

**PERIZIA DI STIMA**  
**del capitale economico del**

**RAMO D'AZIENDA ENPOWER**

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized, cursive 'M' followed by a flourish.

Il sottoscritto **Keller Lorenzo**, nato a Brescia il 24/08/1974 e residente a Brescia (BS) – Via Pusterla n.5, codice fiscale KLLLNZ74M24B157Q, dottore commercialista iscritto al n.1581 dell’Albo degli Esperti Contabili della provincia di Brescia, al Registro dei Revisori Contabili G.U.52 del 4/07/2003, (nel seguito anche il “**Perito**”),

#### **PREMESSO CHE**

- a) è esistente la società di diritto italiano “**ENPOWER S.r.l.**” (di seguito anche “**ENPOWER**” o “**Società**”) con sede in Brescia (BS), via Oberdan n.1/A – C.F.03097820983 – Capitale Sociale di euro 500.000,00 interamente versato, iscritta al n. 03097820983 del Registro delle Imprese del Tribunale di Brescia;
- b) con ricorso ex art. 44 c.c.i.i. depositato in data 28.10.2025, ENPOWER ha proposto domanda di accesso agli strumenti di regolazione della crisi e dell’insolvenza riservandosi di presentare la proposta, il piano e gli accordi entro un assegnando termine;
- c) il Tribunale di Brescia, con decreto depositato in data 30/10/2025, ha fissato il termine di cui sopra in 60 gg. decorrenti dall’iscrizione di cui all’art. 45, c. II, C.C.I.I.;
- d) Con il ricorso depositato in data 28.10.2025 ENPOWER S.r.l. ha fatto richiesta di applicazione delle misure protettive ai sensi dei periodi primo e secondo del comma II dell’articolo 54 CCII;
- e) In data 17.11.2025 il Commissario Giudiziale Dott.ssa Mazzolari Laura ha rilasciato parere positivo circa le misure protettive richieste;
- f) In data 18.11.2025 il Tribunale ha concesso l’applicazione delle misure protettive per la durata di 4 mesi a decorrere dall’ iscrizione della domanda di applicazione nel registro delle imprese;
- g) Con ricorso depositato in data 22.12.2025 ENPOWER S.r.l. ha fatto richiesta di Istanza di proroga ai sensi dell’articolo 44, comma primo, lit. a) CCII;
- h) In data 23.12.2025 è stato comunicato alla Società il provvedimento di accoglimento della già menzionata istanza di proroga, con concessione di ulteriori sessanta giorni per il deposito della domanda piena
- i) in data 27 ottobre 2025, ENPOWER ha stipulato un contratto di affitto d’azienda con la società
  
- j) L’affitto d’azienda ha per oggetto il ramo aziendale organizzato per lo svolgimento dell’attività di impiantistica, service elettrico, meccanico, termoidraulica, fotovoltaico, produzione di quadri elettrici e assemblaggio prodotti di illuminazione, condotta nell’unità produttiva di Bedizzole (BS) in Via Tre Bocche (“**Ramo d’Azienda ENPOWER**”).
- k) ha manifestato il proprio interesse a condurre in affitto l’azienda operativa di ENPOWER S.r.l. ai fini di un successivo acquisto;
- l) la Società ha richiesto allo scrivente di esprimere un giudizio circa il valore corrente del Ramo d’Azienda ENPOWER alla data del 1° gennaio 2026 (di seguito anche la “**Valutazione**”);
- m) il *management* della Società ed i suoi Advisor hanno espressamente previsto di escludere dal perimetro oggetto della Valutazione il contratto di Leasing n. IR01694818 del 30-12-2019 avente ad oggetto il compendio immobiliare in cui viene esercitata l’Azienda ed in particolare unità produttiva in Comune di Bedizzole (BS) via Tre Bocche n. 2;
- a) la presente Valutazione è effettuata esclusivamente per lo scopo sopra indicato ed ha carattere consultivo ed indipendente e non può, pertanto, essere utilizzata per alcuna altra finalità;
- b) la presente Valutazione non potrà, per nessuno motivo, essere divulgata a, ovvero utilizzata da, soggetti terzi diversi dalla Società e dai suoi soci (nel seguito i “**Soci ENPOWER**”) senza l’autorizzazione scritta del sottoscritto Perito;

tutto ciò premesso, raccolta tutta la documentazione richiesta per svolgere il compito affidatogli,

## PRESENTA

la seguente relazione di stima.

### 1. Presupposto fondamentale alla base della presente Valutazione

LA VALUTAZIONE SI POGGIA SULLE RISULTANZE DEL PIANO INDUSTRIALE 2026\_2030 DEL RAMO D'AZIENDA ENPOWER PREDISPOSTO DALLA SOCIETÀ CON IL SUPPORTO DEI SUOI ADVISOR.

L'EVOLUZIONE PREVISTA NEGLI ANNI DAL 2026 AL 2030 DEL RAMO D'AZIENDA ENPOWER E PERTANTO I DATI ECONOMICI/PATRIMONIALI E FINANZIARI (PIANO INDUSTRIALE) SOTTOSTANTI ALLA VALUTAZIONE, SONO STATI ASSUNTI SULLA BASE DELL'IMPRESINDIBILE PRESUPPOSTO CHE INTERVENGANO RISORSE FINANZIARIE ESTERNE IN GRADO DI SUPPORTARNE SIN DA SUBITO L'OPERATIVITÀ IN MODO DA COLMARE LE SIGNIFICATIVE ESIGENZE DI CASSA CHE, SOPRATTUTTO NEI PRIMI ESERCIZI, CARATTERIZZERANNO L'ANDAMENTO AZIENDALE. A TAL PROPOSITO SI AFFERMA IN MANIERA PERENTORIA CHE SENZA L'APPORTO DI RISORSE FINANZIARIE ESTERNE, IL PIANO SAREBBE IRREALIZZABILE E LA VALUTAZIONE PERDEREBBE DI SIGNIFICATO.

LA PRECEDENTE CONSIDERAZIONE È STATA AMPIAMENTE CONDIVISA CON ENPOWER E CON L'ADVISOR, I QUALI HANNO CONFERMATO AL SOTTOSCRITTO DI AVER DETTAGLIATAMENTE RESO EDOTTO IL POTENZIALE ACQUIRENTE

### 2. Premessa

Il valore a cui perverrà il Perito deve essere considerato nell'accezione di "*valore generale*". In questa sede risulta opportuno sottolineare che, per valore generale, si intende quel valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda. Si tratta, in estrema sintesi, del valore che può essere negoziato fra un compratore ed un venditore in condizioni di assoluta libertà di agire ed in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione. Il valore generale rappresenta, quindi, un'opinione, sostanzialmente razionale e dimostrabile, connessa all'interpretazione professionale di una realtà complessa. Si tratta di un "*valore puro*" che si differenzia sia dal "*valore soggettivo*" che dal "*prezzo*".

Il valore generale si discosta (i) dal valore soggettivo, poiché quest'ultimo dipende dalle prospettive e dall'utilità di una delle parti (sinergie, economie di scopo e di scala, forza contrattuale esercitabile sui fornitori, ecc.) e (ii) dal prezzo, il quale è legato a fenomeni contingenti in relazione alla domanda ed all'offerta nonché alle motivazioni delle controparti ed alla forza negoziale delle stesse.

La valutazione della scrivente si inserisce nel solco degli orientamenti espressi dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) nel Discussion Paper n. 1/25, intitolato "La valutazione delle aziende in crisi". Tale documento, pur ponendosi come letteratura non autoritativa, integra i Principi Italiani di Valutazione (PIV) fornendo una guida operativa per la stima di entità caratterizzate da situazioni di declino o crisi conclamata.

In ossequio a quanto raccomandato dall'OIV, la presente valutazione ha preso le mosse da una diagnosi della crisi, distinguendo tra le cause di origine interna e quelle di origine esterna. Coerentemente con il *paper*, è stata definita la configurazione di valore più appropriata al contesto procedurale: nel caso di specie, si è fatto riferimento al *Reorganization Value* (Valore dell'azienda riorganizzata), inteso come il valore che un partecipante al mercato attribuirebbe al complesso aziendale sulla base del piano di risanamento asseverato, scontando adeguatamente i rischi legati alla sua effettiva implementazione.

Sotto il profilo metodologico, la stima ha evitato approcci meramente automatici, privilegiando una valutazione "piena" basata sull'analisi fondamentale. particolare attenzione è stata posta al



trattamento dell'incertezza: i flussi di cassa prospettici derivanti dal piano non sono stati assunti come valori certi, bensì analizzati alla luce del c.d. *execution risk* (rischio di esecuzione). Per riflettere tale alea, lo scrivente ha operato applicando una maggiorazione del tasso di attualizzazione ( $K_e$ ) tramite uno specifico premio per il rischio di ristrutturazione. In ottica prudenziale, considerando il fatto che il Piano Industriale di ENPOWER appare eccessivamente sfidante ed ambizioso, è stata effettuata una ponderazione dei flussi su diversi scenari probabilistici, avendo cura di scongiurare fenomeni di *double counting*.

### 3. Ipotesi e limitazioni

Il lavoro svolto e le considerazioni esposte nel presente documento devono essere interpretati nell'ambito delle seguenti ipotesi e limitazioni:

- a. per la Valutazione in oggetto è stata assunta la data di riferimento del 1° gennaio 2026 (nel seguito la **"Data di Riferimento della Valutazione"**);
- b. ai fini della presente Valutazione è stato fatto riferimento ai dati desumibili dal piano economico/patrimoniale/finanziario pluriennale 2026-2030 relativo al Ramo d'Azienda Elettrico ("**Piano Industriale**") elaborato dal *management* di ENPOWER con il supporto del suo Advisor finanziario, dottor Claudio Massaroli (nel seguito "**Advisor**");
- c. Il Perito è stato reso edotto che non è possibile ricostruire l'andamento economico e finanziario storico relativo al Ramo d'Azienda ENPOWER poiché la società non era dotata di bilanci suddivisi per Business *Unit*. Non esistono pertanto indicazioni storiche specifiche né in termini di ricavi che di marginalità. ENPOWER ha però affermato che i dati di costo e ricavo forniti al Perito sono stati estratti dalla contabilità analitica generale e riconciliati con il bilancio ufficiale della società, e ne hanno garantito la coerenza dei flussi passati utilizzati come base per le proiezioni;
- d. Il Perito si è limitato a comprendere la ragionevolezza delle assunzioni del Piano Industriale facendo riferimento alle descrizioni fornite alla Società, prendendo atto delle ipotesi relative ai *driver* economici, patrimoniali e finanziari. Il valore del Ramo d'Azienda è subordinato pertanto al verificarsi di tali ipotesi;
- e. il valore è stimato nella prospettiva di continuità aziendale del Ramo d'Azienda, pertanto, se questa venisse meno, il valore di liquidazione potrebbe essere drasticamente inferiore;
- f. l'evoluzione prevista negli anni dal 2026 al 2030 del Ramo d'Azienda ENPOWER e pertanto i dati economici/patrimoniali e finanziari (Piano Industriale) sottostanti alla Valutazione, sono stati assunti sulla base dell'imprescindibile presupposto che intervengano risorse finanziarie esterne in grado di supportarne sin da subito l'operatività e di colmare le significative esigenze di cassa che, soprattutto nei primi esercizi, caratterizzeranno l'andamento aziendale.
- g. la Valutazione prescinde dall'affitto del ramo d'azienda in essere non considerando pertanto il canone di affitto che regola i rapporti tra ENPOWER ed \_\_\_\_\_;
- h. il *management* ed i soci di \_\_\_\_\_, società affittuaria del Ramo d'Azienda ENPOWER, interpellati da ENPOWER e dal suo Advisor, hanno confermato che (i) l'andamento economico e finanziario riferito ai primi mesi di durata dell'affitto d'azienda, è in linea con quanto indicato nel Piano Industriale, (ii) successivamente alla data del 1° gennaio 2026, non si sono verificati eventi significativi tali da incidere sulla Valutazione e che (iii) sono pienamente consapevoli che senza l'apporto di nuove risorse finanziarie esterne, i risultati del Piano Industriale saranno irrealizzabili;
- i. le componenti patrimoniali della Valutazione sono basate sulla situazione al 01 gennaio 2026 delle attività e delle passività attribuibili al Ramo d'Azienda ENPOWER;
- j. sono stati esclusi dalle analisi e dalle proiezioni tutti gli elementi di natura eminentemente straordinaria e, dunque, non ragionevolmente prevedibili, non coerenti con i principi di logica e prudenza adottati nel presente lavoro;
- k. **L'incarico non ha previsto lo svolgimento di procedure di revisione contabile e/o di due diligence sui bilanci di ENPOWER né sulla situazione patrimoniale del Ramo d'Azienda ENPOWER; non sono state effettuate verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale non riportate nella**

**documentazione fornita. Pertanto, il valore stimato si intende al netto di tali eventuali oneri, dei quali il Perito non assume alcuna responsabilità;**

- l. ai fini della Valutazione sono, inoltre, stati utilizzati dati e informazioni scritte e orali fornite direttamente da ENPOWER desumibili da dati pubblici. È stato fatto pieno ed esclusivo affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutte le informazioni ricevute e di tutti i dati pubblicamente disponibili per l'espletamento dell'incarico, senza dar corso ad alcuna verifica indipendente sugli stessi.  
Il Perito non si assume, quindi, alcuna responsabilità in relazione alla veridicità e completezza delle informazioni utilizzate per la valutazione e declina ogni responsabilità ove i risultati presentati nella presente Relazione fossero invalidati dalla inaccuratezza o non veridicità (i) delle informazioni scritte e orali fornite dalla Società e (ii) degli altri elementi conoscitivi utilizzati per elaborare il presente documento;
- m. il Piano Industriale è stato predisposto dal *management* della Società con il supporto del suo Advisor. Non sono state condotte verifiche e/o analisi in merito alle modalità ed alle ipotesi alla base del piano suddetto; pertanto, i dati nello stesso contenuti sono stati integralmente recepiti, senza alcuna modifica, nell'ambito della Valutazione;
- n. ai fini della Valutazione si assume che non esistano passività potenziali non dichiarate dal *management* e/o dall'Advisor né altri rischi potenziali non evidenziati nelle scritture contabili;
- o. è stata rilasciata, alla Data di Riferimento della Valutazione, un'attestazione dal rappresentante legale di ENPOWER dalla quale si evince che – successivamente alla Data di Riferimento della Valutazione - non sussistono modifiche significative ai dati contenuti nella documentazione utilizzata, né si sono manifestati fatti di rilievo che possano modificare le valutazioni espresse;
- p. la Valutazione non prevede la necessità di alcun aggiornamento dei risultati ottenuti per eventi successivi alla data di emissione della stessa;
- q. le conclusioni esposte nel presente documento si fondano sul complesso delle considerazioni ivi contenute, con la conseguenza che nessuna parte dello stesso potrà essere utilizzata disgiuntamente dalle altre parti;
- r. La valutazione esprime un parere sul valore economico alla Data di Riferimento, basato su metodologie di stima comunemente accettate. Tuttavia, data la natura delle variabili macroeconomiche e di settore, i risultati effettivi potrebbero differire sensibilmente dalle proiezioni utilizzate, a causa di eventi futuri non prevedibili al momento della stesura;
- s. **Il Perito non si assume alcuna responsabilità per danni derivanti da decisioni d'investimento o di gestione prese sulla base della presente relazione, né per eventuali omissioni o informazioni errate fornite ENPOWER che abbiano influenzato il valore finale;**
- t. La presente Relazione rappresenta un parere professionale motivato e non costituisce una garanzia di realizzo del valore stimato in una transazione reale. Il prezzo finale di mercato sarà determinato dalla libera negoziazione tra le parti e potrà discostarsi dal valore di perizia in funzione delle specifiche motivazioni strategiche degli acquirenti o delle condizioni di vendita;
- u. i documenti utilizzati ai fini della Valutazione sono conservati presso la sede del Perito;
- v. il presente documento è soggetto ad utilizzo limitato da parte della Società e dei Soci ENPOWER.

#### **4. Informazioni e documenti utilizzati**

La Valutazione si è basata sulle seguenti informazioni e documenti:

- visura CCIAA aggiornata di ENPOWER;
- statuto di ENPOWER;
- bilancio di esercizio di ENPOWER relativo agli anni 2021, 2022, 2023;
- situazione economico patrimoniale di ENPOWER al 31/12/2024;
- situazione economico patrimoniale di ENPOWER al 31/12/2025;

- Piano Industriale del Ramo d'Azienda ENPOWER relativo agli anni 2026-2030 predisposto dal *management* della Società con il supporto dell'Advisor;
- Ricorso ex artt. 44, comma I, e 54, comma IV, CCII;
- Decreto del Tribunale di Brescia del 30/10/2025 con il quale ha fissato il termine per presentare la proposta, il piano e gli accordi in 60 gg. decorrenti dall'iscrizione di cui all'art. 45, c. II, C.C.I.I.;
- Ulteriori Ricorsi presentati dalla Società;
- Ulteriori Decreti del Tribunale di Brescia;
- Contratto di affitto di Ramo d'Azienda ENPOWER stipulato in data 27 ottobre 2025 (Notaio Ferrario, Brescia, Rep.17895, Racc.12001);
- Informativa periodica presentata dalla Società ai sensi degli obblighi imposti dal Tribunale di Brescia;
- Dichiarazioni del *management* di ENPOWER e di \_\_\_\_\_ ;
- Costanti interlocuzioni con l'Advisor.

Nello svolgimento delle operazioni peritali, sono stati effettuati dei sopralluoghi presso la sede legale ed operativa di ENPOWER, al fine di esaminare con il *management* della società la documentazione fornita.

## **5. ENPOWER S.r.l.**

### ***Fondazione e primi anni di sviluppo***

ENPOWER S.r.l., viene costituita il 5 marzo 2009, con iscrizione al Registro delle Imprese di Brescia avvenuta il 10 marzo 2009, l'intero capitale viene sottoscritto dall'ing. Carlo Del Pietro, il quale ha anche attualmente la proprietà del 100% delle quote della Società di cui è amministratore unico. L'attività prevalente di ENPOWER si concentra nell'installazione e manutenzione di impianti per la produzione di energia elettrica alimentati da fonti rinnovabili, oltre ad impianti elettrici, di riscaldamento, condizionamento e impianti tecnologici in genere. ENPOWER nasce da una visione imprenditoriale rivolta all'innovazione nel settore energetico, con l'obiettivo di fornire soluzioni all'avanguardia e sostenibili. Fin dalla sua fondazione, la Società ha infatti investito in ricerca e sviluppo, puntando su tecnologie emergenti e su una costante evoluzione dei propri servizi. Ad appena un anno dalla sua nascita, sono seguite numerose richieste per la realizzazione di impianti energetici da fonti rinnovabili di tipo fotovoltaico e cogenerativo; nel proseguo l'attività si è ampliata più in generale nella realizzazione d'impiantistica industriale, attività integrate nel tempo con la gestione completa e diretta non solo della costruzione ma anche di tutte le attività burocratiche annesse, fino ad offrire un prodotto completo chiavi in mano. Questo approccio ha permesso ad ENPOWER di affermarsi rapidamente nel mercato, guadagnando la fiducia di clienti pubblici e privati.

### ***Il consolidamento di ENPOWER sul mercato***

La Società negli anni a seguire ha focalizzato la propria attività in aree strategiche quali l'installazione di impianti fotovoltaici, l'efficientamento energetico degli edifici e la gestione di reti elettriche intelligenti. ENPOWER ha ampliato il proprio raggio d'azione, entrando anche nel settore delle energie rinnovabili e della mobilità sostenibile, dimostrando grande adattabilità alle sfide del mercato, fornendo inoltre anche attività di consulenza energetica, commercio di impianti e macchinari, lavori edili e impiantistici, sia civili che industriali.

In questo processo di crescita ENPOWER è quindi riuscita a posizionarsi sul mercato come General Contractor nella realizzazione, nonché nella gestione, di impianti tecnologici; avvalendosi anche di una serie di collaborazioni e partnership, ENPOWER è stata in grado di fornire ai propri clienti un servizio completo per la realizzazione di un progetto impiantistico all'avanguardia riuscendo a svolgere tutte le seguenti attività:

Analisi tecnico economiche e progettazione di impianti tecnologici;

Gestione dei rapporti con gli enti preposti al fine dell'ottenimento delle autorizzazioni per la realizzazione dell'opera;

Analisi, studio, accesso al credito e realizzazione del progetto;  
Realizzazione di Impianti Tecnologici;  
Collaudo di Impianti di ogni genere;  
Manutenzione degli Impianti;  
Gestione e valorizzazione di parchi di generazione energetica e loro sistemi accessori;  
Pratiche ai fini dell'ottenimento dei riconoscimenti degli incentivi o premi economici;  
Nella sua crescita, ENPOWER ha acquisito anche altre società/aziende del settore al fine di integrare la propria struttura e portafoglio clienti.  
La Società, contestualmente all'espansione sul mercato, ha saputo strutturarsi su più sedi operative, tutte in provincia di Brescia, con tre unità locali tra Padenghe sul Garda, Vestone e Bedizzole.

#### *La fascia di mercato in cui si è posizionata ENPOWER*

Nel processo evolutivo sopra descritto ENPOWER è riuscita ad ottenere numerose certificazioni di qualità e attestazioni SOA, indispensabili per la partecipazione a gare pubbliche e la realizzazione di appalti di significativa rilevanza economica sia per enti pubblici che per società private. Sono, inoltre, stati eseguiti lavori anche per privati cittadini interessati a soluzioni energetiche innovative.

#### *La forza lavoro e le imprese subappaltatrici*

ENPOWER ha sempre puntato su una forza lavoro altamente qualificata e specializzata: nel 2024, l'azienda contava oltre 100 addetti, confermandosi come realtà di rilievo nel settore impiantistico locale.

Per far fronte ai picchi di domanda, in particolare per realizzare i numerosi progetti commissionati negli ultimi anni, l'azienda si è avvalsa anche della collaborazione di numerose imprese subappaltatrici, creando una filiera articolata e generando un importante indotto sul mercato che ha contribuito a supportare anche realtà locali più piccole e meno dimensionate di ENPOWER.

#### *Le cause della crisi: l'impatto del superbonus sul mercato dalla massima espansione alla massima contrazione*

##### *La repentina crescita*

Analizzando gli ultimi dieci anni si osserva che negli ultimi cinque la Società ha avuto una forte crescita in termini di fatturato ed in generale di volume d'affari che ha portato la Società a raddoppiare se non triplicare il proprio fatturato in un arco temporale troppo breve, considerata la crescita sempre più o meno costante degli anni addietro.

##### *Gli effetti collaterali del business generato dal superbonus*

Tale crescita repentina è da imputarsi prevalentemente all'introduzione del Superbonus 110%. L'introduzione dell'Ecobonus e Sismabonus 110% ha rappresentato certamente una grande opportunità ma contestualmente anche una fonte di complicazioni operative, amministrative e finanziarie. Le continue modifiche normative e le lungaggini nei pagamenti hanno generato tensioni finanziarie e difficoltà nella gestione dei progetti, rallentando l'avanzamento dei lavori e creando incertezza tra i clienti.

In particolare, nel corso degli esercizi successivi al 2020, la società, sfruttando le agevolazioni concesse in ambito edilizio, derivanti dal D.L. 34/2020 e successive modifiche, ha effettuato diversi lavori applicando il c.d. sconto in fattura.

L'importante aumento dei ricavi, che tale operatività ha prodotto, ha comportato una crescente necessità finanziaria che, stante la difficoltà nella cessione dei crediti fiscali maturati, scaturita dalle continue modifiche normative apportate alla disciplina, ha causato temporanei blocchi alla cessione dei crediti, con conseguenti ripercussioni in termini finanziari, tempi di consegna ed efficienza produttiva che hanno provocato l'emergere di costi dovuti a penali maturate a causa dei ritardi nella consegna delle opere.

Le principali cause che hanno determinato la situazione di tensione economico-patrimoniale e finanziaria in capo alla Società possono essere così riassunte:

- l'incremento dei costi di produzione post Covid, non compensati da aumento dei corrispettivi nei contratti di appalto già sottoscritti prima dell'avvento della pandemia, che hanno comportato la pressione sui margini delle attività riferite ad appalti pubblici e

privati sempre più condizionati dalla difficoltà di reperimento di materiali e risorse qualificate;

- l'acquisizione di parecchie commesse rientranti nell'ambito delle campagne Ecobonus, Sismabonus e PNNR che hanno generato squilibrio finanziario con significativa anticipazione dei costi per la realizzazione delle opere, a fronte di un sensibile differimento delle tempistiche di incasso dei corrispettivi maturati, soprattutto a causa delle incertezze normative della materia relativa agli incentivi fiscali;
- l'impatto degli oneri finanziari, sia a causa della svendita di crediti ai fini della loro pronta monetizzazione oltre che agli interessi legati all'importante indebitamento nei confronti del sistema;
- la rilevazione di perdite significative dovute a crediti inesigibili nei confronti di alcuni clienti importanti divenuti insolventi.

### ***Constatazione dello stato di tensione, la ricerca di un partner e la richiesta di attivazione di uno strumento di regolazione della crisi per il tramite di un team di professionisti***

#### ***Constatazione dello stato di crisi***

Come sopra descritto, negli ultimi 5 anni la fase di evoluzione e di conseguente contrazione del business di ENPOWER è stata talmente repentina che l'organo gestorio non ha avuto il tempo tecnico necessario, considerata anche la complessità del mercato generato dagli incentivi fiscali, di poter adottare dei rimedi che arginassero le perdite che nel frattempo si continuavano a generare, specialmente sul finire dell'esercizio 2024 e nei primi mesi del 2025. Preso atto della situazione, oramai compromessa, l'ing. Del Pietro, anche dietro segnalazione del Collegio Sindacale, appurata l'esistenza di condizioni di squilibrio patrimoniale e economico-finanziario che rendono probabile la crisi o l'insolvenza della società, ha iniziato a cercare seri interlocutori che potessero supportarlo nel rilancio della Società, seppur nel frattempo significativamente ridimensionata.

#### ***La ricerca di un partner ed il conferimento dell'incarico ad un team di professionisti della crisi***

Le ricerche dell'ing. Del Pietro avevano portato ad individuare un soggetto che si era manifestato come seriamente intenzionato ad intervenire nel capitale di ENPOWER, rifinanziando il business. Tant'è che durante l'estate appena trascorsa le trattative erano entrate in una fase avanzata. Tuttavia, sul finire dell'estate 2025 il terzo interessato si è rivelato inadempiente nonostante gli impegni assunti anche nei confronti delle maestranze.

Successivamente è stato possibile trovare un nuovo soggetto con il quale, questa volta, le trattative si sono concluse positivamente.

Nel frattempo, la Società ha contattato un team di professionisti che potesse supportarlo nel percorso di ristrutturazione.

#### ***L'affitto del ramo di azienda di ENPOWER la relativa manifestazione di interesse per l'acquisto del ramo e dell'azienda***

Come sopra anticipato, sul finire del mese di settembre 2025 si sono intensificate le trattative con un noto imprenditore bresciano, il quale nel corso degli anni ha gestito con successo diverse attività imprenditoriali sul territorio. Il sig. per il tramite delle interlocuzioni occorse con l'ing. si è determinato nel cogliere l'opportunità di business rappresentatagli, sposando il progetto di rilancio delineato dall'ingegnere e relativo ad uno dei rami dell'azienda di ENPOWER (e dell'azienda di Gi-Tech s.r.l., società controllata al 100% da ENPOWER). Il sig. al fine di poter realizzare l'operazione di rilancio del business ha costituito la società con la quale ENPOWER ha stipulato in data 27.10.2025 un contratto d'affitto di azienda a rogito del Notaio Ferrario avente ad oggetto il ramo d'azienda concernente lo svolgimento dell'attività di impiantistica, service elettrico, meccanico, termoidraulica, fotovoltaico, produzione di quadri elettrici e assemblaggio prodotti di illuminazione comprensivo di 13 addetti. Contestualmente alla stipula di tale affitto di ramo azienda è stato altresì concluso, con la stessa anche il contratto d'affitto d'azienda avente ad oggetto l'intera azienda di Gi-Tech.

## **6. RAMO D'AZIENDA ENPOWER S.r.l.**

Come anticipato, in data 27.10.2025 ENPOWER e hanno stipulato un contratto d'affitto d'azienda a rogito del Notaio Ferrario avente ad oggetto il ramo d'azienda concernente lo svolgimento dell'attività di impiantistica, service elettrico, meccanico, termoidraulica, fotovoltaico, produzione di quadri elettrici e assemblaggio prodotti di illuminazione comprensivo di 13 addetti.

In particolare:

- i. i macchinari industriali e accessori, attrezzature, beni mobili, arredi;
- ii. il marchio Prolight, nonché il materiale pubblicitario e promozionale, il know how tecnico e/o commerciale, l'archivio commerciale, le altre informazioni e dati di natura tecnica e/o commerciale, e, in generale, ogni altra informazione, dato o conoscenza relativi all'attività ed alla gestione del ramo d'azienda, ivi compreso l'archivio tecnico cartaceo e/o informatico relativo alle commesse eseguite sino ad oggi relative all'azienda;
- iii. il bene immobile in leasing sito nel comune di Bedizzole ed alcuni beni a noleggio;
- iv. i rapporti di lavoro in essere con i dipendenti addetti all'attività del ramo d'azienda in misura pari a n. 13 unità;
- v. i rapporti contrattuali relativi del ramo d'azienda;
- vi. le liste clienti e le liste fornitori;
- vii. tutte le certificazioni, i permessi, le autorizzazioni amministrative e le polizze assicurative relative al ramo d'azienda.

**Come indicato in premessa, il Ramo d'Azienda oggetto di valutazione, sulla base del mandato ricevuto, non considera il contratto di Leasing UNICREDIT LEASING S.P.A (C.F. 03648050015), n. IR01694818 del 30-12-2019 avente ad oggetto il compendio immobiliare in cui viene esercitata l'Azienda ed in particolare unità produttiva in Comune di Bedizzole (BS) via Tre Bocche n. 2.**

### **Piano Industriale del Ramo d'Azienda ENPOWER**

Ai fini della presente Valutazione è stato fatto riferimento ai dati desumibili dal Piano Industriale economico/patrimoniale/finanziario pluriennale 2026-2030 relativo al Ramo d'Azienda ENPOWER elaborato dal *management* di ENPOWER con il supporto del suo Advisor finanziario.

L'attività del Ramo d'Azienda ENPOWER sarà basata sui seguenti elementi:

#### **Assunzioni alla base del Piano Industriale del Ramo ENPOWER**

Il Piano Industriale 2026-2030 si fonda su una strategia di riequilibrio strutturale dei costi operativi e di contestuale espansione della capacità produttiva. Le assunzioni cardine, che giustificano il passaggio da una situazione di iniziale antieconomicità a una di marginalità positiva, sono così declinate:

##### **1. Riorganizzazione del Personale e Recupero di Produttività**

L'attuale organico ereditato dall'affitto del ramo d'azienda presenta un'elevata incidenza di figure ad alto profilo tecnico e amministrativo (tecnici specializzati, programmatori, responsabili acquisti). Sebbene tali figure garantiscano un'elevata qualità del servizio, il loro costo orario risulta attualmente difficilmente assorbibile dal mercato a causa della carenza di personale operativo di supporto ("aiutanti").

- La "Squadra Tipo": Il Piano prevede l'inserimento progressivo di operatori a costo ridotto per affiancare i capisquadra senior esistenti. Questo permetterà di passare da una gestione "monoperatore" (inefficiente) a una gestione per squadre tipo (Caposquadra + Aiutante), ottimizzando l'impiego degli automezzi e delle attrezzature.
- Efficienza e Costi: La presenza di una squadra completa riduce i tempi di intervento di oltre il 50%, raddoppiando il valore della produzione oraria per singola squadra. Ciò consente di abbattere il costo orario medio per commessa, rendendo le tariffe competitive pur mantenendo l'elevato standard qualitativo del personale senior.

## 2. Analisi delle Business Unit e Driver dei Ricavi

I ricavi prospettici sono generati da quattro pilastri strategici con profili di redditività e logiche operative differenti:

- Service (Core Business).
- Fotovoltaico.
- Quadristica.
- Subappalto Service.

## 3. Strategia di Scalabilità (Step-by-Step)

Il rilancio segue una sequenza temporale rigorosa:

- Fase I (Consolidamento): Assunzioni a basso costo per incrementare immediatamente la capacità produttiva, sfruttare il subappalto e saturare la domanda del mercato.
- Fase II (Sviluppo): Crescita della base clienti e aumento dei volumi per assorbire i costi fissi di struttura.
- Fase III (Stabilizzazione): Inserimento graduale di nuove figure professionali e d'ufficio solo al raggiungimento di una massa critica di ricavi, per stabilizzare l'organizzazione senza compromettere l'equilibrio raggiunto.

## 4. Coerenza con le Proiezioni Economiche

Le proiezioni nel Business Plan riflettono puntualmente questa dinamica: i primi esercizi risentono dell'antieconomicità strutturale (EBITDA negativo), ma mostrano un progressivo e deciso miglioramento della marginalità. Tale evoluzione è strettamente legata al riequilibrio del mix del personale e al peso crescente dei ricavi "Service" a marginalità superiore, portando il ramo verso il target di fatturato e redditività sperato al termine del quinquennio.

## CONTO ECONOMICO

### Driver Ricavi e Costi variabili relativi alle Aree di Business

#### Service

Rappresenta l'attività diretta delle squadre sul campo. È l'area che esprime la maggiore marginalità del portafoglio, con un'incidenza dei costi variabili (materiali) limitata al 32%

#### Subappalto Service

Assunzione strategica per i primi esercizi. Sfruttando il network storico di Enpower e la cronica scarsità di manodopera nel settore, l'azienda genererà volumi di subappalto con una marginalità fissa del 15%, agendo da volano per recuperare le perdite iniziali.

#### Quadristica - Assemblaggio

Focalizzata sulla realizzazione di quadri elettrici che vengono successivamente installati direttamente dalle squadre del Service, creando una sinergia produttiva interna. L'incidenza dei costi variabili è pari al 60%.

#### Fotovoltaico

Assunzione strategica per i primi esercizi. Sfruttando il network storico di Enpower e la cronica scarsità di manodopera nel settore, l'azienda genererà volumi di subappalto con una marginalità fissa del 15%, agendo da volano per recuperare le perdite iniziali

### Driver Costi Fissi

#### Godimento di beni di terzi

Trattasi del valore attribuito ad un canone di locazione figurativo per l'utilizzo di un immobile avente caratteristiche analoghe a quelle in cui attualmente opera ENPOWER per lo svolgimento dell'attività di impiantistica, service elettrico, meccanico, termoidraulica, fotovoltaico, produzione di quadri elettrici e assemblaggio prodotti di illuminazione.

#### Consulenze professionali

Trattasi principalmente di prestazioni effettuate da professionisti in ambito fiscale, contabile, del lavoro, medico a servizio dei dipendenti.

#### Costi del personale dipendente

Rappresenta il costo più significativo tra quelli aziendali, in costante aumento nel corso degli anni per assecondare la crescita aziendale.

Costi per veicoli

Trattasi dei costi relativi agli automezzi messi a disposizione del personale dipendente. Si ipotizza l'utilizzo di tali beni dietro il pagamento di canoni di noleggio.

UtENZE e spese generali

Trattasi principalmente di costi relativi all'energia elettrica, a certificazioni e a spese varie.

## STATO PATRIMONIALE

### Capitale circolante Netto

Il numero dei giorni di incasso dei crediti è stabilito in 90.

Il numero dei giorni di pagamento dei fornitori è stabilito in 60.

Tale impostazione, sulla base di quanto riferito dal *management*, rispecchia l'andamento passato di tale *business unit*. Come precedentemente sottolineato non è stato possibile per il Perito verificare tale assunzione.

### Attivo immobilizzato

Trattasi di macchinari industriali e accessori, attrezzature, beni mobili, arredi.

Lungo l'orizzonte di piano sono previsti investimenti complessivi di circa 125 mila euro.

Capitale circolante

CONTO ECONOMICO	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030		
SUBAPPALTO SERVICE	470.000	500.000	950.000	1.100.000	1.200.000		
QUADRISTICA-ASSEMBLAGGIO	234.900	308.000	308.000	388.000	388.000		
SERVICE	980.300	1.390.300	1.790.300	2.190.300	2.440.300		
FOTOVOLTAICO	-	400.000	650.000	850.000	880.000		
<b>TOTALE RICAVI</b>	<b>1.685.200</b>	<b>2.598.300</b>	<b>3.698.300</b>	<b>4.528.300</b>	<b>4.908.300</b>		
COSTI DIRETTI SUBAPPALTO	399.500	425.000	807.500	935.000	1.020.000		
COSTI DIRETTI QUADRISTICA	115.698	141.894	141.894	190.518	190.518		
COSTI DIRETTI SERVICE	322.421	457.270	588.830	720.390	802.615		
COSTI DIRETTI FOTOVOLTAICO	-	282.160	458.510	599.590	620.752		
<b>TOTALE COSTI VARIABILI</b>	<b>837.618</b>	<b>1.306.323</b>	<b>1.996.733</b>	<b>2.445.497</b>	<b>2.633.884</b>		
GODIMENTO BENI DI TERZI	42.000	42.000	42.000	42.000	42.000		
CONSULENTI	11.566	14.227	23.267	30.267	30.267		
UTENZE	13.800	13.800	16.467	20.533	20.533		
SPESE GENERALI	37.245	42.245	49.060	59.760	59.760		
VEICOLI	228.967	259.167	334.367	409.567	424.667		
MANODOPERA service	574.741	724.741	904.741	1.077.241	1.117.241		
MANODOPERA quadristica	167.937	167.937	247.937	247.937	247.937		
ALTRI COSTI PERSONALE	36.058	45.468	56.761	67.583	70.093		
<b>TOTALE COSTI FISSI</b>	<b>1.112.313</b>	<b>1.309.585</b>	<b>1.674.599</b>	<b>1.954.888</b>	<b>2.012.497</b>		
<b>EBITDA</b>	<b>-</b>	<b>264.732</b>	<b>-</b>	<b>17.608</b>	<b>26.968</b>	<b>127.915</b>	<b>261.918</b>
Ammortamenti	3.301	10.701	18.101	28.001	28.001		
<b>RISULTATO ANTE IMPOSTE</b>	<b>-</b>	<b>268.033</b>	<b>-</b>	<b>28.309</b>	<b>8.867</b>	<b>99.914</b>	<b>233.917</b>
Imposte	-	-	-	2.474	27.876	13.053	
<b>RISULTATO NETTO</b>	<b>-</b>	<b>268.033</b>	<b>-</b>	<b>28.309</b>	<b>6.393</b>	<b>72.038</b>	<b>220.865</b>

STATO PATRIMONIALE						
ATTIVITÀ	01/01/2026	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030
<b>B) Immobilizzazioni</b>	<b>82.640</b>	<b>79.339</b>	<b>105.638</b>	<b>124.537</b>	<b>146.036</b>	<b>118.035</b>
II - Immobilizzazioni materiali	82.640	79.339	105.638	124.537	146.036	118.035
<b>C) Attivo Circolante</b>	<b>-</b>	<b>35.652</b>	<b>146.125</b>	<b>344.169</b>	<b>597.940</b>	<b>956.920</b>
I - Rimanenze	-	43.812	88.132	118.923	151.050	161.388
II - Crediti	-	412.688	681.352	922.009	1.141.609	1.235.867
IV - Disponibilità Liquide	-	- 420.848	- 623.359	- 696.764	- 694.719	- 440.335
<b>TOTALE</b>	<b>82.640</b>	<b>114.991</b>	<b>251.763</b>	<b>468.706</b>	<b>743.976</b>	<b>1.074.955</b>

PASSIVITÀ	01/01/2026	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030
<b>A) Patrimonio Netto</b>	<b>82.640</b>	<b>- 185.393</b>	<b>- 213.702</b>	<b>- 207.309</b>	<b>- 135.271</b>	<b>85.594</b>
<b>C) Trattamento di fine rapporto</b>	<b>-</b>	<b>44.561</b>	<b>98.121</b>	<b>167.282</b>	<b>246.793</b>	<b>328.703</b>
<b>D) Debiti</b>	<b>-</b>	<b>255.822</b>	<b>367.343</b>	<b>508.733</b>	<b>632.454</b>	<b>660.658</b>
Debiti verso Fornitori	-	194.822	293.855	412.756	509.417	541.702
Debiti Tributari	-	28.554	34.399	45.583	65.006	59.153
Altri Debiti	-	32.447	39.089	50.393	58.032	59.803
<b>TOTALE</b>	<b>82.640</b>	<b>114.991</b>	<b>251.763</b>	<b>468.706</b>	<b>743.976</b>	<b>1.074.955</b>

RENDICONTO FINANZIARIO (Dati in €)	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030
<b>A. Flussi finanziari derivanti dalla gestione reddituale</b>					
Flusso finanziario prima delle variazioni del CCN (EBIT -	264.732	- 17.608	26.968	127.915	261.918
Decremento/(incremento) delle rimanenze	- 43.812	- 44.321	- 30.791	- 32.126	- 10.339
Decremento/(incremento) dei crediti vs clienti	- 412.688	- 268.664	- 240.658	- 219.600	- 94.258
Incremento/(decremento) dei debiti vs fornitori	194.822	99.034	118.901	96.660	32.286
Variazione altre passività	61.001	12.487	22.488	27.061	4.082
<b>Totale variazione CCN</b>	<b>- 200.677</b>	<b>- 201.464</b>	<b>- 130.059</b>	<b>- 128.005</b>	<b>- 76.392</b>
<b>Flusso finanziario dopo le variazioni del CCN</b>	<b>- 465.409</b>	<b>- 219.072</b>	<b>- 103.091</b>	<b>90</b>	<b>185.526</b>
<i>Altre rettifiche</i>					
Accantonamento/(Utilizzo) fondi	44.561	53.561	69.161	79.511	81.911
(Imposte sul reddito)	-	-	- 2.474	- 27.876	- 13.053
<b>Totale altre rettifiche</b>	<b>44.561</b>	<b>53.561</b>	<b>66.687</b>	<b>51.635</b>	<b>68.858</b>
<b>Flusso finanziario della gestione reddituale (A)</b>	<b>- 420.848</b>	<b>- 165.511</b>	<b>- 36.405</b>	<b>51.545</b>	<b>254.384</b>
<b>B. Flussi finanziari derivanti dall'attività d'investimento</b>					
(Investimenti)/Disinvestimenti	-	- 37.000	- 37.000	- 49.500	-
<b>Flusso finanziario dell'attività di investimento (B)</b>	<b>-</b>	<b>- 37.000</b>	<b>- 37.000</b>	<b>- 49.500</b>	<b>-</b>
<b>Flusso finanziario TOTALE</b>	<b>- 420.848</b>	<b>- 202.511</b>	<b>- 73.405</b>	<b>2.045</b>	<b>254.384</b>
<b>Flusso finanziario TOTALE PROGRESSIVO</b>	<b>- 420.848</b>	<b>- 623.359</b>	<b>- 696.764</b>	<b>- 694.719</b>	<b>- 440.335</b>

### Considerazioni in merito al Piano Industriale

L'analisi di Conto Economico, Stato Patrimoniale e Rendiconto Finanziario del Ramo d'Azienda ENPOWER delinea un piano industriale caratterizzato da una forte fase di crescita dei ricavi, ma accompagnata da una situazione finanziaria estremamente tesa, con uno preoccupante squilibrio di liquidità nel breve-medio periodo.

#### Dinamica Economica

Il Piano prevede un'espansione aggressiva dei ricavi (da 1,6M€ nel 2026 a 4,9M€ nel 2030).

- **Marginalità Critica:** Fino al 2028 l'azienda fatica a raggiungere il punto di pareggio a livello di utile netto. L'EBITDA *margin* è inizialmente negativo (-15,7% nel 2026) e diventa strutturalmente positivo solo nel 2030 (5,3%).
- **Struttura dei Costi:** Il business è pesantemente gravato dai costi variabili (circa il 50-54% dei ricavi) e dai costi fissi del personale (Manodopera e Altri costi), che erodono quasi interamente il valore della produzione nei primi anni.

#### *Squilibrio Patrimoniale e Finanziario*

- **Crisi di Liquidità:** Lo Stato Patrimoniale mostra la voce "Disponibilità Liquide" costantemente negativa, che tocca il picco di -696.764 € nel 2028.
- **Capitale Circolante Netto (CCN):** La crescita del fatturato assorbe cassa. L'aumento dei Crediti verso Clienti (che superano 1,2M€ nel 2030) non è compensato dalla dilazione dei Debiti verso Fornitori.

#### *Analisi dei Flussi di Cassa*

- Il **Flusso della gestione reddituale** è sistematicamente negativo o insufficiente a coprire gli investimenti fino al 2030.
- La **Variazione negativa del CCN** è legata al processo di crescita.

**Il piano industriale, così come presentato, appare finanziariamente non sostenibile senza un intervento esterno.**

**Come si evince dall'analisi del Piano Industriale, la sostenibilità del medesimo si basa sull'imprescindibile apporto di risorse finanziarie esterne in grado di supportare sin da subito l'operatività aziendale colmando le significative esigenze di cassa che, soprattutto nei primi esercizi, ne caratterizzeranno l'andamento.**

**Senza l'apporto di risorse finanziarie esterne, il Piano Industriale risulta assolutamente irrealizzabile.**

### **7. Criteri e metodi di valutazione**

Come sinteticamente già indicato in precedenza, la valutazione d'azienda può essere realizzata con finalità differenti, dalle quali scaturiscono le diverse nozioni di valore. In generale, quando si affronta il tema della creazione di valore e della sua misurazione si contrappongono tre visioni differenti.

La prima fa riferimento al **capitale economico o valore oggettivo**, intendendo con questa definizione il valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato soddisfacente per la stima del capitale di un'impresa, a prescindere dalle condizioni e dalla natura delle parti in causa, dalla loro forza contrattuale e dagli specifici interessi ad eventuali negoziazioni. Il valore del capitale economico rappresenta una grandezza obiettivo unitaria, legata ai flussi generati dall'attività di gestione e alla consistenza patrimoniale dell'impresa, solo in parte condizionata da fattori esterni al controllo del *management*. Tale definizione sottolinea inoltre l'esigenza di un processo valutativo con caratteri di generalità, razionalità, dimostrabilità e stabilità.

La seconda nozione fa riferimento al **valore soggettivo** che è, invece, riconducibile alle conseguenze che i soggetti coinvolti in un'operazione, singolarmente presi, possono da essa trarre. Tale valore può essere visto tanto nell'ottica del soggetto cedente quanto in quella dell'acquirente, ed è proprio il combinarsi dei vantaggi e degli svantaggi che si manifestano in capo ai diversi interlocutori ad influenzare la formazione del valore, che diventa potenziale e soggettivo.

La terza nozione fa riferimento al **valore di mercato del capitale**, espressione della quotazione di borsa se l'impresa è quotata, o di transazioni recenti in caso contrario. Il prezzo riflette, dunque, i fenomeni di carattere contingente di domanda e offerta e della situazione particolare in cui versano le parti coinvolte nell'operazione. Basti, infatti, ricordare le ampie differenze nei risultati cui si perviene in caso di valutazione finalizzata alla cessione di una quota modesta di capitale e quella in cui si deve stimare il valore di un pacchetto di maggioranza. Inoltre, il valore di mercato costituisce una variabile in parte al di fuori del controllo del *management*, influenzabile da fattori legati alla struttura, all'efficienza e all'andamento congiunturale dei mercati finanziari.

Considerata la finalità per cui è stata predisposta la presente Valutazione, il Perito ha ritenuto opportuno stimare il valore della Società utilizzando il criterio del capitale economico, la cui misurazione può essere realizzata utilizzando le seguenti metodologie, sviluppate dalla più autorevole dottrina e condivise dalla prassi consolidata nel nostro Paese:

- 1) *metodo finanziario;*
- 2) *metodo reddituale;*
- 3) *metodi di mercato;*
- 4) *metodo patrimoniale;*



5) *metodo misto reddituale – patrimoniale.*

**Metodo finanziario**

Il metodo finanziario ravvisa nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. Il metodo finanziario determina il valore del capitale economico della società tramite la stima dei flussi di cassa futuri generati dalla società stessa, attualizzati in funzione dell'arco temporale esplicito in cui si ipotizza saranno conseguiti.

Nel caso di specie è stato applicato il metodo finanziario nella nota versione dell'*Unlevered Discounted Cash Flow (UDCF)*, basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa lordi di oneri finanziari (*Free Cash Flow to the Firm*), che consente di stimare il valore operativo dell'impresa. In particolare il valore operativo è determinato sulla base dei flussi di cassa operativi che l'azienda sarà in grado di generare in futuro scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (*wacc*).

Al fine di stimare il valore del capitale economico, al valore operativo si sommano successivamente la posizione finanziaria netta dell'azienda con riferimento alla data di valutazione ed il valore di eventuali *surplus asset* (attività accessorie non inerenti alla gestione caratteristica o non considerate nei flussi di cassa operativi per eventuali specifiche ragioni metodologiche).

Il valore economico di un'azienda è, quindi, pari alla somma delle seguenti componenti:

- i flussi di cassa operativi netti che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (*wacc*);
- la posizione finanziaria netta dell'azienda espressa a valori di mercato e determinata con riferimento alla data di valutazione;
- il valore di mercato di eventuali surplus *asset* non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati, per eventuali specifiche ragioni metodologiche, nei flussi di cassa operativi.

La stima dei flussi di cassa operativi prospettici richiede un'analisi puntuale per l'orizzonte temporale prevedibile ed una stima del valore futuro dell'azienda al termine del periodo di proiezione esplicita.

L'applicazione del metodo dei flussi di cassa operativi comporta l'utilizzo della seguente relazione:

$$W_e = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+wacc)^t} + \frac{TV}{(1+wacc)^n} + PFN + ACC$$

Dove

<i>W<sub>e</sub></i>	valore del capitale economico dell'azienda;
<i>FCFF</i>	flussi di cassa operativi ( <i>free cash-flows to the firm</i> );
<i>n</i>	orizzonte di proiezione esplicita;
<i>wacc</i>	costo medio ponderato del capitale;
<i>TV</i>	terminal value o valore residuo;
<i>PFN</i>	posizione finanziaria netta;
<i>ACC</i>	valore delle attività accessorie non operative.

Ai fini del calcolo del valore del capitale economico è, quindi, necessario stimare i seguenti parametri:

*I flussi di cassa operativi (FCFF)*

I flussi di cassa operativi da stimare per il periodo di proiezione esplicita sono quelli resi disponibili dalla sola attività operativa dell'azienda, al lordo di qualsiasi componente di natura finanziaria.

In particolare:

- Reddito operativo (EBIT)
- + Ammortamenti ed accantonamenti
- Imposte figurative (calcolate sul reddito operativo)

- = Flusso di circolante
- /+ Variazione del capitale circolante netto
- = Flusso di cassa della gestione corrente
- /+ Variazione degli investimenti in attività operative
- = Flusso di cassa operativo (*FCFF*)

*L'orizzonte di proiezione esplicita (n)*

L'orizzonte di tempo "n" da utilizzare ai fini delle proiezioni esplicite dei flussi di cassa operativi deve essere definito in modo tale che, al termine di tale periodo, l'azienda abbia raggiunto uno stato di sostanziale equilibrio. A questo fine occorre stimare l'arco di tempo entro il quale la redditività operativa dell'impresa risulta ragionevolmente determinabile in modo puntuale e auspicabilmente superiore al suo costo del capitale.

*Il costo medio ponderato del capitale (wacc)*

I flussi di cassa individuati nel metodo in oggetto sono quelli di natura operativa, destinati alla remunerazione e all'eventuale rimborso di tutti i fornitori di capitale: di debito e di rischio. Ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi, deve, quindi, essere utilizzato un tasso rappresentativo del costo di tutte le risorse finanziarie utilizzate dall'azienda; detto tasso è individuabile nel costo medio ponderato del capitale ("*weighted average cost of capital*", di seguito definito *wacc*).

Il *wacc* è definito come segue:

$$wacc = K_d \cdot (1 - t) \cdot \frac{W_D}{W_D + W_E} + K_e \cdot \frac{W_E}{W_D + W_E}$$

Dove

- WE* valore di mercato del capitale di rischio;
- WD* valore di mercato del capitale di debito;
- Ke* costo del capitale di rischio;
- Kd* costo medio del capitale di debito;
- t* aliquota media d'imposta.

Il costo del capitale di debito (*Kd*) è pari al costo medio dei debiti onerosi della società.

Il costo del capitale di rischio è comunemente definito come il costo opportunità del capitale azionario dell'azienda, ovvero il suo rendimento medio atteso. Il costo del capitale di rischio può essere stimato tramite differenti modelli. La prassi operativa prevalente impiega il modello del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, definito dalla seguente relazione:

$$K_e = R_f + \beta \cdot MRP$$

Dove:

- Ke* costo del capitale di rischio;
- Rf* tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio;
- β* indice della rischiosità della società rispetto alla media del mercato;
- MRP* premio per il rischio di mercato.

Più in dettaglio, il beta (*β*) è il coefficiente di regressione di una funzione che rappresenta la relazione tra la volatilità del titolo e quella del mercato azionario nel suo complesso.

I tassi sopra definiti, rappresentando il rendimento di mercato da garantire agli investitori in capitale di debito ed in capitale di rischio, devono essere ponderati in relazione alla struttura finanziaria della società oggetto di valutazione.

Ai fini della stima della struttura finanziaria, ossia della definizione dei pesi del capitale di debito e di quello di rischio, è possibile ricorrere a diverse soluzioni operative:

- struttura finanziaria della società alla data di riferimento della valutazione espressa in termini di valori correnti di mercato. In tal caso, si ipotizza implicitamente che la società, nel lungo periodo, abbia una struttura finanziaria analoga a quella corrente.
- struttura finanziaria prospettica della società, definibile sulla base di:
  - ◆ valori medi di mercato delle due componenti di capitale, rilevate a partire da un campione di imprese comparabili. Tale approccio si fonda sul presupposto che la struttura finanziaria della società si allineerà, nel medio-lungo periodo, a quella delle aziende del settore di appartenenza;
  - ◆ valori medi del capitale proprio e del capitale di debito previsti dal *management* della società e incorporate nelle ipotesi di piano. Secondo tale approccio, sono formulate ipotesi esplicite sulla composizione prospettica del capitale della società.

Nel caso di specie chi scrive ha preferito utilizzare la struttura finanziaria della società alla data di riferimento della valutazione, considerato che il Gruppo, nell'orizzonte temporale di riferimento, continuerà ad avere una struttura finanziaria simile a quella in essere al 31 dicembre 2012.

#### *Il terminal value o valore residuo (TV)*

Ai fini della stima del valore residuo, la dottrina e la prassi professionale prevalente propongono diverse alternative:

- valore di liquidazione dell'attivo, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di previsione esplicita;
- valore corrispondente alla capitalizzazione illimitata del reddito operativo netto;
- valore derivante dall'impiego di moltiplicatori empirici (prezzo/utile per azione, prezzo/patrimonio netto per azione, etc.);
- valore corrispondente alla capitalizzazione del flusso di cassa operativo medio normalizzato.

In quest'ultima ipotesi chi scrive predilige, per la maggiore coerenza rispetto all'approccio finanziario, che il valore residuo rappresenti il valore attuale (all'anno  $n$ ) dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale di riferimento e può essere stimato come segue:

$$TV = \frac{FCFF_n^* \cdot (1 + g)}{(wacc - g)}$$

dove:

$TV$  terminal value o valore residuo;

$FCFF_n^*$  flusso di cassa operativo medio normalizzato;

$wacc$  costo medio ponderato del capitale;

$g$  tasso di crescita del flusso di cassa operativo medio normalizzato atteso nel periodo successivo a quello di proiezione esplicita.

#### *La posizione finanziaria netta (PFN)*

La posizione finanziaria netta rappresenta il risultato della sommatoria tra i debiti finanziari accesi dall'azienda e la sua liquidità.

#### *Il valore delle attività accessorie (ACC)*

Il valore operativo della società, derivante dall'attualizzazione dei flussi di cassa operativi prospettici non comprende il valore delle attività accessorie non strumentali, la cui ipotetica liquidazione alla data di riferimento della valutazione non compromette la futura redditività dell'attività economica prospettica dell'impresa.

#### **Metodo Reddituale**

La metodologia reddituale stima il valore dell'azienda in funzione della redditività che quest'ultima è in grado di generare in chiave prospettica, individuando nella contrapposizione tra ricavi e costi di competenza dell'esercizio, il *driver* fondamentale del valore.

Il valore è quindi funzione dei seguenti fattori:

- il flusso dei redditi futuri attesi nell'arco temporale assunto nella valutazione;
  - il tasso di capitalizzazione (attualizzazione) espressivo del rendimento/rischio del capitale.
- I metodi reddituali possono essere suddivisi in differenti "famiglie": metodi reddituali sintetici e metodi reddituali analitici.

I metodi reddituali sintetici si fondano sulla stima di un valore medio-normale e sull'ipotesi della sua riproducibilità per archi temporali protratti.

I metodi reddituali analitici si caratterizzano per il fatto che la previsione dei flussi di reddito avviene puntualmente anno per anno sino al termine del periodo di previsione analitica. Esistono, inoltre, metodi reddituali analitici con stima separata del cosiddetto valore "a regime" nell'ipotesi che l'impresa possa mantenere all'infinito la propria capacità di reddito medio-normale. Quest'ultima versione risulta preferibile rispetto alla precedente in quanto tiene esplicitamente in considerazione la capacità aziendale di generare redditi oltre il periodo di previsione analitica.

Seguendo quest'ultima metodologia, in particolare, il valore dell'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei redditi futuri, attualizzati al tasso di rendimento del capitale di rischio, cui va aggiunto un ulteriore addendo rappresentato dal reddito "a regime", nell'ipotesi che l'impresa possa mantenere all'infinito la propria capacità di reddito medio-normale.

L'applicazione del metodo reddituale analitico comporta l'utilizzo della seguente relazione:

$$W_e = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+K_e)^t} + \frac{R \cdot (1+g)/(K_e-g)}{(1+K_e)^n}$$

dove:  $W_e$  valore del capitale economico del Gruppo;

$R_t$  redditi netti generati dall'azienda nel periodo di valutazione analitico;

$R$  reddito netto medio-normale a regime;

$n$  orizzonte di proiezione esplicita;

$g$  tasso di crescita;

$i$  tasso di attualizzazione;

$K_e$  costo del capitale di rischio (\*).

(\*) Per la definizione del costo del capitale di rischio si fa riferimento a quanto riportato nelle pagine precedenti in relazione al CAPM.

### **Metodi di mercato**

I metodi di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile facendo riferimento al prezzo registrato sul mercato in scambi di beni simili avvenuti nel recente passato. L'assunto generale è che i prezzi di mercato rappresentino la migliore approssimazione del valore dell'impresa. I metodi di mercato stimano il valore dell'impresa costruendo rapporti fondati sugli effettivi prezzi dei titoli delle società comparabili, finalizzati ad individuare la relazione che lega il valore delle imprese con specifiche variabili aziendali (ad esempio economico-patrimoniali come ricavi, utili, flussi di cassa, patrimonio netto ovvero indicatori empirici specifici del particolare settore a cui appartiene l'azienda oggetto di valutazione) individuate come *value driver* dell'impresa.

Più in generale, di norma, si fa riferimento alle seguenti alternative:

- metodo dei multipli di borsa di aziende comparabili;
- metodo delle transazioni comparabili;
- metodi empirici.

Lo schema di applicazione dell'approccio alla valutazione di un'impresa basato sui multipli si compone di quattro momenti principali:

- 1) la scelta di un gruppo di società confrontabili;
- 2) identificazione dei multipli ritenuti maggiormente significativi nella fattispecie;
- 3) il calcolo dei multipli medi delle società del gruppo selezionato;
- 4) l'applicazione dei multipli medi individuati all'azienda oggetto di stima.

La selezione delle società comparabili fa nascere il problema della confrontabilità delle imprese da ricomprendere nel gruppo di riferimento. In particolare le società possono essere raggruppate operando una distinzione tra:

- uniformità del *business*;
- uniformità dei parametri finanziari e fiscali delle imprese individuate.

Riguardo alla selezione delle società comparabili, questa deve avvenire con l'obiettivo di individuare un numero sufficientemente ampio di imprese caratterizzate da omogeneità sostanziali con quella oggetto di valutazione. È questo, infatti, il presupposto necessario per la realizzabilità del metodo in oggetto, presupposto che si fonda sull'ipotesi di applicabilità del valore "medio-normale" del rapporto prezzo-variabile economica rilevata per il gruppo delle imprese comparabili all'azienda oggetto di valutazione.

Utilizzando i metodi di mercato, a prima vista si evita la formulazione delle ipotesi in merito all'andamento dei risultati economici e la loro traduzione in proiezioni di flussi di cassa. In concreto, però, il problema della soggettività della stima è solo apparentemente eluso poiché la selezione del campione di società comparabili comporta pur sempre un giudizio soggettivo. Inoltre la confrontabilità tra le imprese è sempre limitata, sia a causa di un'imperfetta coincidenza dell'attività svolta sia a causa di diverse dimensioni per il profilo di rischio, oltre che per i differenti rapporti di *leverage* e, soprattutto, per lo stadio di sviluppo dell'impresa. Le circostanze richiamate pongono un problema di ordine logico: l'essenza dei metodi di mercato consiste nell'affidare al mercato la stima dei valori di parametri di difficile previsione. La limitata confrontabilità delle imprese con quella oggetto di valutazione impone, tuttavia, alcune verifiche di coerenza. Tali verifiche presuppongono che il valutatore abbia formato un proprio giudizio sulle prospettive dell'impresa stessa e il problema può essere ragionevolmente risolto impostando un'analisi, fondata su elementi oggettivi, delle differenze esistenti fra i multipli delle società comparabili selezionate.

In generale, l'approccio di mercato ai multipli può essere distinto tra metodi che utilizzano i prezzi di quotazione nel mercato ufficiale regolamentato e quelli che utilizzano i prezzi determinati sulla base dei valori delle recenti transazioni di *M&A*. Nel primo caso si ricorre ad un dato pubblicamente disponibile, che indica direttamente il valore di una quota del capitale di rischio investito nell'impresa; valore che si fonda sulle attese di crescita futura che gli investitori, nel loro complesso, stimano siano le più probabili con riferimento alla specifica impresa. Nel secondo caso si fa riferimento ai valori stimati in occasione di operazioni di fusione e acquisizione, aventi per oggetto imprese del tutto simili a quella oggetto di analisi. Dal valore dell'impresa *target* individuata, si cerca poi di stimare il valore della singola quota azionaria.

Bisogna inoltre distinguere fra multipli basati sul prezzo (P) e multipli dell'Enterprise Value (EV). I primi si riferiscono al valore del capitale di rischio dell'impresa, mettendo in relazione capitale proprio e *value driver* individuato; i secondi, invece, esplicitano il valore dell'impresa nel suo complesso, ovvero sia del capitale di rischio che dei debiti finanziari accesi.

### **Metodo patrimoniale**

L'approccio patrimoniale si fonda sul principio della valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo. Elemento distintivo di tale metodologia è il trattamento, riservato in sede di valutazione, agli elementi attivi che formano il cosiddetto "patrimonio immateriale" di un'impresa. In particolare è possibile distinguere:

- a. i metodi patrimoniali semplici, che valorizzano tra le poste dell'attivo solo i beni materiali;
- b. i metodi patrimoniali complessi, che includono la valorizzazione specifica dei beni immateriali.

### **Metodo patrimoniale semplice**

Tale metodo stima il valore di un'azienda in misura pari al valore del suo patrimonio netto contabile, rettificato in funzione delle differenze tra i valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo ed i corrispondenti valori iscritti in bilancio. Il criterio si fonda su una stima analitica degli elementi patrimoniali in capo alla società valorizzati a valori correnti.

In particolare:

- gli elementi patrimoniali attivi sono valutati sulla base dei valori (correnti) di riacquisto o ricostituzione degli stessi;
- gli elementi patrimoniali passivi sulla base dei valori (correnti) di estinzione degli stessi.
- L'applicazione del metodo patrimoniale semplice comporta l'utilizzo della seguente relazione:

$$W_e = K$$

dove:

$W_e$  valore del capitale economico dell'azienda;

$K$  valore del patrimonio netto rettificato alla data di riferimento della valutazione.

Il valore patrimoniale così determinato coincide con l'investimento netto che sarebbe necessario per avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella della società oggetto di valutazione.

Il metodo patrimoniale, inoltre, può essere ulteriormente affinato, ricorrendo alla stima del valore attribuibile agli elementi immateriali (avviamento).

Sempre più spesso, tuttavia, si sta facendo strada, in letteratura e nella prassi, la convinzione che l'approccio patrimoniale possa condurre ad una corretta valorizzazione solo in particolari condizioni e per particolari fattispecie. In particolare, il criterio in questione si è rivelato affidabile nella stima del valore di *holding* pure, ove la presenza contemporanea di più *asset* non genera valore ulteriore rispetto a quello derivante dalla mera somma di ciascun elemento singolarmente considerato.

### **Metodo patrimoniale complesso**

Tale metodo calcola il valore di un'azienda in misura pari al valore del suo patrimonio netto contabile, rettificato in funzione delle differenze tra i valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo ed i corrispondenti valori iscritti in bilancio.

L'applicazione del metodo patrimoniale comporta l'utilizzo della seguente formula:

$$V = K'$$

dove:

$V$  valore del capitale economico dell'azienda;

$K'$  patrimonio netto rettificato alla data di riferimento della valutazione, inteso come somma del patrimonio netto contabile e delle rettifiche determinate in funzione delle differenze tra valore corrente degli elementi dell'attivo e del passivo ed i corrispondenti valori iscritti a bilancio, tenendo conto della valorizzazione degli elementi immateriali.

Relativamente agli oneri fiscali potenziali connessi alla rivalutazione degli elementi dell'attivo patrimoniale delle società oggetto di analisi, l'opportunità della loro applicazione e la misura della relativa aliquota figurativa sono da valutarsi con riferimento a ciascun caso specifico, tenendo conto dell'imposta applicabile in relazione alla natura della plusvalenza nonché dell'effettiva probabilità di manifestazione dell'aggravio fiscale nell'orizzonte temporale di riferimento secondo gli orientamenti strategici e gestionali della società stessa.

### **Metodo misto Reddittuale Patrimoniale**

Il metodo di valutazione *misto reddittuale-patrimoniale con stima autonoma del Goodwill* consiste in un'analisi rivolta ad accertare se al valore patrimoniale dell'impresa corrispondano prospettive reddituali in linea con il rendimento di investimenti alternativi a parità di rischio, avendo quale riferimento il rendimento medio degli investimenti di settore.

Caratteristica essenziale di tale criterio è la ricerca di un risultato finale che consideri, contemporaneamente, gli aspetti patrimoniali e reddituali, così da tenere conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'analisi patrimoniale, senza, peraltro, trascurare le attese reddituali, che sono concettualmente una componente essenziale del capitale economico, ovvero del valore intrinseco dell'impresa.

Il procedimento di valutazione si basa sulla seguente formula:

$$V = K + a_{n-p} * (R - i'' * K)$$

Dove

$V$  valore del capitale economico dell'azienda;

<i>K</i>	<i>Capitale netto Rettificato</i>
<i>R</i>	<i>Reddito medio normale atteso per il futuro</i>
<i>N</i>	<i>Numero definito e limitato di anni</i>
<i>i'</i>	<i>tasso di attualizzazione del profitto o sovrareddito</i>
<i>i''</i>	<i>tasso di rendimento normale di settore</i>

Relativamente agli oneri fiscali potenziali connessi alla rivalutazione degli elementi dell'attivo patrimoniale delle società oggetto di analisi, l'opportunità della loro applicazione e la misura della relativa aliquota figurativa sono da valutarsi con riferimento a ciascun caso specifico, tenendo conto dell'imposta applicabile in relazione alla natura della plusvalenza nonché dell'effettiva probabilità di manifestazione dell'aggravio fiscale nell'orizzonte temporale di riferimento secondo gli orientamenti strategici e gestionali della società stessa.

## **8. Scelta del procedimento e del metodo di valutazione**

La pluralità dei metodi impiegabili deve essere analizzata dal valutatore in funzione della finalità dell'analisi, della realtà oggetto di valutazione e dei *driver* che, meglio di altri, permettono di apprezzare il valore delle realtà oggetto di valutazione.

La scelta e l'applicazione dei criteri di valutazione ha imposto di tenere in debito conto gli aspetti di seguito delineati:

- i criteri fondati sulla stima dei flussi di risultato che potranno essere generati dalla società oggetto di valorizzazione consentono di rendere esplicito il valore che il piano previsionale elaborato dal *management* della società può potenzialmente apportare;
- l'applicazione dei criteri di mercato, ed in particolare dei multipli di borsa, risente, in questo particolare momento storico, di elementi di natura congiunturale. L'attuale crisi ha, infatti, comportato una crescente volatilità dei prezzi delle società comparabili, limitando la significatività del nesso causale tra le grandezze aziendali prese a riferimento ed i prezzi stessi, presupposto necessario affinché il ricorso ai multipli non risulti, in qualche misura, fuorviante.

**In concreto, la valorizzazione della Società è stata effettuata sulla base del criterio finanziario.**

La valutazione deve muovere dall'assunto che lo stato di crisi non rappresenti un fenomeno unitario, bensì un processo dinamico che impone la distinzione tra tensione finanziaria, crisi reversibile e crisi irreversibile. Nel caso di specie l'entità oggetto di valutazione è stata inquadrata in un contesto caratterizzato da una discontinuità tra l'attuale assetto gestionale e le potenzialità derivanti dall'attuazione del piano di risanamento. Coerentemente con tale diagnosi, il processo estimativo ha privilegiato configurazioni di valore di tipo "*as it may be*", subordinando la validità della stima alla ragionevolezza e alla fattibilità delle assunzioni poste alla base dei flussi finanziari futuri. L'adozione del metodo finanziario (DCF) è stata declinata su base analitica annuale per intercettare le oscillazioni tipiche della fase di *turnaround*.

## **9 La valutazione del Ramo d'Azienda ENPOWER**

### **Valutazione nello scenario base**

Ai fini dell'applicazione del Metodo Finanziario è necessario determinare le grandezze elencate di seguito:

1. Il tasso di attualizzazione
2. Il valore attuale dei flussi di cassa operativi (FCFF)
3. Il valore attuale del *Terminal Value* (TV)
4. La Posizione Finanziaria Netta (PFN)
5. Valore dei *surplus asset* (ACC)

### **1. IL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE**

WACC	
D/(D+E)	20,00% struttura obiettivo
E/(D+E)	80,00% struttura obiettivo
D/E	25,00% struttura obiettivo
Rf= Tasso risk free : Tit. Stato	3,50%
C (costo del debito)	6,00%
P = Premio per il rischio	5,50%
t = Taxrate sugli interessi passivi	24,00%
B unlevered comparables	0,99 Damodaran gen/2025
B Levered company	1,18
SME discount	3,00%
Rischio fattibilità del piano	3,00%
Cost of equity	15,99%
Cost of debt	4,56%
D/(D+E)	20,00%
E/(D+E)	80,00%
WACC	
	<b>13,70%</b>

g inflazione attesa 1,50%

La determinazione del tasso di attualizzazione considera una struttura obiettivo Debt/Equity pari al 20% Debt e 80% Equity.

Il tasso Rf è stato assunto sulla base del BTP decennale.

Il Premio per il Rischio di mercato è stato assunto in misura del 5,5% in linea con il premio per il rischio mediamente adottato in Italia.

Il Beta del 0,99 è stato tratto dalla fonte Damodaran.

Trattandosi di realtà di piccole dimensioni, lo *small cap risk* è stato assunto nel 3% pari ad un valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia.

E' stato considerato un tasso di rischio legato alla fattibilità del Piano pari al 3%, stante le incertezze diffusamente descritte nel corpo della Relazione.

## 2. IL VALORE ATTUALE DEI FLUSSI DI CASSA OPERATIVI (FCFF)

Per il calcolo dei flussi di cassa operativi sono stati utilizzati il piano economico – finanziario 2026 – 2030 predisposto dal *management* della società che si assume essere lo scenario base. La somma del valore attuale dei flussi di cassa operativi per gli esercizi 2026 – 2030 risulta **negativo per euro 440 mila**.

## 3. IL VALORE ATTUALE DEL TERMINAL VALUE

Ai fini del calcolo del *Terminal Value*, il Perito ha assunto il flusso di cassa che il Ramo d'Azienda ENPOWER sarà in grado di generare in condizioni di normalità e di equilibrio gestionale dall'anno 2031. Il flusso di cassa operativo così ottenuto è stato poi capitalizzato considerando un fattore di crescita nominale del 1,5% (tasso di inflazione attesa). Il valore attuale del *Terminal Value* risulta pari a circa **euro 950 mila**.

## 4. LA POSIZIONE FINANZIARIA NETTA

La PFN è stata assunta pari a circa **90 mila euro** ed è correlata alla precedente assunzione relativa alla struttura Debt/Equity (20%-80%) e riflette l'ipotesi che gli obiettivi contenuti nel Piano Industriale possano essere raggiunti anche mediante il parziale ricorso al debito finanziario.

## 5. IL VALORE DEI SURPLUS ASSETS

Non sono presenti *surplus asset*.

## 6. SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI APPLICANDO IL METODO FINANZIARIO

L'applicazione del metodo finanziario nello scenario base ha condotto alla definizione del valore del 100% del capitale economico del Ramo d'Azienda al 1° gennaio 2026 in misura pari a **euro 420 mila**

Flussi di Cassa attualizzati	-441.632
Terminal Value	951.221
<b>Enterprise Value</b>	<b>509.590</b>
PFN	88.067
Surplus Asset	0
<b>Equity Value</b>	<b>421.523</b>
<b>Equity Value arrotondato</b>	<b>420.000</b>

#### **Analisi di sensitività**

In considerazione delle incertezze e dei potenziali rischi di esecuzione intrinseci al Piano Industriale, si è proceduto alla determinazione di un *range* di valore attraverso una sensitività dell'EBITDA (decremento del 10%). Tale rettifica prudenziale si è resa necessaria per ponderare l'eventuale mancato pieno raggiungimento degli obiettivi strategici, garantendo così una valutazione più resiliente e cautelativa

L'applicazione del metodo finanziario nello scenario sensitivity ha condotto alla definizione del valore del 100% del capitale economico del Ramo d'Azienda al 1° gennaio 2026 in misura pari a circa **euro 290 mila**.

Flussi di Cassa attualizzati	-489.069
Terminal Value	881.332
<b>Enterprise Value</b>	<b>392.263</b>
PFN	101.910
Surplus Asset	0
<b>Equity Value</b>	<b>290.353</b>
<b>Equity Value arrotondato</b>	<b>290.000</b>

## **10 Conclusioni**

Sulla base delle analisi condotte, dei metodi di valutazione applicati e della documentazione fornita dalla Società e dai suoi Advisor, il valore del capitale economico del Ramo d'Azienda oggetto di stima, alla data di riferimento del 1° gennaio 2026, è stato individuato all'interno del seguente intervallo: **euro 290.000 – euro 420.000**.

Tuttavia, lo scrivente Perito ritiene che, in un'ottica di **prudenziale apprezzamento del rischio**, il valore del capitale economico sia da ricondurre al valore di **euro 290.000** (Scenario Sensitivity). Tale determinazione è giustificata dai seguenti elementi:

- **Rischio di Esecuzione (Execution Risk):** La valutazione riflette una significativa componente di "valore potenziale" derivante da strategie future. Tuttavia, sussistono incertezze rilevanti circa l'effettiva fattibilità del piano operativo, tali da aver reso necessaria un'analisi di sensitività cautelativa (stress test) con una riduzione prudenziale dell'EBITDA del 10%.
- **Stress Test Strategico:** L'adozione dello scenario di *sensitivity*, basato su una riduzione prudenziale dell'EBITDA del 10%, rappresenta la configurazione più aderente al reale profilo di rischio, necessaria per ponderare l'eventuale mancato raggiungimento degli obiettivi strategici.

- Dipendenza da Risorse Finanziarie Esterne: Il raggiungimento degli obiettivi previsti nel piano è imprescindibilmente subordinato al reperimento di adeguate risorse finanziarie esterne. L'assenza o il mancato tempestivo afflusso di tali capitali (sotto forma di debito o equity) comprometterebbe la capacità del ramo d'azienda di attuare gli investimenti necessari, invalidando di fatto le proiezioni economico-finanziarie poste alla base della presente stima.
- Squilibrio Finanziario Prospettico: La proiezione di una crisi di liquidità acuta impone l'adozione della stima più cautelativa per garantire che il valore sia realmente ottenibile in un mercato competitivo.

In conclusione, il valore di **euro 290.000** rappresenta il valore del Ramo d'Azienda ENPOWER in un'ottica di continuità aziendale, presupponendo la piena attuazione delle manovre di rafforzamento finanziario e operativo descritte nella Relazione.

Brescia, li 27 febbraio 2026

Il Perito



(dott. Lorenzo Keller)

