verso M&G Fin, 269.635 euro verso M&G SpA e 180.952 euro verso BCT.¹⁹

La società ha in essere un contratto di locazione finanziaria relativo alla centrale elettrica oggetto di affitto di ramo d'azienda a favore di IBP. Il costo del bene in leasing a inizio fine esercizio 2016 è pari a 36,96 milioni di euro, corrispondente

¹⁵ Così composti: 13,38 milioni di euro corrispondenti al saldo del conto di *cash pooling*, 2,10 milioni di euro riguardanti il debito correlato ai servizi resi nell'ambito del progetto di sviluppo del processo di produzione, euro 8,22 milioni di euro associati alla vendita dell'impianto di lavaggio paglia "Soaking".

¹⁶ Così composta: debiti verso banche a breve e lungo termine per 20,67 milioni di euro a cui si aggiungono 90,12 milioni di euro per un prestito finanziario concesso da BRN, al netto di 13,44 milioni di euro per disponibilità liquide.

¹⁷ Tali crediti afferiscono interamente ai canoni di affitto del ramo d'azienda dovuti da IBP. Cfr. bilancio d'esercizio 2016 IBP Energia, p. 14.

¹⁸ Di questi, 8,91 milioni di euro costituiscono risconti per un maxicanone iniziale versato all'apertura di un contratto di locazione finanziaria. Cfr. bilancio d'esercizio 2016 IBP Energia, p. 15.

¹⁹ Cfr. bilancio d'esercizio 2016 IBP Energia, pp.17 e 18.



a debiti impliciti per operazioni di leasing finanziario pari a 21,06 milioni di euro a fine esercizio 2016²⁰.

La posizione finanziaria netta di IBPE ammonta a zero.

5. Stima del valore economico

In questo paragrafo si descrivono il processo di stima dell'*enterprise value* ("EV") di Biochemtex, Beta Renewables, Italian Bio Products e Italian Bio Products Energia nonché i parametri impiegati e le principali assunzioni adottate.

5.1. Inquadramento

La valutazione del Perimetro Bio è riferita al 1° gennaio 2018, considerando:

- a) le quattro entità come soggetti distinti secondo una prospettiva atomistica (o stand-alone)²¹;
- b) le quattro entità come un complesso unico, benché organizzato in diversi soggetti giuridici, secondo una prospettiva unitaria (o integrata).

La differenza tra l'*enterprise value* del Perimetro Bio della valutazione integrata sub b) e la somma dei quattro *enterprise value* della valutazione stand-alone sub a) rappresenta, se positiva, il beneficio delle sinergie derivanti dall'unitarietà²², e da cui sono totalmente condizionate.

5.2. La scelta del metodo di valutazione

Nel presente parere il metodo basato sui flussi di cassa attualizzati (FCA o *discounted cash flow*, DCF) è stato applicato con valenza di metodo primario.

Il metodo DCF rientra nell'ambito dei metodi analitici di valutazione, è riconosciuto e legittimato nella teoria finanziaria nonché ampiamente utilizzato

²⁰ Cfr. bilancio d'esercizio 2016 IBP Energia, p. 13.

²¹ Si precisa che la prospettiva atomistica (o stand-alone) rappresenta una mera ipotesi di lavoro, dotata di limitata valenza concreta in quanto in contrasto con i caratteri di unitarietà di cui si è discusso nel §4.

²² Cfr. A. Damodaran, "The Value of Synergy", New York University, ottobre 2005.



nella prassi. È inoltre nostra opinione che esso assuma un ruolo centrale per la determinazione del valore del capitale di qualsiasi società.

L'applicazione di tale metodo al caso di specie appare maggiormente significativa alla luce della possibilità di far riferimento a dati e informazioni dettagliate sui flussi di cassa prospettici, non solo in termini di livello atteso ma anche in relazione agli elementi di rischio che caratterizzano tali flussi.

Con valenza di metodo di controllo è stato impiegato il metodo dei multipli di mercato. Tale metodo sconta strutturalmente il limite della difficoltà di identificazione di società effettivamente comparabili. Nel caso di specie il Perimetro Bio è un *unicum*. I profili di difformità rispetto ai *comparables* (cfr. §5.4) possono legittimamente giustificare differenze di valore.

5.3. I business plan esaminati

Per lo sviluppo delle valutazioni realizzate nell'ambito di questo parere M&G Finanziaria e l'advisor finanziario Mediobanca hanno fornito due business plan riguardanti il Perimetro Bio nel quinquennio 2018-2022.

Il primo business plan è stato predisposto a ottobre 2017 ("business plan di ottobre 2017") nell'ambito della procedura avviata per la valorizzazione del Perimetro Bio²³ assumendo che le attività riprendessero il 1° gennaio 2018²⁴.

Il business plan di ottobre 2017, relativo al periodo 2018-2022, ipotizza un unico scenario con 45 impianti venduti (di diverse capacità produttive),

²³ Cfr. p. 18 dell'Allegato 7-bis, laddove si afferma quanto segue: "This document (the "Document"), which has been drawn up by Mediobanca, – Banca di Credito Finanziario S.p.A. ("Mediobanca") in its capacity as financial advisor to and in conjunction with Biochemtex S.p.A., Beta Renewables S.p.A., Italian Bio Products S.r.l. and IBP Energia S.r.l. (all together the "*Bio Perimeter*", or the "*Companies*"), as part of the procedure (the "*Transaction*") for the potential valorization of the Bio Perimeter or a different perimeter to be identified, contains solely data and information provided by the Companies or already in the public domain, and is furnished to potential participants in the Transaction for information purposes only." (enfasi aggiunta).

²⁴ Cfr. p. 4 dell'Allegato 7, laddove si afferma quanto segue: "Il BP è basato sull'ipotesi che il Gruppo riprenda la propria attività il 1 gennaio 2018, e che le nuove società siano libere da qualsiasi debito precedente. Pertanto, alla data di inizio delle proprie attività, il Gruppo è privo di debiti finanziari e di capitale circolante netto."



revenues pari a 409 milioni di euro e un prezzo di vendita del bioetanolo al 2022 pari a 1.625 euro.

Il primo business plan è stato aggiornato a febbraio 2018 ("business plan aggiornato a febbraio 2018"). L'aggiornamento attiene a nuove ipotesi in merito allo sviluppo dell'attività di BCT e BRN, tenuto conto di un approfondimento delle conoscenze sulla potenzialità del mercato e anche a seguito delle interlocuzioni avute dai sottoscritti periti con il top management del Perimetro Bio e l'advisor finanziario Mediobanca.

Il business plan aggiornato a febbraio 2018 è stato sviluppato su tre scenari che, pur rispettando i presupposti ispiratori del piano redatto a ottobre 2017, si differenziano per un diverso grado di prudenza.

Con riferimento al tema dell'unitarietà, il business plan è stato predisposto ipotizzando due modalità operative per le entità del Perimetro Bio: secondo una **prospettiva integrata** e secondo una **prospettiva stand-alone**.

Partendo dalla prima versione del business plan (cioè quello predisposto secondo la prospettiva integrata) sono previsti i seguenti risultati per il Perimetro Bio:

- nello scenario 1, il business plan prevede 21 impianti venduti e *revenues* pari a 171 milioni di euro;
- nello scenario 2, il business plan prevede 29 impianti venduti e *revenues* pari a 249 milioni di euro;
- nello scenario 3, il business plan prevede 34 impianti venduti e *revenues* pari a 308 milioni di euro.

Nella prospettiva stand-alone il business plan prevede invece per il Perimetro BIO investimenti aggiuntivi per 40 milioni di euro nel 2018 finalizzati alla realizzazione di un impianto dimostrativo²⁵ nonché i seguenti risultati:

²⁵ In caso di separazione di BCT e BRN dall'entità IBP (cioè dall'impianto di Crescentino) è stato ipotizzato di dover provvedere a costruire un nuovo impianto dimostrativo, seppur di scala più limitata rispetto a Crescentino, a favore dell'attività di commercializzazione svolta dalle prime due società, con un investimento quantificato in circa 40 milioni di euro. Cfr. anche nota 37.



- nello scenario 1, il business plan prevede 16 impianti venduti e *revenues* pari a 148 milioni di euro;
- nello scenario 2, il business plan prevede 20 impianti venduti e *revenues* pari a 180 milioni di euro;
- nello scenario 3, il business plan prevede 22 impianti venduti e *revenues* pari a 215 milioni di euro.

Nelle nostre elaborazioni per lo sviluppo della valutazione aziendale abbiamo considerato lo scenario 1 – più conservativo – del business plan aggiornato a febbraio 2018. Tale scelta è supportata anche dalla Perizia ENEA, che – a p. 41 – così specifica: *“Tornando al punto del quesito sul numero di licenze vendibili ed in particolare sui 3 scenari previsti dal Business Plan, in base a quanto sopra, sinteticamente si può asserire che quello probabilisticamente più realistico appare lo scenario 1 con un numero di licenze vendibili nei prossimi anni pari a 21.”*.

5.4. I comparables selezionati

Il campione di *comparables* selezionato è piuttosto ampio e composto da 23 società quotate. L'ampiezza del campione è giustificata dalla difficoltà di reperire società comparabili quotate la cui attività sia sufficientemente omogenea rispetto a quella svolta dal Perimetro Bio.

L'attività svolta nell'ambito del Perimetro Bio è infatti composta da due componenti.

Una prima specializzata nella ricerca, sviluppo e vendita di impianti per la produzione di bioetanolo. Questa componente, pur appartenente al settore dei carburanti prodotti da fonti rinnovabili, presenta una operatività simile a quella delle società di *engineering & construction* attive nella realizzazione di impianti dedicati all'estrazione di carburanti fossili o anche alla realizzazione stessa di impianti per la produzione di carburanti derivati da fonti rinnovabili.

Una seconda componente dell'attività del Perimetro Bio è invece concentrata sull'utilizzo di questi impianti e la vendita del bioetanolo e dell'energia elettrica prodotta. Questa seconda componente, pur essendo facilmente classificabile nel



settore dei carburanti prodotti da fonti rinnovabili, è difficilmente riscontrabile in società quotate. Spesso, infatti, gli impianti di produzione di bioetanolo appartengono a società non quotate oppure a società quotate altamente diversificate e non riconducibili a un unico settore.

Pertanto la stessa difficoltà di comparazione riscontrata in questa seconda componente può essere individuata anche nella prima componente, dove le attività di ricerca e sviluppo di tecnologie collegate allo sviluppo di bioetanolo sono spesso condotte da società non quotate, da divisioni di conglomerati aziendali quotati e altamente diversificati o da joint-venture non quotate realizzate tra società quotate²⁶.

Il campione è stato quindi assemblato come segue:

- includendo le società comparabili presentate nella Perizia ENEA, se quotate e se operanti unicamente nei medesimi settori di attività del Perimetro Bio;
- considerando i *comparables* di BCT selezionati da Bloomberg, se quotati e se facilmente riconducibili allo stesso settore d'appartenenza del Perimetro Bio;
- includendo Technip, azienda attiva nell'engineering & construction per i combustibili tradizionali ma anche nella realizzazione di impianti per la produzione di biocarburanti. Congiuntamente con i suoi *comparables* selezionati da Bloomberg.
- considerando società quotate in mercati azionari appartenenti al continente nord americano o a quello europeo;
- escludendo società con capitalizzazione inferiore ai 10 milioni di euro, al fine di evitare contaminazioni dovute alla scarsa liquidità dei titoli selezionati.

²⁶ La Perizia ENEA conferma la difficoltà di identificazione e selezione dei *comparables* a p. 17: "... sono molto limitati anche il numero di operatori industriali di caratteristiche simili alla GBIO."



Alla luce delle considerazioni sopra esposte il campione racchiude 11 società appartenenti esclusivamente al settore dello sviluppo e vendita di biocarburanti e prodotti collegati (The Andersons Inc, Green Plains Inc, Enviva Partners LP, Verbio AG, Futurefuel Corp, Renewable Energy, Pacific Ethanol Inc, Global Bioenergies SA, Velocys Plc, Taurus Energy Ab, Gevo Inc, Crop Energies AG e Koninklijke DSM NV), 5 società attive sia nel settore della vendita di idrocarburi tradizionali che nello sviluppo di biocarburanti o attive nello sviluppo e vendita di tecnologie applicabili al settore dei biocarburanti (Neste Oyj, Novozymes Shs, Cosan Ltd, Adecoagro SA, Clariant AG) e 5 appartenenti al settore dell'engineering & construction sia in ambito di estrazione di idrocarburi che di utilizzo di biocarburanti (Technip Plc, Subsea 7 SA, Saipem SpA e Aker Solutions ASA).

Il multiplo EV/EBITDA medio del campione è pari a $7,81x^{27}$. Tale multiplo sarà utilizzato più avanti nell'ambito dell'identificazione di metodi di controllo della valutazione effettuata con il metodo DCF.

5.5. Il costo del capitale

Il tasso *risk free* è pari all'1,81% ed è calcolato come tasso *yield-to-maturity* medio giornaliero durante il periodo novembre 2017 - dicembre 2017, per obbligazioni a tasso fisso di durata decennale emesse dalla Repubblica Italiana (Buoni del Tesoro Poliennali, BTP)²⁸.

Il premio al rischio azionario (*equity risk premium*, ERP) è stimato pari a 5%²⁹, mentre il costo del debito (k_d) è pari a 5,28%, corrispondente al costo medio per interessi del campione di *comparables* e in linea con il costo per interessi passivi sostenuti nel 2016 da BCT, società controllante del Perimetro Bio³⁰.

²⁷ La fonte dei dati è Bloomberg.

²⁸ La fonte dei dati è Bloomberg.

²⁹ Il valore assunto per l'*equity risk premium* corrisponde al livello del 2017 ed è in linea con la media ventennale (4,51%), quindicennale (4,97%) e decennale (5,54%). La fonte è Damodaran (<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>).

³⁰ Il bilancio di esercizio 2016 di BCT riporta un costo per interessi passivi su finanziamenti per 3,2 milioni di euro a fronte di finanziamenti ricevuti dal settore bancario pari a 59,8 milioni di euro a dicembre 2015, come descritto nel bilancio d'esercizio 2015. Il costo del capitale di debito



Il beta *levered* utilizzato è pari a 1,19, calcolato come beta *levered* medio del campione di *comparables*³¹. La struttura finanziaria applicata per il calcolo del costo del capitale è la struttura finanziaria media delle 23 società *comparables* selezionate, calcolata utilizzando valori contabili sia per l'*equity* che per il debito. La struttura finanziaria media del campione analizzato è pari a 70,33% *equity* e 29,67% debito.

Il costo medio ponderato del capitale (*Weighted-Average Cost of Capital*, WACC) è pari a 6,58%. Tale valore è incrementato dell'1% per tener conto dello *small cap premium* e del 2% per l'*illiquidity discount* (pari a uno sconto dell'*enterprise value* compreso tra 21% e 26%)³². Il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare i flussi è dunque pari a 9,58%.

5.6. Le modalità di stima dell'*enterprise value*

La valutazione dell'*enterprise value* è stata realizzata scontando sia i flussi di cassa previsti nelle annualità 2018-2022 dallo scenario 1 del business plan predisposto a febbraio 2018 che il *terminal value* per BCT, BRN e IBP.

Per IBPE la valutazione è stata realizzata tenendo conto dei canoni di locazione associati al contratto di affitto del ramo di azienda.

Il *terminal value* di IBP è stato calcolato utilizzando il Gordon Growth Model con un tasso di crescita pari all'1,40%³³. Il *terminal value* di BCT e BRN è stato invece calcolato considerando ricavi decrescenti secondo un fattore di obsolescenza della tecnologia della durata di 10 anni³⁴.

stimato utilizzando il costo per interessi riportato sul bilancio 2016 di Biochemtex è dunque pari a 5,33%, in linea con il valore derivante dai *comparables* (5,28%).

³¹ Il beta è stato stimato su un periodo di due anni con osservazioni settimanali. La fonte è Bloomberg.

³² Damodaran stima un *illiquidity discount* compreso tra il 20 e il 30% dell'*enterprise value*. Cfr. A. Damodaran, 2009 (2a edizione), *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, Wiley Finance, capitolo 14.

³³ Il tasso di crescita impiegato nel modello di Gordon, in linea con una diffusa prassi valutativa, è stato posto pari al tasso di inflazione. Nel caso di specie il valore utilizzato corrisponde alla stima dell'inflazione italiana per il 2022 secondo il business plan predisposto dall'advisor finanziario Mediobanca.

³⁴ Corrispondente a un tasso di decrescita del 10% rispetto ai ricavi prodotti nell'anno 2022.

Il fattore di obsolescenza riduce il valore dei ricavi annuali di una quantità predeterminata, pari al 10% dei ricavi ottenuti dalle due società nell'anno normalizzato 2022³⁵, producendo un completo azzeramento dei ricavi nel 2032³⁶.

La differente modalità di stima del *terminal value* per le due società "produttrici" di impianti e tecnologia (BCT e BRN) deriva dal naturale processo di depauperamento delle tecnologie utilizzate e di superamento dei brevetti impiegati. Il Gordon Growth Model è stato considerato per la stima del *terminal value* di IBP in quanto per questa società la principale variabile di generazione dei flussi è la commercializzazione del bioetanolo.

Per IBP è stato inoltre assunto, per il calcolo del *terminal value*, un valore degli investimenti pari agli ammortamenti, adottando l'ottica di una prospettiva infinita e secondo la *best practice* usualmente applicata.

5.7. La valutazione in prospettiva stand-alone

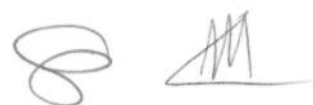
La valutazione dell'*enterprise value* è stata realizzata facendo riferimento ai dati dello scenario 1 del business plan 2018-2022 riguardante le singole società.

Nello specifico lo scenario 1 prevede:

- flussi di cassa differenti rispetto al business plan integrato per BCT, BRN e IBP, flussi di cassa identici per IBPE;
- la vendita di 16 impianti nel periodo 2018-2022, rispetto ai 21 impianti venduti nello scenario 1 del business plan integrato;
- gli stessi margini di profitto su impianti venduti e su licenze concesse rispetto al business plan integrato;

³⁵ Pari a 7,27 milioni di euro per BCT e 2,54 milioni di euro per BRN.

³⁶ In coerenza con l'orizzonte temporale ipotizzato a p. 7 del business plan predisposto a ottobre 2017 (Allegato 7).



- investimenti aggiuntivi per BCT nel 2018 di importo pari a 40 milioni di euro finalizzati alla realizzazione di un impianto dimostrativo³⁷.

La Tabella 1 rappresenta il risultato della valutazione in prospettiva *stand-alone* dell'*enterprise value* del Perimetro Bio. Il valore di BCT è pari a 17,7 milioni di euro, quello di BRN è 26,1 milioni di euro, quello di IBP è negativo per 17,2 milioni di euro poiché in ottica *stand-alone* i flussi generati dalla società non sono sufficienti a compensare i costi sostenuti, anche in conseguenza del canone di affitto versato a IBPE; il valore di IBPE è invece pari a 35,1 milioni di euro. Il complesso di Crescentino (IBP+IBPE) ha un valore positivo pari a 17,9 milioni di euro. Il valore totale delle quattro società considerate distintamente è pari a 61,7 milioni di euro in termini di *enterprise value* e a 85 milioni di euro in termini di *enterprise value* comprensivo delle disponibilità liquide.

Per controllo la Tabella 1 riporta anche il valore implicito – derivante dalla nostra stima dell'*enterprise value* – del multiplo EV/EBITDA³⁸: tale valore si attesta su livelli significativamente più prudentiali rispetto alla media dei *comparables* (pari a 7,81x, cfr. §5.4).

³⁷ In linea con quanto definito a p. 31 della Perizia ENEA nel caso in cui la Società si trovasse a operare autonomamente *"nell'ipotesi di una separazione del Perimetro Bio e per poter competere nello scenario internazionale validando i propri processi produttivi, Biochemtex dovrebbe dotarsi di un impianto dimostrativo di taglia pilota che richiederebbe un costo di investimento di circa 35-40 M€ (valore stimato sulla base di quello di un analogo impianto di Clariant in Germania)."*

³⁸ L'acronimo EBITDA indica Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization ovvero il reddito della gestione caratteristica al lordo di accantonamenti e ammortamenti.



Tabella 1 – Valutazione dell'enterprise value in prospettiva stand-alone (dati in € milioni)

	BCT	BRN	IBP	IBPE	Perimetro Bio
EBITDA	7,5	11,2	6,3	7,1	32,1
Flussi a piano	(5,9)	11,1	(11,3)	18,9	12,7
Terminal Value	23,6	15,0	(5,9)	16,3	49,0
Enterprise Value (EV)	17,7	26,1	(17,2)	35,1	61,7
EV/EBITDA	2,4 x	2,3 x	-2,7 x	4,9 x	1,9 x
Cash & CE (C&CE)	9,7	0,1	13,4	-	23,3
EV + C&CE	27,4	26,2	(3,8)	35,1	85,0

5.8. La valutazione in prospettiva integrata

La valutazione dell'enterprise value secondo la prospettiva unitaria è stata realizzata utilizzando i dati dello scenario 1 del business plan integrato 2018-2022. La Tabella 2 riporta il risultato della valutazione integrata dell'enterprise value del Perimetro Bio. Il valore di BCT è pari a 59,0 milioni di euro, quello di BRN è 44,7 milioni di euro, quello di IBP è pari a 51,2 milioni di euro e quello di IBPE è pari a 35,1 milioni di euro. Il valore totale del Perimetro Bio è pari a 190,1 milioni di euro. Il valore del Perimetro Bio in prospettiva integrata comprensivo delle disponibilità liquide è pari a 213,3 milioni di euro.

Tabella 2 - Valutazione dell'enterprise value in prospettiva integrata (dati in € milioni)

	BCT	BRN	IBP	IBPE	Perimetro Bio
EBITDA	12,1	17,0	16,1	7,1	52,4
Flussi a piano	38,4	20,5	2,9	18,9	80,7
Terminal Value	20,6	24,3	48,2	16,3	109,4
Enterprise Value	59,0	44,7	51,2	35,1	190,1
EV/EBITDA	4,9 x	2,6 x	3,2 x	4,9 x	3,6 x
Cash & CE (C&CE)	9,7	0,1	13,4	-	23,3
EV + C&CE	68,7	44,8	64,6	35,1	213,3

5.9. Intervalli di valore economico

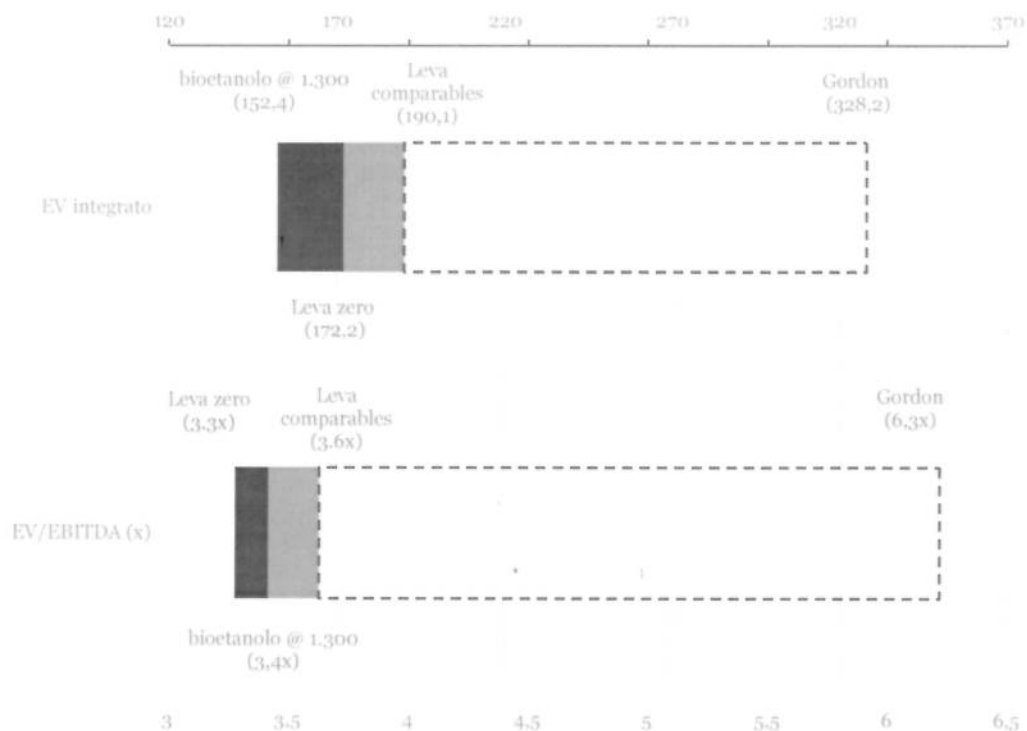
In questo paragrafo consideriamo ulteriori specificazioni della valutazione in relazione a diverse assunzioni del piano, dei parametri finanziari e dei modelli di valutazione.

La Figura 1 riporta le stime di *enterprise value* e i multipli impliciti di EV/EBITDA per il Perimetro BIO in prospettiva integrata derivanti dalle seguenti specificazioni della valutazione:

- 1) considerando il prezzo del bioetanolo pari a 1.300 €/t, ossia inferiore del 20% rispetto al prezzo considerato nel business plan, essendo quest'ultimo soggetto alla stabilità dal quadro normativo vigente. Con l'ipotesi di prezzo del bioetanolo pari a 1.300 €/t il valore del Perimetro BIO si attesta intorno ai 152 milioni di euro;
- 2) utilizzando una struttura finanziaria interamente composta da capitale proprio, data anche la rischiosità delle attività svolte. Adottando tale ipotesi il valore del Perimetro Bio si attesta intorno ai 172 milioni di euro.
- 3) impiegando il modello di Gordon per la stima dei *terminal value* delle società del Perimetro Bio, ipotizzando l'assenza di obsolescenza della tecnologia utilizzata dal Perimetro BIO (in alternativa *decay factor* considerato nelle stime di valore dei §§ 5.7 e 5.8). Adottando tale ipotesi il valore del Perimetro BIO si attesta intorno ai 328 milioni di euro.



Figura 1 - Intervalli di valore economico per il Perimetro BIO in prospettiva integrata



5.10. Sensitivity analysis

In questo paragrafo si presenta un'analisi di sensitività mirante a verificare la robustezza delle stime dell'*enterprise value* rispetto ai parametri utilizzati.

L'analisi di sensitività riguarda i seguenti parametri:

1. il tasso di attualizzazione;
2. il *decay factor* impiegato nella stima del *terminal value* di BCT e BRN;
3. il prezzo del bioetanolo.

La Tabella 3 riporta l'analisi di sensitività del valore economico del Perimetro Bio in prospettiva integrata condotta utilizzando quali fattori variabili il tasso di attualizzazione e il *decay factor*. A titolo esemplificativo: il valore del Perimetro Bio in prospettiva integrata in presenza di un tasso di attualizzazione pari al

10% e un orizzonte temporale della tecnologia (*decay factor*) pari a 12 anni sarà quindi pari a 189,25 milioni di euro.

Tabella 3 - Analisi di sensitività dell'EV in prospettiva integrata al variare del tasso di attualizzazione e del decay factor per il Perimetro Bio (dati in € milioni)

		Tasso di attualizzazione						
		7,50%	8,50%	9,0%	9,58%	10,0%	10,50%	11,50%
Decay factor (anni)	6	214,65	193,45	184,55	175,15	168,95	162,15	149,95
	8	224,25	202,25	192,85	183,06	176,55	169,35	156,55
	10	233,05	210,15	200,35	190,09	183,25	175,75	162,35
	12	240,95	217,25	207,05	196,3	189,25	181,35	167,35
	15	251,65	226,55	215,85	204,5	196,95	188,65	173,75
	20	266,55	239,35	227,7	215,37	207,15	198,15	181,95
	25	278,55	249,45	236,91	223,75	214,95	205,35	188,05

La Tabella 4 riporta l'analisi di sensitività del valore del Perimetro Bio in prospettiva integrata condotta utilizzando quali fattori variabili il tasso di attualizzazione e il prezzo del bioetanolo. A titolo esemplificativo: il valore del Perimetro Bio in presenza di un tasso di attualizzazione pari al 10% e un prezzo del bioetanolo pari a 1.951 euro, sarà pari a 218,55 milioni di euro.

Tabella 4 - Analisi di sensitività dell'EV in prospettiva integrata al variare del tasso di attualizzazione e del prezzo del bioetanolo per il Perimetro Bio (dati in € milioni)

		Tasso di attualizzazione						
		7,50%	8,50%	9,0%	9,58%	10,0%	10,50%	11,50%
Prezzo bioetanolo (€/t)	1.300	178,05	164,75	158,85	152,45	148,05	143,15	134,15
	1.626	233,05	210,15	200,35	190,09	183,25	175,75	162,35
	1.951	288,05	255,45	241,85	227,75	218,55	208,35	190,55

6. Ripartizione del valore economico

Il quesito chiede di “*indicare, tenuto conto del valore economico del Perimetro Bio, delle sinergie, nonché di elementi informativi derivanti dalle eventuali offerte pervenute, quale possa essere la ripartizione di tale valore sulle singole entità titolari dei beni che costituiscono il Perimetro Bio.*”.

In questo paragrafo procediamo dapprima a stimare il valore delle sinergie (§6.1) e successivamente affrontiamo il tema della ripartizione del valore sulle singole entità (§6.2).

6.1. La valutazione delle sinergie

Il valore delle sinergie, come anticipato al §5.1, può essere stimato come differenza tra l'*enterprise value* del Perimetro Bio nella prospettiva integrata e la somma dei quattro *enterprise value* attribuibili alle singole entità nella prospettiva stand-alone.

La Tabella 5 riporta il valore delle sinergie stimate per il Perimetro Bio.

Tabella 5 - Valore delle sinergie per il Perimetro Bio (dati in € milioni)

	BCT	BRN	IBP	IBPE	Perimetro Bio
EV in prospettiva stand-alone	17,7	26,1	(17,2)	35,1	61,7
EV in prospettiva integrata	59,0	44,7	51,2	35,1	190,1
Valore delle sinergie	41,4	18,6	68,4	-	128,4

6.2. Ipotesi di ripartizione

La Tabella 6 riporta la ripartizione dei valori attribuibili alle singole entità sulla base della prospettiva integrata di stima dell'*enterprise value*.

Tabella 6 – Ipotesi di ripartizione basata sulla valutazione dell'enterprise value in prospettiva integrata

	BCT	BRN	IBP	IBPE	Perimetro Bio
Enterprise Value (Cm)	59,0	44,7	51,2	35,1	190,1
Peso (%)	31,05%	23,54%	26,92%	18,49%	100%
EV + C&CE (Cm)	68,7	44,8	64,6	35,1	213,3
Peso (%)	32,22%	21,01%	30,29%	16,47%	100%

La Tabella 7 riporta i pesi percentuali dell'enterprise value delle singole entità del Perimetro Bio in prospettiva integrata per le diverse specificazioni considerate nella Figura 1.

Tabella 7 – Pesi delle entità del Perimetro Bio derivati dalla valutazione dell'EV in prospettiva integrata secondo le diverse specificazioni considerate nella Figura 1.

	BCT	BRN	IBP	IBPE
Bioetanolo -20%	38,72%	29,36%	8,85%	23,06%
Leva assente	32,29%	24,05%	24,52%	19,14%
Leva comparables	31,05%	23,54%	26,92%	18,49%
Gordon Model	36,37%	34,04%	15,59%	14,00%

7. Sintesi e conclusioni

In questo paragrafo riportiamo una sintesi delle analisi svolte e presentiamo le conclusioni del parere.

Punti essenziali di un processo valutativo risultano essere la data di riferimento, la documentazione utilizzata e i metodi seguiti nella valutazione. Questi elementi, nel caso di specie, risultano condizionati dai connotati specifici della vicenda in cui il nostro incarico si inserisce. Solo con la loro piena considerazione, i destinatari di questo parere potranno trovare in esso un utile strumento per assumere consapevoli decisioni.

La data di riferimento della valutazione è il 1° gennaio 2018, cioè la data a cui si riferiscono i business plan, che sono stati predisposti tra l'ottobre 2017 e il

febbraio 2018 sul fondamento delle informazioni man mano disponibili. Questo processo si è accompagnato alle interlocuzioni avute dai sottoscritti periti con il top management del Perimetro Bio e l'advisor finanziario Mediobanca.

Quanto alla documentazione utilizzata nello svolgimento del processo valutativo abbiamo fatto riferimento alle informazioni reseci disponibili da M&G Finanziaria e dall'advisor finanziario Mediobanca nonché a quelle contenute nella Perizia ENEA.

Il metodo di valutazione considerato è stato il metodo DCF. Tale metodo assume, sulla base della dottrina e della prassi prevalenti nonché del nostro convincimento, un ruolo centrale per la determinazione del valore del capitale di ogni complesso economico e, nella fattispecie, degli *enterprise value* delle entità che compongono il Perimetro Bio.

Il metodo dei multipli è stato considerato unicamente per finalità di controllo. I multipli impliciti nelle stime predisposte con il metodo DCF si attestano a livelli più prudenziali rispetto all'utilizzo della media dei *comparables*.

Il tema delle sinergie e della loro valutazione assume particolare rilevanza ai fini delle conclusioni di questo parere. La misura delle sinergie stimate conferma sotto il profilo finanziario i caratteri di unitarietà tecnico-economica che legano le diverse entità del Perimetro Bio evidenziati dalla Perizia ENEA.

La ripartizione dei valori attribuibili alle singole entità è stata dunque proposta sulla base delle stime di *enterprise value* ottenute nella prospettiva integrata. Il nostro processo valutativo ci ha condotto dapprima all'identificazione di un valore puntuale dell'*enterprise value* in ottica integrata attribuibile al Perimetro Bio e alle singole entità; da tali stime di *enterprise value* è stata dedotta l'equivalente ipotesi di ripartizione percentuale. Abbiamo successivamente considerato diverse specificazioni del modello di valutazione che ci hanno condotto all'identificazione di un intervallo di *enterprise value*, da cui pure è stata dedotta l'equivalente ipotesi di ripartizione percentuale tra le entità componenti il Perimetro Bio.



Si precisa infine che le nostre valutazioni sono state svolte assumendo l'ipotesi di continuità, ossia di rapido e pieno ripristino dell'operatività aziendale, senza particolari perdite di funzionalità tecnico-economica e di posizionamento sui mercati.

Milano, 20 febbraio 2018



Prof. Mario Cattaneo



Prof. Giovanni Petrella



Allegati

- Allegato 1 – Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di Biochemtex S.p.A.
- Allegato 2 – Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di Beta Renewables S.p.A.
- Allegato 3 – Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di Italia Bio Products S.r.l.
- Allegato 4 – Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di IBP Energia S.r.l.
- Allegato 5 – Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di C5 6 S.r.l.
- Allegato 6 – Documento intitolato "Mossi Ghisolfi Group - Focus sul Perimetro Bio", predisposto a ottobre 2017
- Allegato 7 – Business plan per il periodo 2018-2022 riguardante il Perimetro Bio (documento intitolato "Business Plan overview"), predisposto a ottobre 2017 (versione in italiano)
- Allegato 7-bis – Business plan per il periodo 2018-2022 riguardante il Perimetro Bio (documento intitolato "Business Plan overview"), predisposto a ottobre 2017 (versione in inglese)
- Allegato 8 – Business plan per il periodo 2018-2022 riguardante il Perimetro Bio (documento intitolato "Business Plan Scenari alternativi"), predisposto a febbraio 2018
- Allegato 9 – Business plan per il periodo 2018-2022 riguardante le singole entità appartenenti al Perimetro Bio e realizzato assumendo che tali entità operino secondo una prospettiva atomistica (stand-alone) e non coordinata (documento intitolato "Business Plan Scenario di separazione societaria"), predisposto a febbraio 2018
- Allegato 10 – Perizia tecnica redatta dall'Ingegnere Giacobbe Braccio, dal Dottor Vito Pignatelli e dalla Dottoressa Isabella De Bari