

KYKLOS SPA

VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE IN MET.EXTRA SPA

OGGETTO DI CONFERIMENTO IN TITANMET SPA

RELAZIONE AI SENSI DELL'ART. 2343- *TER*, COMMA 2, LETTERA B)

DEL CODICE CIVILE



INDICE

1.	Oggetto e finalità dell'incarico	3
2.	Ipotesi di lavoro e limitazioni	4
3.	Documentazione utilizzata	7
4.	Descrizione della Società	8
5.	Mercato di riferimento	13
6.	Piano di Met. Extra	17
7.	Configurazioni di valore e metodi di valutazione adottati	22
8.	Valutazione della Partecipazione	32
9.	Conclusioni	48



1. OGGETTO E FINALITÀ DELL'INCARICO

Nell'ambito di un processo di riassetto del proprio portafoglio di investimenti finanziari, che prevede un'operazione di conferimento (d'ora in avanti "Conferimento" o "Operazione") della partecipazione (d'ora in avanti "Partecipazione") nell'85,0% del capitale sociale di Met. Extra Spa (d'ora in avanti "Società") in TitanMet Spa¹ (d'ora in avanti "TitanMet" o "Conferitaria"), nel corso del mese di ottobre 2021 Kyklos Spa (d'ora in avanti "Kyklos" o "Conferente") ha richiesto ad un esperto indipendente, individuato nel sottoscritto Professor Maurizio Leonardo Lombardi² (d'ora in avanti "Esperto") una valutazione ai sensi dell'art. 2343-ter³, secondo comma, lettera b) del Codice Civile, della Partecipazione oggetto di conferimento.

La richiesta è stata formalizzata con lettera di incarico datata 5 novembre 2021.

Ai sensi della normativa sopra richiamata, l'oggetto dell'incarico è rappresentato dalla stima del valore della Partecipazione oggetto di conferimento, la quale deve essere *"conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento"*.

La configurazione di valore applicabile in questa sede è quella stabilita dai Principi Italiani di Valutazione (d'ora in avanti "PIV") al par. IV.5.2, secondo cui: *"La configurazione di valore nel caso delle valutazioni ai fini di conferimento è rappresentata dal valore normale di mercato dei beni⁴. Nel caso di conferimento di aziende o di rami d'azienda il valore di conferimento è normalmente rappresentato dal minore fra il valore intrinseco e il valore normale di mercato dei beni conferiti. In casi particolari l'esperto potrà adottare anche più di una configurazione di valore che tenga conto della logica dell'operazione di conferimento nel più ampio contesto dell'operazione acquisitiva"*.

L'incarico è stato condotto tenendo in considerazione la finalità generale che il dispositivo di legge intende perseguire, ovvero quella di evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della Conferitaria risulti artificiosamente alterato.

Le conclusioni esposte nella presente relazione (d'ora in avanti "Relazione") sono basate sul complesso delle indicazioni e considerazioni in essa contenute, pertanto nessuna parte

¹ TitanMet è una holding quotata al Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana S.p.A., ed il suo capitale sociale è detenuto per il 50,504% dalla stessa Conferente.

² Professore di Riorganizzazioni Finanziarie e Distressed Value Investing presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi di Milano, di Corporate Finance presso l'Università del Piemonte Orientale, Dottore Commercialista e Revisore Contabile iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano – sezione A al n. 8907 ed iscritto al Registro dei Revisori Contabili al n. 160976.

³ Cfr. art. 2343-ter secondo comma Codice Civile che ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, dispone che non è richiesta la relazione di cui all'art. 2343, primo comma, qualora: il valore attribuito ai beni in natura o crediti oggetto del conferimento risulti da una valutazione riferita a una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento; la valutazione sia conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento; la valutazione provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità.

⁴ Il valore normale di mercato definito dal principio I.6.12 è *"il prezzo che si stima si formerebbe sul mercato in condizioni normali, nelle quali i prezzi non siano ingiustificatamente depressi o irrazionalmente elevati rispetto ai fondamentali"*.



della stessa potrà essere considerata o comunque utilizzata disgiuntamente dal documento nella sua interezza. La presente Relazione, inoltre, non dovrà essere impiegata per fini diversi da quelli per cui è stata redatta.

Lo scrivente sotto la propria responsabilità dichiara di godere dei requisiti di professionalità e di indipendenza richiesti dall'art. 2343-*ter*, comma 2, lettera b) del Codice Civile nei confronti sia della Conferente, sia della Conferitaria, sia delle società e/o dei soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo delle due entità.

2. IPOTESI DI LAVORO E LIMITAZIONI

La Relazione è assoggettata ai limiti ed è stata redatta sulla base delle ipotesi di seguito riportate.

Le analisi hanno assunto il 30 giugno 2021 come data di riferimento delle stime ("Data di Riferimento"), alla quale si riferiscono gli ultimi dati consuntivi completi resi disponibili dalla Società. Ai fini della presente Relazione non sono stati presi in considerazione fatti o eventi verificatisi in data successiva alla Data di Riferimento.

Rispetto a tale data la normativa applicabile stabilisce i limiti temporali entro i quali i risultati della presente stima potranno essere utilizzati da Kyklos qualora si desse effettiva esecuzione al prospettato Conferimento.

I risultati delle analisi valutative condotte hanno significato esclusivamente ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343-*ter* comma secondo, lettera b) Codice Civile e non sono in alcun modo rappresentativi di prezzi negoziabili nell'ambito di operazioni di finanza straordinaria.

La presente Relazione non è finalizzata ad esprimere alcun giudizio in merito al valore delle azioni di TitanMet, né alcun giudizio sulla congruità di un eventuale corrispettivo. Sarà l'organo amministrativo della Conferitaria a stabilire i termini e le modalità attraverso cui proporre all'Assemblea degli Azionisti la determinazione dell'aumento di capitale (d'ora in avanti "Aumento di Capitale").

Si fa riferimento ad una situazione di continuità di gestione (c.d. "*going concern*"); di conseguenza, la Società oggetto di stima è considerata come un complesso aziendale in funzionamento e *stand alone*.

Chi scrive non assume alcuna responsabilità diretta o indiretta per gli eventuali danni che potrebbero derivare da un non corretto utilizzo delle informazioni contenute nella Relazione. Resta inteso che anche nel caso in cui la presente Relazione sia posta in circolazione, distribuita a terzi, pubblicata o comunque resa pubblica al di fuori del contesto per il quale essa è intesa, l'Esperto non potrà in alcun modo essere ritenuto responsabile per qualsiasi eventuale evento pregiudizievole, discendente dall'adozione di decisioni adottate in conseguenza della lettura della Relazione medesima.

Nella predisposizione della presente Relazione le analisi e le valutazioni svolte sono basate sugli eventi ritenuti certi o ragionevolmente prevedibili al momento della stesura della stessa. L'Esperto ha escluso dalle analisi e dalle proiezioni tutti gli elementi di natura eminentemente straordinaria, e dunque non ragionevolmente prevedibili (quali ad esempio future modifiche regolamentari di settore e variazioni della normativa fiscale, che potrebbero avere impatto sui risultati delle stime condotte), non coerenti con i principi di logica e prudenza adottati nel presente lavoro.



Per le analisi di carattere storico, lo scrivente ha ricevuto da Met. Extra i bilanci della Società al 31 dicembre 2018, al 31 dicembre 2019 e al 31 dicembre 2020, nonché la situazione patrimoniale ed economica della Società al 30 giugno 2021 (d'ora in avanti "Situazione di Partenza").

La Situazione di Partenza resa disponibile dal *management* è stata recepita da chi scrive senza alcuna verifica in merito, come previsto dall'incarico ricevuto.

Lo scrivente ha inoltre verificato, sulla base dei dati economici al 30 settembre 2021 ricevuti dal *management* della Società, che i risultati correnti della Società non abbiano subito variazioni rilevanti rispetto alle attese.

Nella Relazione sono stati utilizzati dati e informazioni forniti direttamente dalla Società. A fronte delle richieste informative esplicitate da chi scrive, il *management* di Met. Extra ha trasmesso sufficiente documentazione⁵. L'Esperto ha fatto affidamento, senza compiere alcuna verifica indipendente, sulla veridicità, accuratezza, correttezza e completezza di tutta la documentazione e di tutte le informazioni. L'Esperto non assume, pertanto, alcuna responsabilità in merito alla veridicità, completezza e accuratezza delle informazioni, fornite in forma scritta e orale, utilizzate, né fornisce alcuna garanzia, implicita o esplicita, al riguardo.

L'Esperto ha tenuto conto solo di quanto riflesso nella documentazione esaminata. L'analisi non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese) non previste/indicate dal *management*. L'Esperto ha lavorato sulla base dell'assunto che nessuna informazione rilevante sia stata omessa o non fornita.

Non sono state effettuate verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale, o connesse a problematiche di tipo ambientale non riportate nella documentazione fornita a chi scrive e confermate dal *management* della Società.

Le componenti reddituali, patrimoniali e finanziarie di natura previsionale della valutazione sono state determinate, facendo riferimento al piano industriale (d'ora in avanti "Piano") predisposto dal *management* della Società con l'ausilio di un *advisor* industriale esterno⁶ e approvato dal Consiglio di Amministrazione del 17 novembre 2021. Per quanto concerne l'orizzonte temporale di riferimento, la Società ha fornito il Piano che copre un orizzonte temporale compreso tra il 1 luglio 2021 e il 31 dicembre 2024.

Secondo quanto comunicato dal *management* della Società, tale Piano si fonda su ipotesi di scenario, relativamente all'andamento delle principali variabili macroeconomiche e *commodities*, aggiornate ed attuali.

Le previsioni alla base del Piano, redatte su base mensile e a valori nominali, costituiscono allo stato attuale la migliore stima della direzione di Met. Extra dei risultati attesi della Società.

Come comunicato dal *management* di Met. Extra, il Piano è stato redatto in conformità alla normativa vigente alla data della presente Relazione. In particolare, la Situazione di Partenza e il Piano sono stati redatti in conformità ai principi contabili internazionali

⁵ Cfr. paragrafo n. 3.

⁶ Si fa riferimento a Baldi & Partners / Baldi Finance.



IAS/IFRS, sebbene la Società rediga i bilanci di esercizio secondo i principi contabili nazionali OIC.

Il Piano include i risultati riferibili alle attività esistenti e al progetto denominato "Industrial" o "Shredding", nuova linea di *business* su cui risulta un impegno di investimento iniziale e parziale da parte della Società, oggetto di completamento nel corso dell'orizzonte di Piano.

La stima del valore della Partecipazione è stata effettuata sulla base di dati di natura previsionale, per loro natura caratterizzati da elementi di incertezza, e presuppone il verificarsi delle assunzioni e il raggiungimento degli obiettivi prospettici contenuti nel Piano. Pur assumendo che i dati del suddetto Piano recepiscano le migliori stime ad oggi disponibili, occorre rimarcare che potrebbero manifestarsi scostamenti tra i valori che saranno rilevati a consuntivo e quelli preventivati nel Piano medesimo; ciò a causa della aleatorietà che condiziona l'effettivo realizzarsi di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il verificarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione.

In ogni caso, il raggiungimento e la continua applicabilità di previsioni, proiezioni economico-finanziarie e ipotesi contenute nel Piano restano di esclusiva responsabilità dell'organo amministrativo e del *management* di Met. Extra, non essendo oggetto del presente incarico qualsiasi valutazione riguardo alla effettiva conseguibilità e al successivo monitoraggio dei predetti obiettivi.

Come sarà meglio precisato in seguito, le verifiche svolte in questa sede sui dati contenuti nel Piano sono state coerenti con le esigenze conoscitive strettamente connesse alla valutazione della Partecipazione, ed hanno riguardato in particolare la ragionevolezza delle ipotesi operative su cui si fonda il Piano.

L'Esperto non ha svolto alcuna analisi in merito alla validità e razionalità del disegno strategico sotteso al Piano, posto che ciò esula dalla finalità del presente incarico.

L'incarico non ha previsto lo svolgimento di procedure di revisione contabile sui bilanci di Met. Extra, in quanto sottoposti a revisione legale dei conti⁷, né sulla Situazione di Partenza.

L'incarico non ha inoltre previsto, da parte di chi scrive, alcuna verifica sulla titolarità degli *asset* materiali e immateriali e si è basato esclusivamente sulle indicazioni e sui documenti forniti dalla Società. Del pari non sono state effettuate verifiche ipotecarie, né accertamenti in ordine all'esistenza di altri diritti di terzi o in ordine alla conformità delle immobilizzazioni alle varie normative vigenti.

L'analisi condotta è stata svolta sulla base delle indicazioni di utilizzo, operatività e produttività dei beni/impianti dichiarate da Met. Extra, non rientrando nell'ambito dell'incarico lo svolgimento di verifiche sull'attendibilità delle indicazioni in merito, fornite dalla Società. In particolare, per quanto concerne le quantità prodotte attese non sono state svolte verifiche e/o accertamenti in merito alla capacità produttiva dichiarata degli impianti.



⁷ Si fa riferimento a Eurorevi Spa.

L'incarico non ha previsto alcuna verifica puntuale in relazione ai dati forniti dalla Società relativamente agli investimenti inclusi nel Piano sia in merito alla composizione che alla loro natura.

L'Esperto ha chiesto una lettera di attestazione, nella quale i legali rappresentanti di Kyklos confermano l'inesistenza di elementi che, qualora portati a conoscenza dell'Esperto, avrebbero potuto modificare le conclusioni raggiunte e rappresentate nella presente Relazione. In assenza di tale lettera i risultati della Relazione potrebbero non essere attendibili.

La Relazione si basa necessariamente sulle condizioni economiche, monetarie, di mercato e, più in generale, sulle altre condizioni esistenti alla data del documento, nonché sulle informazioni che sono state fornite a chi scrive dalla Società sino alla data del 27 novembre 2021. Eventi verificatisi e/o che si potranno verificare successivamente potrebbero aver inciso e/o incidere sui presupposti e sul contenuto della presente Relazione, ma l'Esperto non assume alcun obbligo di aggiornare o modificare o confermare la Relazione.

L'attività condotta da chi scrive: i) non ha determinato alcun coinvolgimento dello stesso nella gestione e nell'attività di Met. Extra e ii) non ha previsto alcuna assistenza e/o consulenza di natura legale e/o fiscale, con la conseguenza che lo scrivente non assume alcuna responsabilità riguardante aspetti legali e/o fiscali legati alle analisi e alle valutazioni effettuate ai fini della presente Relazione.

3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Ai fini della stesura della presente Relazione l'Esperto ha fatto riferimento alla documentazione di supporto fornita dalla Società e alle informazioni pubblicamente disponibili.

In dettaglio, ai fini della stesura della presente Relazione chi scrive ha fatto riferimento alla documentazione⁸ di supporto di seguito indicata:

1. Met. Extra, Bilancio civilistico al 31 dicembre 2018, 2019 e 2020;
2. Met. Extra, Situazione Patrimoniale ed Economica al 30 giugno 2021;
3. Met. Extra, Situazione Economica al 30 settembre 2021;
4. Met. Extra, Piano economico, patrimoniale e finanziario 2021 – 2024;
5. Ambromobiliare, Teaser di Met. Extra;
6. Ambromobiliare, *Management Presentation* di Met. Extra.

Si è fatto inoltre riferimento a quanto riferito all'Esperto tramite comunicazioni scritte (anche via *mail*) e orali.

Sono stati inoltre utilizzati: dati, informazioni e documenti integrativi necessari per l'approfondimento delle proiezioni economico-finanziarie fornite. In particolare:

⁸ L'intera documentazione, sia quella fornita dalla Società, sia quella raccolta e utilizzata per la stesura della Relazione, è depositata in via Crocefisso 27, 20122 Milano, presso DGPA&Co. Srl.



- i) sono state utilizzate informazioni aggiuntive inerenti ai bilanci e ai dati gestionali della Società;
- ii) sono state realizzate interviste all'amministratore delegato Avv. Gastone Perini e all'*advisor* industriale;
- iii) sono state realizzate ricerche specifiche su banche dati specialistiche (Bloomberg);
- iv) sono stati impiegati studi prodotti da analisti indipendenti, società di consulenza, articoli di stampa specializzata ed altre informazioni disponibili al pubblico.

4. DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ

Costituita in data 21 marzo 2011, Met. Extra è una società di capitali per azioni di diritto italiano con sede legale ed operativa in Pregnanza Milanese (Milano).

Al 31 dicembre 2020 il capitale sociale della società era composto da n. 750.000 azioni, con un valore nominale di 1 Euro ciascuna, per un valore totale di 750 migliaia di Euro. Le azioni della Società alla medesima data erano detenute per il 15% (n. 112.500 azioni) da Amiral Srl e per l'85% (n. 637.500 azioni) da Kyklos.

La Società opera nel settore della lavorazione e commercializzazione di materiali ferrosi e non ferrosi di scarto impiegati nella produzione di acciaio *inox*. In particolare, Met. Extra ricicla, seleziona e commercializza metalli quali rame, ottone, ferro, cromo, bronzo, alluminio, zinco, acciaio inossidabile, leghe di nichel e di piombo.

L'attività di Met. Extra si inserisce all'interno del contesto dell'economia circolare⁹. L'acciaio può infatti essere prodotto sia dalla materia prima proveniente dalle miniere, sia da materiali di recupero come i rottami metallici. Le sue proprietà fisico-chimiche lo rendono un materiale permanente, riciclabile integralmente un numero infinito di volte.

Met. Extra opera attraverso due linee di *business, blend* ("Linea Blending") e *industrial*. Per la linea *industrial*, il *management* della Società ha in programma un piano di sviluppo già avviato a partire dalla prima metà dell'esercizio 2021 relativo ad impianti denominati *shredder* ("Linea Shreddering").

La Linea Blending è dedicata alla preparazione, valorizzazione e vendita di miscele ("*blend*") di materiale metallico, ferroso e non ferroso, alla base della fusione di acciaio inossidabile. Grazie al *know-how* maturato nell'attività di miscelazione, secondo quanto riferito dal *management* Met. Extra è in grado di offrire ai propri clienti un prodotto di qualità, in quantità costanti.

La Società è inoltre fornitrice strategica di alcune tra le principali acciaierie italiane ed europee. Al 31 dicembre 2020 il portafoglio clienti conta 27 clienti, di cui i primi 4 (Ugitech, Acciaierie Valbruna, Italfond, Cogne Acciai Speciali) costituiscono circa l'84% del totale delle vendite.

Tra le principali tipologie di *blend* realizzate da Met. Extra, rilevano:

⁹ Economia circolare è un'espressione che definisce un sistema economico ideato per potersi rigenerare da solo, garantendo la propria ecosostenibilità.



- i. acciaio inox AISI 304: lega di acciaio *inox* austenitico amagnetico, composta da un tenore di cromo tra il 18% ed il 20% e di nichel tra l'8% e l'11%; la sua densità è pari a 7,9 kg/dm³;
- ii. acciaio inox AISI 316: lega di acciaio *inox* austenitico, composta da un tenore di cromo tra il 16% ed il 18%, di nichel tra l'11% ed il 14% e di molibdeno tra il 2% ed il 3%. L'aggiunta di molibdeno migliora la resistenza alla corrosione.

La Linea Shreddering è invece dedicata al recupero e alla lavorazione del materiale proveniente dai termovalorizzatori dalle aziende municipalizzate e dai consorzi di recupero. Da luglio 2021, la Società ha attivato un impianto di frantumazione "*shredder*" per il trattamento di materiali metallici.

Il materiale recuperato dalla lavorazione è a sua volta impiegato nelle miscele prodotte per le acciaierie, qualora si tratti di materiale metallico/acciaio, o viene venduto a terzi, qualora si tratti di altro materiale.

Negli anni, la Società è riuscita ad ottenere talune certificazioni ed autorizzazioni per la gestione e la commercializzazione di rifiuti e materiali metallici di scarto, tra cui anche la licenza per l'esportazione dei materiali in Cina.

La Società utilizza inoltre un polo logistico sito in Novara, all'interno del Centro Interportuale Merci con accesso privato ad un binario. Grazie al contratto con Mercitalia Rail (gruppo FS), Met. Extra dispone di n. 3 treni al mese, di circa 250-300 metri l'uno, per la consegna delle merci. Il contratto stipulato prevede la possibilità di aggiungere ulteriori treni in caso di *surplus* straordinario di ordini.

La Figura successiva rappresenta la dinamica di conto economico riclassificato di Met. Extra per gli esercizi 2019 e 2020 e al 30 giugno 2021. Si evidenzia che la situazione al 30 giugno 2021 è stata predisposta anche sulla base delle prescrizioni dei principi contabili internazionali (IAS *compliant*), al fine di agevolare il confronto con la dinamica degli esercizi prospettici di Piano, predisposta secondo i suddetti *standard*.

Figura 4.1: Conto Economico della Società per gli esercizi 2019 e 2020, e per il primo semestre 2021

Conto economico	2019	2020	gen-21 giu-21	gen-21 giu-21
Valori in migliaia di Euro	actual	actual	actual OIC	actual IAS
Ricavi "Blend"	59.597	42.888	35.822	35.816
Ricavi "Shreddering"	0	0	0	0
Totale ricavi	59.597	42.888	35.822	35.816
Consumi	-53.596	-36.253	-31.041	-31.040
Costi variabili industriali	-1.281	-1.126	-842	-842
Margine di contribuzione	4.720	5.509	3.939	3.934
Margine di contribuzione (%)	7,9%	12,8%	11,0%	11,0%
Costo del personale	-1.529	-1.232	-632	-622
Costi generali di struttura	-2.120	-2.241	-1.211	-921
EBITDA	1.072	2.036	2.096	2.390
EBITDA margin (%)	1,8%	4,7%	5,9%	6,7%
Ammortamenti e accantonamenti	-264	-233	-111	-509
EBIT	808	1.803	1.984	1.881
EBIT margin (%)	1,4%	4,2%	5,5%	5,3%
Gestione finanziaria	-483	-251	-139	-221
Risultato ante imposte	325	1.551	1.846	1.660
Imposte correnti	-181	-426	-517	-454
Risultato di esercizio	144	1.125	1.329	1.206

Nell'anno 2020, l'economia mondiale è stata fortemente condizionata dalla pandemia, tuttora in essere, da Covid-19. La pandemia, come noto, ha cambiato completamente le dinamiche e gli scenari economici e sociali: molte attività hanno subito ingenti perdite e altre sono state costrette alla chiusura. La discriminante è risultata soprattutto dalla categoria merceologica di appartenenza.

Secondo quanto riportato nel "Rapporto sulla competitività dei settori produttivi"¹⁰ elaborato dall'ISTAT, nel 2020 il calo ha riguardato pressoché tutti i settori, ma è stato più deciso nei prodotti della raffinazione (-34,7%), nelle filiere del tessile-abbigliamento-pelli (tra il -15% e il -30%) e nei comparti di metallurgia, prodotti in metallo, stampa, macchinari e autoveicoli, con contrazioni superiori al 10% dovute soprattutto (ad eccezione della metallurgia) al ridursi della domanda estera.

Secondo quanto riportato nella relazione alla gestione allegata al bilancio di esercizio 2020, il settore di Met. Extra, dopo una prima fase di incertezza, è ripartito a regimi accettabili.

Nonostante ciò, le misure di reazione adottate dal Governo Italiano al fine di contenere la pandemia hanno costretto la Società al blocco completo dell'attività per due settimane nel mese di marzo 2020, durante il primo *lockdown*, e a ricorrere agli ammortizzatori sociali, per un periodo di tempo limitato, in relazione ad un ristretto numero di dipendenti.

Le ripercussioni causate dalla pandemia da Covid-19 non hanno permesso a Met. Extra di raggiungere gli obiettivi prefissati con il piano industriale 2020-2023, in termini di ricavi di vendita, sebbene poi la Società abbia rispettato le previsioni per l'esercizio.

Nello specifico, sotto il profilo economico, nell'orizzonte temporale 2019 - 2020, Met. Extra ha registrato ricavi di vendita in diminuzione, passando da 59.597 migliaia di Euro, registrati all'esercizio 2019, a 42.888 migliaia di Euro registrati nell'esercizio 2020.

Figura 4.2: *Breakdown* ricavi della Società per gli esercizi 2019 e 2020

Dettaglio ricavi per area geografica	2019	2020	Var. in €	Var. %
Valori in migliaia di Euro	actual	actual		
Ricavi di vendita Italia	31.062	16.305	-14.757	-47,5%
(%) sul totale ricavi	52%	38%		88%
Ricavi di vendita UE (esclusa Italia)	28.535	26.583	-1.952	-6,8%
(%) sul totale ricavi	48%	62%		12%
Totale ricavi	59.597	42.888	-16.709	-28,0%

La variazione dei ricavi di vendita in Italia nel biennio 2019-2020, pari al -47,5%, è strettamente connessa anche alla nuova strategia commerciale implementata dal *management* della Società, oltre che alla pandemia da Covid-19. La nuova strategia ha infatti privilegiato la clientela a maggior redditività rispetto al peso in termini di ricavi, spostando in tal modo gli sforzi direzionali dalla prima linea di conto economico al contributo in termini di generazione di marginalità.

La nuova strategia implementata dal *management* della Società ha inoltre condotto ad una razionalizzazione del magazzino, a una più attenta gestione degli approvvigionamenti e ad una ottimizzazione della struttura dei costi.

¹⁰ "Rapporto sulla competitività dei settori produttivi; ISTAT, Edizione 2021.

In particolare, nell'anno 2020 l'incidenza del costo del venduto rispetto al totale ricavi è diminuita del 5,3%, passando dall' 89,9% al 84,6%. Durante l'esercizio 2020 sono inoltre diminuiti sia i costi generali ed amministrativi sia quelli assicurativi.

Per quanto riguarda i costi generali di struttura, ed in particolare i costi per godimento di beni di terzi, si evidenzia una riduzione di circa il 7,6% a seguito di taluni contratti di *leasing* riscattati e non rinnovati.

Infine, la riduzione dei costi per il personale è dovuta, da un lato, all'utilizzo della cassa integrazione, seppur per un limitato numero di dipendenti e per un limitato periodo e, dall'altro, alla scelta della Direzione Aziendale di ricalibrare l'organico in funzione dei nuovi obiettivi strategici.

Nel biennio 2019-2020, la nuova strategia ha condotto ad un considerevole incremento della marginalità operativa lorda, passata dall'1,8% al 31 dicembre 2019, al 4,7% al 31 dicembre 2020 per attestarsi al 6,7% al 30 giugno 2021.

La seguente Figura riporta lo stato patrimoniale di Met. Extra riclassificato a fonti e impieghi al 31 dicembre 2019, al 31 dicembre 2020 ed al 30 giugno 2021.

Figura 4.3: Stato patrimoniale della Società al 31 dicembre 2019 e 2020, e al 30 giugno 2021

Stato patrimoniale	dic-19	dic-20	giu-21	giu-21
Valori in migliaia di Euro	actual	actual	actual OIC	actual IAS
Crediti verso clienti	7.260	6.796	10.961	10.564
Scorte	3.284	3.719	2.918	2.918
Debiti verso fornitori	-3.507	-2.465	-5.701	-5.707
Capitale circolante commerciale	7.037	8.050	8.178	7.774
Altri crediti	2.137	1.088	918	649
Altri debiti	-241	-533	-1.256	-1.011
Capitale circolante netto	8.932	8.605	7.840	7.413
Immobilizzazioni immateriali	232	171	775	3.619
Immobilizzazioni materiali	607	594	588	1.809
Immobilizzazioni finanziarie	151	183	181	181
Attivo fisso	991	948	1.544	5.609
Fondi	-196	-212	-262	-359
Capitale investito netto	9.727	9.341	9.123	12.662
Debiti bancari a M/L termine	7.410	6.026	2.576	2.563
Debiti bancari a breve termine	0	0	4.176	4.176
Prestito obbligazionario	920	920	943	943
Debiti verso altri finanziatori	0	0	0	3.537
Disponibilità liquide	-5	-132	-2.421	-1.952
Posizione finanziaria netta	8.325	6.814	5.274	9.267
Patrimonio netto	1.402	2.527	3.849	3.395
Fonti di capitale	9.727	9.341	9.123	12.662

Sulla base della riclassificazione delle attività e passività patrimoniali secondo lo schema per fonti e impieghi, emerge una consistenza delle attività operative nette contabili della Società, espressa dal capitale investito netto ("CIN"), alla data del 30 giugno 2021, pari a 12.662 migliaia di Euro. In pari data, il CIN di Met. Extra risulta costituito prevalentemente da crediti, di cui crediti commerciali per 10.961 migliaia di Euro e altri crediti per 918 migliaia di Euro, principalmente riferibili ad anticipi verso Amiral Srl per il futuro acquisto di un immobile industriale sito in Pregnana Milanese.

MS

Le immobilizzazioni immateriali, pari a 3.619 migliaia di Euro, includono principalmente i diritti d'uso iscritti ai sensi degli IAS/IFRS relativi a immobilizzazioni strumentali in locazione (le sedi di Pregnana Milanese e Novara).

Nel corso del primo semestre del 2021, la Società ha inoltre effettuato investimenti per 560 migliaia di Euro, a seguito dell'acquisto di un impianto di frantumazione "*shredder*" per il trattamento di materiali metallici.

Ai 30 giugno 2021 il CIN risulta finanziato dal patrimonio netto per 3.814 migliaia di Euro, e dalla posizione finanziaria netta ("PFN") per 9.267 migliaia di Euro, quest'ultima composta in larga misura da debiti bancari e verso altri finanziatori (inclusi i debiti per locazioni operative e finanziarie iscritti *ex IFRS 16*), iscritti secondo il criterio del costo ammortizzato e tenuto conto di una durata della locazione di 12 anni.

Il debito per obbligazioni, pari a 920 migliaia di Euro, corrisponde all'ammontare totale del debito residuo relativo alla sola quota capitale al 30 giugno 2021, secondo il piano di rimborso presentato. Il prestito obbligazionario risultante in bilancio è composto da n. 19 obbligazioni ordinarie, del valore nominale di 50 migliaia di Euro cadauna emesse alla pari il 17 ottobre 2017, con scadenza in data 17 ottobre 2022, ad un tasso di interesse fisso nominale lordo pari al 4%. L'iscrizione è avvenuta al costo ammortizzato, tenendo conto di costi di emissione pari a 34 migliaia di Euro. Il prestito obbligazionario verrà estinto alla data di scadenza salvo eventuale rimborso anticipato ai sensi degli artt. 9 e 10 del regolamento del prestito.

La Società, nel corso del 2019, ha inoltre ottenuto finanziamenti garantiti dal Fondo di Garanzia - MedioCredito Centrale *ex L. 662/96* per le piccole e medie imprese. Dette garanzie ammontano a 236 migliaia di Euro. Met. Extra, nel corso del 2020, ha poi ottenuto l'erogazione di un mutuo da Banca Progetto per 600 migliaia di Euro della durata di 48 mesi. La Società ha inoltre un mutuo per 700 migliaia di Euro concesso da Agis Banca Spa della durata di 3 anni. Sempre ad Agis Banca Spa sono state richieste e ottenute anticipazioni bancarie per 2.000 migliaia di Euro.

La Figura successiva mostra il rendiconto finanziario indiretto di Met. Extra per l'esercizio 2020 ed i primi sei mesi dell'esercizio 2021.



Figura 4.4: Rendiconto finanziario della Società per il 2020, e per il primo semestre 2021

Rendiconto finanziario	2020	gen-21 giu-21	gen-21 giu-21
Valori in migliaia di Euro	actual	actual OIC	actual IAS
EBIT	1.803	1.984	1.881
Ammortamenti Imm. materiali	123	69	75
Ammortamenti Immob. Immateriali	111	42	366
Imposte	-426	-517	-454
Russo di circolante	1.610	1.579	1.937
Var. Scorte	-434	801	801
Var. Credito vs clienti	463	-4.164	-3.767
Var. Crediti diversi, ratei e risconti attivi	1.049	169	438
Var. Fornitori d'esercizio	-1.042	3.236	3.243
Var. Debiti vs. dipendenti	0	0	0
Var. Debiti vs erario,diversi e ratei passivi	0	868	864
Var. Altri debiti	292	-145	-386
Russo della gestione caratteristica	1.937	2.343	3.129
Inv. Immobilizzi tecnici netti	-110	-62	-1.289
Inv. Immobilizzazioni immateriali nette	-49	-646	-3.814
Inv. Immobil. finanziarie	-31	1	2
Var. TFR	16	43	72
Var. Fondi rischi e oneri	0	7	7
Russo della gestione operativa	1.763	1.686	-1.894
Mutui bancari ML	1.166	418	406
Mutui banca quote entro 12 M	-2.551	-3.868	-3.868
Debiti v.altri finanziatori	0	0	3.537
Banche c/c, c/anticipi e f.ti a breve	0	4.176	4.176
Interessi su debiti a breve	-251	0	-68
Var. patrimonio netto	0	-7	-339
Russo di cassa	127	2.289	1.819

Nel corso del 2020, la Società ha generato un flusso di cassa della gestione caratteristica per complessivi 1.937 migliaia di Euro. Con riferimento al primo semestre dell'esercizio 2021, il flusso di cassa della gestione caratteristica è stato di 3.129 migliaia di Euro, con un flusso di circolante pari a 1.937 migliaia di Euro.

In relazione alla Linea Shreddering, nei primi sei mesi del 2021 la Società ha effettuato investimenti (560 migliaia di Euro) per l'acquisizione di un impianto di molinatura del materiale proveniente dal processo di raccolta differenziata. Contestualmente all'acquisto del cespite, la Società ha attivato nuove linee di credito relative a mutui bancari a medio lungo termine per un importo pari a 680 migliaia di Euro.

Al 30 giugno 2021, la Società registra un flusso monetario positivo per 1.819 migliaia di Euro, in aumento rispetto al saldo di 127 migliaia di Euro registrato al 31 dicembre 2020.

5. MERCATO DI RIFERIMENTO

A livello macroeconomico, tutte le stime confermano una robusta ripresa dell'economia italiana nel biennio 2021 – 2022 dopo il crollo del 2020 causato dalla pandemia.

ML

Figura 5.1: Previsioni di crescita del PIL, per gli anni 2021 e 2022

Previsioni di crescita del PIL reale italiano	Data	2021	2022
Valori in percentuale			
OCSE - Economics outlook	set-21	5,9	4,1
Governo - Nota aggiornamento DEF	ott-21	6,0	4,7
Confindustria	ott-21	6,1	4,1
Ufficio Parlamento di Bilancio	ott-21	5,9	3,9
FMI - World Economics outlook	ott-21	5,8	4,2
Commissione europea - Autumn forecast	nov-21	6,2	4,3
Media		6,0	4,2
Mediana		6,0	4,2

In particolare, sulla base delle più recenti stime fornite dalla Commissione Europea nel mese di novembre 2021, si prevede che il prodotto interno lordo reale italiano aumenti del 6,2% nell'anno 2021, ben oltre la media del 5% dell'Eurozona. Per l'anno 2022, invece, le stime di crescita della Commissione Europea risultano più prudenti di circa mezzo punto percentuale rispetto a quelle del Governo Italiano.

La Commissione prevede un deflatore più basso nel 2021, che si riflette su un livello del prodotto interno nominale inferiore, rispetto a quello stimato dal Governo nella nota di aggiornamento al Documento di Economia e Finanza (DEF), di -3,8 miliardi di Euro nel 2021, -13,6 miliardi di Euro nel 2022 e -24,8 miliardi di Euro nel 2023.

L'*output gap*, stimato come differenza tra il prodotto interno lordo potenziale e quello reale, è più contenuto secondo la Commissione, per la quale alla fine del 2022, l'Italia sarebbe prossima ad uscire dal ciclo economico negativo (-0,2).

La Commissione ha inoltre prorogato fino alla fine del 2022 la sospensione del Patto di stabilità e crescita, incluso il percorso di rientro verso il pareggio di bilancio in termini strutturali.

Sempre sulla base delle stime della Commissione, l'Italia continuerà a registrare un disavanzo primario (-5,9% nel 2021, -2,9% nel 2022 e -1,4% nel 2023) e una spesa per interessi del 3,4% nel 2021, 2 punti percentuali in più rispetto alla media dell'Eurozona. Di conseguenza, il *deficit* complessivo alla fine del 2021 è previsto pari a circa il 9,4% del prodotto interno lordo nazionale, per poi ridursi negli anni successivi al 5,8% nel 2022 ed al 4,3% nel 2023, laddove la stima governativa risulta invece più ottimistica.

Dopo il picco registrato nel 2020 (155,6%), il debito pubblico sembra intraprendere un percorso di decrescita rispetto al prodotto interno lordo, pur continuando a crescere in termini assoluti: alla fine del 2023, per la Commissione Europea il debito arriverà a sfiorare i 3.000 miliardi di Euro, quasi 30 in più di quanto previsto dal Governo.

In tale contesto, nel comparto italiano dei metalli ferrosi, nel quale Met. Extra registra la maggior parte dei ricavi di vendita, i *getti* dell'anno 2020 si sono attestati sotto le 900.000 tonnellate, con una flessione del -19,5% e una perdita di oltre 216.000 tonnellate rispetto all'anno precedente. La flessione complessiva dei ricavi di vendita del comparto è stata leggermente più contenuta, attestandosi a circa -16,1%.

Secondo quanto riportato da Assofond (Associazione Nazionale Fonderie), nel comparto delle fonderie l'Italia si classifica al secondo posto in Europa, dopo la Germania, e al nono posto nel mondo, con 2,3 milioni di tonnellate di fusioni annue circa.

In Italia operano oltre 1.000 fonderie, che impiegano circa 30.000 addetti e realizzano ricavi di vendita complessivi per circa 7 miliardi di Euro. Il comparto è quasi esclusivamente composto da piccole e medie imprese a conduzione familiare (soltanto l'1% di esse supera i 250 dipendenti). Le fonderie di metalli non ferrosi sono molto più numerose rispetto a quelle di metalli ferrosi (859 rispetto a 185 secondo le ultime rilevazioni dell'ISTAT), ma le ultime risultano dimensionalmente più sviluppate: nello specifico, i ricavi medi di vendita risultano pari a 10,8 milioni di Euro contro i 4,9 milioni di Euro delle fonderie di metalli non ferrosi.

Il comparto è storicamente molto sviluppato nelle regioni del Nord Italia, dove ha sede circa l'80% delle società.

In particolare, l'industria del riciclo di rottami ferrosi è strategica nell'ambito dello sviluppo dell'economia circolare. Il riciclo dell'acciaio rappresenta infatti, non solo un mezzo per acquisire una materia prima per la produzione siderurgica, ma consente anche di risparmiare risorse naturali. Secondo le statistiche riportate dall'ufficio studi di Siderweb, ogni tonnellata di acciaio riciclato permette di risparmiare 1,1 tonnellate di minerale di ferro, 630 chili di carbone, 55 chili di calcare, 52 chilowattora di energia elettrica, 1,8 barili di petrolio e 2,3 metri cubi di spazio in discarica. La produzione di acciaio utilizzando rottami di ferro, consuma il 74% in meno di energia, il 90% di materie prime "vergini" ed il 40% di acqua rispetto alla produzione di acciaio con ciclo integrale. Inoltre, produce il 76% in meno di inquinanti, l'86% di emissioni in atmosfera ed il 97% di rifiuti di miniera.

Sempre secondo le previsioni dell'ufficio studi di Siderweb, l'offerta di rottami di ferro è destinata ad aumentare nei prossimi anni. La disponibilità mondiale di rottame dovrebbe passare dagli attuali 700 milioni di tonnellate a 1.100 milioni di tonnellate nel 2030. La disponibilità di rottami di ferro a livello globale è condizionata soprattutto dalla Cina, che si prevede possa diventare esportatrice netta, invertendo la tendenza fino ad oggi manifestata.

Inoltre, si prevede che la maggiore disponibilità di rottame, i vincoli ambientali più stringenti e la necessità di ridurre l'intensità di capitale della produzione siderurgica spingeranno verso un maggiore utilizzo degli impianti elettro siderurgici. La produzione mondiale di acciaio con forno elettrico passerà dagli attuali 520 milioni di tonnellate a 733 milioni di tonnellate nel 2030, con un'incidenza sulla produzione totale che salirà dal 28,8% al 38,4%. Conseguentemente, la domanda di rottame aumenterà dagli attuali 708 milioni di tonnellate a 1.067 milioni di tonnellate nel 2030.

L'attività di commercio di metalli ferrosi e non, è influenzata principalmente dall'andamento delle quotazioni dei singoli metalli. La seguente Figura riporta le previsioni di prezzo, condotte da Intesa Sanpaolo, per i principali metalli industriali, in valuta di quotazione, per il periodo 2021-2024.



Figura 5.2: Stime IntesaSanpaolo relative all'andamento del prezzo dei metalli, per gli anni 2021/2024

Stime prezzo dei metalli	2021	2022	2023	2024	CAGR
Valuta di quotazione					
LME COPPER 3M	9.290	10.150	10.300	10.450	4,0%
LME ALUMINIUM 3M	2.490	2.800	2.850	2.900	5,2%
LME NICKEL 3M	18.400	19.650	20.200	20.600	3,8%
LME ZINC 3M	2.960	3.250	3.300	3.350	4,2%
LME LEAD 3M	2.190	2.320	2.340	2.360	2,5%
LME TIN 3M	30.110	34.250	34.500	34.750	4,9%
SGX IRON ORE	160	100	95	90	-17,5%
TSI U.S. HRC STEEL	1.610	1.700	1.650	1.600	-0,2%
CME HRC NWE	1.010	1.000	980	960	-1,7%
LME HRC FOB China	850	840	800	760	-3,7%
LME REBAR	680	600	580	550	-6,8%
LME SCRAP	460	400	390	380	-6,2%

Nell'ambito dei metalli ferrosi¹¹, nel periodo 22 settembre 2020 – 22 gennaio 2021, il rottame è passato da 303 Euro per tonnellata a 395 Euro per tonnellata, registrando un incremento di circa il 30%. Nel corso del 2020, anche i metalli non ferrosi hanno registrato livelli record: in particolare il prezzo dell'alluminio è cresciuto dell'80%, il rame del 76% lo zinco del 60% e il nichel del 66%.

Il consenso degli analisti delle principali banche d'affari e istituti di ricerca è concorde nel ritenere che il *trend* rialzista dei prezzi delle materie prime perdurerà nel corso del 2021. La crescente attenzione verso le energie rinnovabili, e soprattutto l'alimentazione delle autovetture a batteria elettriche, rappresenta un *driver* strutturalmente rialzista per il comparto dei metalli. Nel complesso la media previsionale prevede di chiudere il 2021 con un aumento di circa il 14%, rispetto ad inizio 2020, dei metalli di base, trainato in larga misura da rame, zinco e nichel.

Secondo uno studio condotto da Apindustria, associazione per l'impresa con sede a Brescia, ad influenzare tale incremento dei prezzi è stata una concomitanza di fattori, tra cui:

- ♦ il forte incremento della spesa infrastrutturale in Cina, che sta tutt'ora portando avanti una politica economica fortemente espansiva per far fronte alla crisi deflazionistica sviluppatasi a causa delle restrizioni imposte per il contenimento della pandemia;
- ♦ la diminuzione dell'offerta, come per esempio la riduzione di produzione mineraria in paesi come il Cile (primo produttore mondiale di rame) e Australia (primo produttore mondiale di minerale di ferro) causata dal diffondersi della pandemia.

Effetti analoghi si sono manifestati anche nel settore degli acciai, sia sul fronte delle materie prime sia su quello dei semilavorati. Sul primo fronte, il minerale di ferro ha riportato nel corso del 2020 un rialzo di oltre il 70% dal mese di marzo per effetto della domanda infrastrutturale cinese. In mercato aumento risulta anche il prezzo del rottame ferroso, balzato del 68%.

Con specifico riferimento al panorama nazionale, inoltre, l'incremento del prezzo dei metalli è stato alimentato dalle note vicende dell'Ilva di Taranto, il cui calo produttivo, dagli 8

¹¹ Fonte: AssoFond, elaborazione dati Camera di Commercio di Milano, gennaio 2021.

milioni di tonnellate per anno circa del 2012 ai 5 milioni di tonnellate circa attuali, ha creato tensioni nell'offerta nazionale.

6. PIANO DI MET. EXTRA

Il Piano fornito dal *management* di Met. Extra è stato predisposto in ottica di continuità aziendale, con un orizzonte temporale esplicito che si estende dal 1 luglio 2021 fino al 31 dicembre 2024.

Come anticipato, Met. Extra è attualmente attiva nel *business* della fornitura di materiali metallici di scarto per le grandi fonderie italiane ed europee mediante la preparazione, valorizzazione e vendita di miscele ("*blend*") di materiale metallico, ferroso e non ferroso, alla base della fusione di acciaio inossidabile.

Il Piano si inserisce in un contesto di riorganizzazione strategica che la Società ha intrapreso a partire dall'esercizio 2019. Secondo quanto riferito a chi scrive, il *management* della Società ha in programma un miglioramento strutturale della marginalità operativa, basato su una selezione più stringente della clientela.

Met. Extra intende ampliare il numero di referenze offerte, mediante l'ottenimento di ulteriori certificazioni in modo tale da proporre nuove soluzioni ai clienti e favorirne la fidelizzazione.

Il *management* di Met. Extra ha inoltre in animo di sviluppare una nuova linea di *business* destinata all'acquisto di materiali di recupero ferrosi, alla loro separazione ed alla commercializzazione in modo funzionale alle esigenze dei clienti ("Linea Shreddering"). Tale progetto si inserisce tra le azioni condotte dalla Società volte all'aumento del coefficiente di circolarità dell'economia nel suo insieme, completando direttamente la filiera del trattamento e recupero dei materiali metallici. Nondimeno, la Linea Shreddering dovrebbe garantire marginalità auspicabilmente più elevate rispetto alla linea di *business* tradizionale della Società.

Grazie al costante presidio dei fattori critici di successo, alle risorse disponibili, alle competenze distintive dedicate ed all'internalizzazione delle attività, la Società è riuscita a conquistare la fedeltà di una clientela ad elevato *standing*, per la quale è possibile ipotizzare un'azione di *cross selling* con i prodotti della nuova linea.

La realizzazione delle intenzioni strategiche del *management* di Met. Extra necessita tuttavia di impiantistica funzionale specifica. In particolare, in relazione alla nuova Linea Shreddering, il Piano prevede l'acquisto di n. 3 mulini separatori/trituratori di materiali ferrosi, di cui uno già in dotazione presso la Società e che ha sostanzialmente ultimato la fase di collaudo. Il *management* di Met. Extra prevede l'avvio del primo impianto per il mese di dicembre 2021 e degli altri due, il cui acquisto è ancora da finalizzare e finanziare, nel corso dell'esercizio 2022.

L'incremento delle attività, a seguito anche dell'introduzione della nuova linea di *business*, e la conseguente riorganizzazione delle sedi, determinano la necessità di ampliare l'attuale polo industriale sito in Novara e l'apertura di una nuova sede. Il Piano prevede l'ampliamento del polo logistico, nonché l'apertura della nuova sede, entro la fine dell'esercizio 2022.

La seguente Figura espone il conto economico previsionale riclassificato a costo del venduto per il periodo 2021 -2024.



Figura 6.1: Conto economico *actual* primo semestre 2021 e previsionale 2021-2024

Conto economico	gen-21 giu-21	2021	2022	2023	2024
Valori in migliaia di Euro	actual IAS	forecast	forecast	forecast	forecast
Ricavi "Blend"	35.816	61.036	70.704	80.609	88.629
Ricavi "Shreddering"	0	0	10.588	15.883	21.177
Totale ricavi	35.816	61.036	81.292	96.491	109.806
Consumi	-31.040	-52.521	-66.166	-77.433	-87.119
Costi variabili industriali	-842	-1.432	-2.074	-2.492	-2.866
Margine di contribuzione	3.934	7.083	13.051	16.566	19.821
Margine di contribuzione (%)	11,0%	11,6%	16,1%	17,2%	18,1%
Costo del personale	-622	-1.402	-2.048	-2.395	-2.430
Costi generali di struttura	-921	-1.460	-1.775	-2.094	-2.201
EBITDA	2.390	4.221	9.229	12.078	15.190
EBITDA margin (%)	6,7%	6,9%	11,4%	12,5%	13,8%
Ammortamenti e accantonamenti	-509	-1.055	-1.270	-1.291	-1.438
EBIT	1.881	3.166	7.958	10.786	13.753
EBIT margin (%)	5,3%	5,2%	9,8%	11,2%	12,5%
Gestione finanziaria	-221	-381	-350	-297	-195
Risultato ante imposte	1.660	2.785	7.608	10.490	13.557
Imposte correnti	-454	-836	-2.152	-2.957	-3.809
Risultato di esercizio	1.206	1.949	5.456	7.533	9.748

La stima dei ricavi aggregati del Piano, come emerge dalla Figura, è caratterizzata da un generalizzato incremento dei ricavi sino al 2024, registrando un tasso di crescita medio composto annuo ("CAGR¹²") pari a circa +22,0%, dovuto sia all'ampliamento delle quantità vendute della Linea Blending, sia ai volumi incrementali conseguibili grazie agli investimenti relativi alla nuova linea di *business* Shreddering.

Nello specifico, il Piano prevede che il totale dei ricavi passi da 61.036 migliaia di Euro nell'esercizio 2021 a 109.806 migliaia di Euro nell'ultimo anno di previsione esplicita (2024).

Le ipotesi circa la dinamica reddituale previsionale fanno riferimento a grandezze macroeconomiche che confermano, almeno per il periodo di previsione esplicita 2022-2024, i dati di quotazione dei metalli industriali sui livelli medi del 2021.

Il *management* di Met. Extra prevede un incremento dei costi meno che proporzionale rispetto all'incremento dei ricavi, portando ad un generalizzato incremento di tutti i margini reddituali. Nello specifico, il Piano prevede che la Società riesca a passare da una marginalità operativa lorda, calcolata come rapporto tra l'EBITDA¹³ ed il totale dei ricavi, pari al 6,9% atteso per l'esercizio 2021, per attestarsi al 13,8% nel 2024. In termini assoluti, il *management* stima che l'EBITDA passi da 4.221 migliaia di Euro nel 2021 a 15.190 migliaia di Euro nel 2024.

L'incremento stimato della marginalità operativa lorda deriva, da un lato, dall'efficientamento e razionalizzazione dei costi operativi condotto dalla Società in

¹² Acronimo per *Compound Annual Growth Rate*.

¹³ Acronimo per *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*.

relazione alla Linea Blending, e dall'altro dalla maggiore marginalità che la Linea Shreddering è in grado di generare.

Figura 6.2: Principali dati economici Linea Blending primo semestre 2021 e previsionale 2021-2024

Linea "Blend" - EBITDA margin	gen-21 giu-21	2021	2022	2023	2024
Valori in migliaia di Euro	actual	forecast	forecast	forecast	forecast
Ricavi linea "Blend"	35.816	61.036	70.704	80.609	88.629
EBITDA	2.390	4.248	5.299	6.297	7.129
EBITDA margin (%)	6,7%	7,0%	7,5%	7,8%	8,0%

Con riferimento ai ricavi derivanti dalla Linea Blending, il Piano prevede un robusto incremento dei ricavi, da 61.036 migliaia di Euro per l'esercizio 2021 a 88.629 migliaia di Euro per l'esercizio 2024, con un CAGR pari a circa +13%.

Relativamente a tale linea, lo sviluppo dei ricavi previsto si basa su prezzi medi unitari in linea con le previsioni macroeconomiche, con quantità che nel 2022 recuperano i livelli 2019 *pre* Covid-19, e che nel 2023 e 2024 incrementeranno rispettivamente del +14% e del +10% a seguito della significativa richiesta attesa di prodotti di base per l'industria manifatturiera.

In relazione alla marginalità operativa lorda della Linea Blending, il Piano prevede che essa passi dal 6,7% nell'esercizio 2021 all'8,0% nell'esercizio 2024. Preme evidenziare che la marginalità della linea è significativamente impattata dai costi di struttura, ed in particolare dai costi fissi amministrativi, stimati tra i 1.451 migliaia di Euro ed i 1.554 migliaia di Euro nell'orizzonte di previsione 2021 – 2024.

Figura 6.3: Principali dati economici Linea Shreddering primo semestre 2021 e previsionale 2021-2024

Linea "Shreddering" - EBITDA margin	gen-21 giu-21	2021	2022	2023	2024
Valori in migliaia di Euro	actual	forecast	forecast	forecast	forecast
Ricavi linea "Shreddering"	0	0	10.588	15.883	21.177
EBITDA	0	-27	3.930	5.780	8.061
EBITDA margin (%)	n.d.	n.s.	37,1%	36,4%	38,1%

Con riferimento alla Linea Shreddering, invece, coerentemente con la programmazione degli investimenti, il Piano prevede che gli impianti inizino a generare ricavi di vendita a partire dall'esercizio 2022. Tra l'esercizio 2022 e l'esercizio 2024 si prevede un CAGR di linea pari a circa +41,0%.

In relazione a tale linea, il Piano prevede una marginalità operativa lorda a partire dal 2022 pari al 37,1%, significativamente superiore rispetto ai margini previsti per la Linea Blending. Occorre a tal proposito specificare che, secondo quanto appreso dal *management* della Società, le peculiarità della nuova linea di *business* sarebbero tali da garantire le marginalità effettivamente rappresentate, anche in relazione a quelle registrate da operatori italiani attivi nel medesimo settore.

ML

Sempre a parere del *management*, i risultati attesi dalla linea di sviluppo saranno peraltro favoriti da i) una consolidata presenza nel settore, ii) da strutture logistiche intermodali, iii) dalla condivisione dei clienti con la linea storica di attività e iv) dall'estrema vicinanza fisica alle aree di termovalorizzazione e raccolta materiali ferrosi di un'importante *multiutility* italiana.

L'impatto organizzativo del Piano si sostanzia nell'incremento fisiologico dell'organico dedicato alla linea Blending e all'implementazione dell'organizzazione e del personale per la nuova linea Shreddering. Con specifico riferimento alla Linea Shreddering, la Società prevede di assumere n. 15 nuove risorse umane qualificate, di cui n. 9 durante il 2022 e ulteriori n. 6 durante il 2023, per un costo annuale a regime pari a 585 migliaia di Euro.

I costi indiretti comuni alle due linee sono previsti in crescita in valore assoluto, data la maggior dimensione aziendale, dal 2022 in poi.

Gli oneri finanziari sono previsti in via analitica in ragione delle previsioni contrattuali dei mutui in essere e del fabbisogno finanziario a breve termine eventualmente evidenziato dal Piano.

La fiscalità è determinata in ragione delle attuali previsioni normative.

Stante le suddette previsioni di sviluppo, si prevede che il reddito netto della Società passi complessivamente da 1.949 migliaia di Euro al termine dell'esercizio 2021 a 9.748 migliaia di Euro al termine dell'esercizio 2024.

La seguente Figura rappresenta lo stato patrimoniale riclassificato a fonti e impieghi per l'orizzonte di previsione esplicita 2021- 2024.

Figura 6.4: Stato patrimoniale *actual* al 30 giugno 2021 e previsionale 2021-2024

Stato patrimoniale	giu-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Valori in migliaia di Euro	actual IAS	forecast	forecast	forecast	forecast
Crediti verso clienti	10.564	5.682	10.519	12.400	14.111
Scorte	2.918	5.000	6.400	7.400	8.200
Debiti verso fornitori	-5.707	-5.200	-4.933	-5.769	-6.491
Capitale circolante commerciale	7.774	5.482	11.986	14.031	15.820
Altri crediti	649	580	1.521	2.093	1.295
Altri debiti	-1.011	-1.084	-2.059	-1.585	-1.636
Capitale circolante netto	7.413	4.978	11.447	14.540	15.479
Immobilizzazioni immateriali	3.619	3.400	2.741	2.224	1.695
Immobilizzazioni materiali	1.809	1.757	4.274	8.353	8.444
Immobilizzazioni finanziarie	181	181	181	181	181
Attivo fisso	5.609	5.337	7.196	10.758	10.320
Fondi	-359	-429	-569	-709	-849
Capitale investito netto	12.662	9.887	18.075	24.589	24.950
Debiti bancari a M/L termine	2.563	2.307	3.301	6.055	4.482
Debiti bancari a breve termine	4.176	824	4.142	876	-6.454
Prestito obbligazionario	943	943	0	0	0
Debiti verso altri finanziatori	3.537	3.620	2.983	2.476	1.992
Disponibilità liquide	-1.952	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
Posizione finanziaria netta	9.267	5.694	8.426	7.407	-1.980
Patrimonio netto	3.395	4.193	9.649	17.182	26.930
Fonti di capitale	12.662	9.887	18.075	24.589	24.950

Handwritten signature

Sulla base della riclassificazione delle attività e passività patrimoniali secondo lo schema per fonti e impieghi, emerge una consistenza delle attività operative nette contabili della Società, espressa dal capitale investito netto ("CIN"), costituito dalle attività correnti e dalle immobilizzazioni, al netto delle passività correnti e dei fondi, alla data del 30 giugno 2021, pari a 12.662 migliaia di Euro.

La dinamica prospettica del capitale circolante netto, stimata per ciascuna linea proporzionalmente all'apporto di ciascuna di esse in termini di ricavi e costi, è caratterizzata da un robusto incremento sia dei crediti commerciali sia dei debiti commerciali; complessivamente il saldo del capitale circolante netto passa da 4.978 migliaia di Euro al 31 dicembre 2021 a 15.479 migliaia di Euro al 31 dicembre 2024.

Nel corso dell'orizzonte temporale di previsione, il *management* stima inoltre un aumento dei giorni di incasso (da una media di 34, ipotizzati durante l'esercizio 2021, ad una media di 47 circa ipotizzati per l'esercizio 2024), a fronte di giorni di pagamento sostanzialmente inalterati e compresi tra i 26 ed i 34 nel periodo 2021-2024.

Figura 6.5: Analisi capitale circolante *actual* al 30 giugno 2021 e previsionale 2021-2024

Linea "Blend" - CCN	giu-21	2021	2022	2023	2024
Valori in migliaia di Euro	actual	forecast	forecast	forecast	forecast
Ricavi linea "Blend"	35.816	61.036	70.704	80.609	88.629
Capitale circolante netto	7.413	4.978	9.956	12.146	12.494
CCN (%)	20,7%	8,2%	14,1%	15,1%	14,1%

Linea "Shreddering" - CCN	giu-21	2021	2022	2023	2024
Valori in migliaia di Euro	actual	forecast	forecast	forecast	forecast
Ricavi linea "Shreddering"	0	0	10.588	15.883	21.177
Capitale circolante netto	0	0	1.491	2.393	2.985
CCN (%)	n.d.	n.d.	14,1%	15,1%	14,1%

Lo sviluppo dell'attivo fisso netto, ed in particolare delle immobilizzazioni materiali, riflette puntualmente gli investimenti programmati per lo sviluppo dell'attività di Met. Extra.

La Figura che segue riporta gli investimenti previsti nel Piano per il periodo di previsione esplicita 2021-2024.

Figura 6.6: Investimenti previsionali 2021-2024

Investimenti	2021	2022	2023	2024	Totale
Valori in migliaia di Euro	actual	forecast	forecast	forecast	
Linea "Blend" - macchinari specifici	52	401	500	500	1.453
Linea "Shreddering" - macchinari specifici	560	1.800	3.000	-	5.360
Nuovo capannone	-	-	1.200	-	1.200
Linea "Shreddering" - altri investimenti	21	846	100	500	1.467
Totale investimenti	633	3.047	4.800	1.000	9.480

ML

Nell'orizzonte di Piano, gli investimenti risultano complessivamente pari a 9.480 migliaia di Euro e fanno prevalentemente riferimento all'acquisto dei macchinari per lo sviluppo della nuova Linea Shreddering.

In particolare, in relazione alla nuova Linea, il *management* prevede di investire complessivamente 5.360 migliaia di Euro, finalizzati all'acquisto di n. 3 macchinari. Per il secondo ed il terzo, il *management* prevede rispettivamente un esborso pari a 1.800 migliaia di Euro nel 2022 e di 3.000 migliaia di Euro nel 2023.

Sempre nel corso del 2023, è previsto l'acquisto di un nuovo capannone, per complessivi 1.200 migliaia di Euro, per ampliare i locali destinati alla nuova linea.

A supporto del piano di sviluppo, il *management* della Società prevede di ricorrere a finanziamenti da parte degli istituti di credito per un importo complessivamente pari a 6.000 migliaia di Euro. Più nello specifico, il *management* prevede l'accensione di n. 3 nuovi mutui:

- mutuo per l'acquisto del secondo mulino per importo pari a 1.800 migliaia di Euro, erogato nel mese di febbraio 2022;
- mutuo per l'acquisto del capannone per importo pari a 1.200 migliaia di Euro, anch'esso erogato nel mese di febbraio 2022;
- mutuo per l'acquisto del terzo mulino per importo pari a 3.000 migliaia di Euro erogato nel mese di dicembre 2022.

7. CONFIGURAZIONI DI VALORE E METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI

7.1. Principi di riferimento

Secondo la dottrina e la prassi professionale più consolidata, la scelta della configurazione di valore e, conseguentemente, del metodo di valutazione sono funzione, oltre che della disponibilità di informazioni, delle motivazioni alla base del processo valutativo.

Come in precedenza illustrato, la Relazione riguarda la stima del valore *ex art.* 2343-ter Codice Civile della Partecipazione nell'85,0% del capitale sociale di Met. Extra nell'ambito del Conferimento in TitanMet.

La presente Relazione è predisposta dunque tenendo in considerazione la finalità generale che il dispositivo di legge intende perseguire, ovvero quella di evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della Conferitaria risulti artificiosamente alterato.

Le valutazioni ai fini di conferimento sono fra le valutazioni disciplinate dal Codice Civile e definite dai Principi Italiani di Valutazione emanati nel giugno 2015¹⁴ "*valutazioni legali*".

La configurazione di valore applicabile in questa sede è quella stabilita dal PIV al par. IV.5.2, secondo cui: "*La configurazione di valore nel caso delle valutazioni ai fini di conferimento è rappresentata dal valore normale di mercato dei beni. Nel caso di conferimento di aziende o di rami d'azienda il valore di conferimento è normalmente rappresentato dal minore fra il valore intrinseco e il valore normale di mercato dei beni conferiti. In casi particolari*

¹⁴ Organismo Italiano di Valutazione, "PIV Principi Italiani di Valutazione 2015", EGEA, 2015.



l'esperto potrà adottare anche più di una configurazione di valore che tenga conto della logica dell'operazione di conferimento nel più ampio contesto dell'operazione acquisitiva".

In particolare, il valore intrinseco¹⁵ assume la prospettiva dello specifico soggetto che detiene l'attività ed è frutto dell'analisi fondamentale, poiché, pur tenendo presente gli indicatori di mercato per la quantificazione degli *input*, richiede la stima dei benefici economici (dei flussi di risultati e della consistenza patrimoniale) e l'apprezzamento del quadro di rischi ad essi associato.

Il valore normale di mercato¹⁶ invece assume la prospettiva del massimo e miglior uso ("highest and best use") dell'azienda da parte del partecipante al mercato, riflettendo eventuali premi o sconti, in assenza di fattori esogeni di natura straordinaria.

Tenuto conto di quanto precede, lo scrivente ha stimato il valore della Partecipazione adottando entrambe le configurazioni di valore, il valore intrinseco ("Valore Intrinseco") e il valore normale di mercato ("Valore Normale di Mercato"), impiegando criteri di valutazione condivisi dalla teoria finanziaria e in linea con la migliore prassi professionale, basati: i) sulle grandezze fondamentali della Società; ii) sulle evidenze di mercato mediante il ricorso ad aziende comparabili.

7.2. SCELTA DEI METODI DI VALUTAZIONE

La stima del valore di un'azienda si basa su metodiche sviluppate dalla dottrina e condivise dalla prassi consolidata. Tali principi e metodiche riassumono organicamente precetti giuridici, indicazioni teoriche e linee di comportamento suggerite dalla migliore prassi, e largamente diffusi e riconosciuti dai mercati¹⁷.

Le logiche e i criteri di valutazione sono molteplici e sono riconducibili a fattispecie quali: metodo patrimoniale; metodo reddituale; metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del *goodwill*; metodo finanziario; metodi di mercato (in generale si fa riferimento ai seguenti: metodo dei multipli di Borsa di aziende comparabili, metodo delle transazioni comparabili e metodi empirici); metodo di Borsa¹⁸.

¹⁵ Il valore intrinseco esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dai relativi rischi. Cfr. PIV par. I.6.8.

¹⁶ Il valore normale (di mercato) di un'attività è il prezzo che si stima si formerebbe sul mercato in condizioni normali, nelle quali i prezzi non siano ingiustificatamente depressi o irrazionalmente elevati, rispetto ai fondamentali. Cfr. PIV par. I.6.12.

¹⁷ Cfr. G. Alpa, V. Mariconda, "Codice Civile commentato", IPSOA, 2005, pagg. 1611 e seguenti; L. Guatri, M. Bini, "Nuovo trattato della valutazione delle aziende", EGEA, 2008.

¹⁸ Le diverse metodiche di valutazione indicate sono ampiamente trattate dalla letteratura. A titolo di esempio, e senza presunzione di completezza, è possibile ricordare i seguenti Autori:

- ♦ T. Keller, M. Goedhart, D. Wessels, "Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies", McKinsey & Company, Wiley, 2010;
- ♦ A. Damodaran, "Applied Corporate Finance", Wiley, 2014;
- ♦ L. Guatri, M. Bini, "La Valutazione delle Aziende", EGEA, 2007;



La pluralità dei metodi impiegabili deve essere declinata dal valutatore in funzione della tipologia e della configurazione di valore, oggetto della stima, della realtà oggetto di valutazione e delle variabili che, meglio di altre, permettono di apprezzare il valore della realtà oggetto di valutazione.

In particolare, la scelta dell'Esperto si è orientata sui seguenti criteri:

- i) il metodo finanziario nella versione dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* (d'ora in avanti anche "Metodo Finanziario" o "Metodo UDCF") per la stima del Valore Intrinseco della Partecipazione;
- ii) il metodo di mercato, nella versione del metodo dei multipli ("Metodo dei Multipli"), per la stima del Valore Normale di Mercato della stessa.

Si tratta di metodiche che, in sintesi estrema costituiscono il riferimento prioritario da parte degli operatori e degli studiosi più competenti e qualificati. Gli stessi Principi Italiani di Valutazione fanno esplicito riferimento ad essi, definendoli "metodica dei flussi di risultati attesi"¹⁹ e "metodica di mercato"²⁰.

I Principi citati, nel raggruppare in tre metodiche tutti i criteri di valutazione adottabili, fanno pure riferimento alla "metodica del costo"²¹ che nella fattispecie non si è ritenuta applicabile.

La valutazione della Partecipazione è stata sviluppata, muovendo dalle risultanze della Situazione di Partenza al 30 giugno 2021, in modo da poter applicare i criteri ed i parametri valutativi in grado di catturare le caratteristiche operative della Società la cui Partecipazione è oggetto di Conferimento, ed utilizzando le previsioni economiche e finanziarie contenute nel Piano reso disponibile a chi scrive dal *management* della Società stessa.

-
- ♦ M. Massari, L. Zanetti, "Valutazione, fondamenti teorici e *best practice* nel settore industriale e finanziario", McGraw-Hill, 2008;
 - ♦ M. Dallochio, A. Salvi, "Finanza d'azienda", EGEA, 2° ristampa, 2° edizione, 2009;
 - ♦ M. Dallochio, A. Salvi, "Finanza d'azienda 2: Finanza straordinaria", EGEA, 2011;
 - ♦ M. Dallochio, G. Lucchini, "Mergers & Acquisitions", EGEA 2016;
 - ♦ P. Vernimmen, M. Dallochio, Y. Le Fur, P. Quiry, A. Salvi, "Corporate Finance", 5th edition, Wiley, 2017.

¹⁹ La metodica dei risultati attesi (*income approach*) fornisce un'indicazione del valore basata sulla capacità di una attività reale o finanziaria di generare flussi di risultato nel futuro. Questi ultimi possono essere configurati con differenti criteri. Cfr. PIV, par. I.16.1.

²⁰ La metodica di mercato (*market approach*) fornisce un'indicazione di valore attraverso la comparazione dell'attività oggetto di valutazione con attività simili o identiche con riferimento alle quali siano disponibili indicazioni significative di prezzi recenti. L'esperto deve essere consapevole che la metodica di mercato fornisce indicazioni di valore significative, in quanto basate su dati oggettivi, in presenza delle seguenti condizioni: a) le attività assunte quali *benchmark* dell'attività oggetto di valutazione presentano un grafo accettabile di comparabilità; b) i prezzi osservati per le attività di riferimento si formano in normali condizioni di mercato; c) non siano riconosciuti nel prezzo valori o sinergie speciali (legati alla specifica transazione). Cfr. PIV par. I.15.1.

²¹ La metodica del costo (*cost approach*) fornisce indicazioni in ordine all'onere che dovrebbe essere sostenuto per sostituire o rimpiazzare l'attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente. Tale informazione può risultare rilevante anche in presenza di indicazioni di valore desumibili dalla metodica del mercato (*market approach*) e dalla metodica dei risultati attesi (*income approach*). Cfr. PIV, par. I.17.1.

La base informativa alla quale chi scrive ha avuto accesso è risultata sufficientemente completa, e dunque idonea ad alimentare in modo adeguato i criteri prescelti.

Va però segnalato che le informazioni prospettiche utilizzate nella presente Relazione, sono esposte ad un'alea di variabilità significativa. Si pensi a mero titolo di esempio alle ipotesi concernenti il prezzo delle materie prime (nichel, ferro, ecc.) e alle sue conseguenze sui valori di redditività, nei contesti di operatività della Società.

Le ipotesi alla base del Piano tuttavia, sono state formulate sul fondamento di una combinazione di informazioni disponibili (internamente alla Società e per quanto possibile associate anche all'utilizzo di fonti terze) e sono state analizzate criticamente dal sottoscritto.

Va sottolineato che l'Esperto ha avuto accesso alle informazioni rilevanti che concernono la strategia della Società, così come alla documentazione gestionale e contabile (ove rilevante); ha ricevuto chiarimenti e precisazioni in più occasioni, relativamente alle poste ritenute rilevanti; ha esaminato le condizioni e le strategie del settore di riferimento della Società; ha infine condotto analisi specifiche relative allo scenario economico e al mercato dei capitali, con particolare riferimento ai tassi di rendimento, ai risultati di società comparabili ricercando giudizi espressi dagli analisti.

Tenuto conto di quanto precede, per la stima del Valore Intrinseco è stata data rilevanza, in seguito alla disponibilità di previsioni confluite del Piano, ai metodi che si basano su previsioni esplicite riguardo ai futuri risultati operativi.

Il ricorso al Metodo Finanziario è suffragato dalla primaria rilevanza attribuita a tale metodo dalla dottrina aziendalistica ai fini della definizione del valore intrinseco di complessi aziendali. Non di meno occorre osservare che tale metodo è coerente con le caratteristiche della realtà oggetto di valutazione e con i dati messi a disposizione di chi scrive, in quanto:

- ♦ presenta il requisito della universalità di applicazione;
- ♦ consente di esprimere il valore implicito dell'eventuale capacità della Società di produrre risultati prospettici.

Nella fattispecie, il Metodo Finanziario è stato applicato nella versione dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* ("UDCF"), determinando i flussi di cassa previsionali del Piano di natura operativa, e al lordo delle variabili tipiche della gestione finanziaria.

Nell'ambito della stima del Valore Normale di Mercato, invece, l'Esperto ha applicato il Metodo dei Multipli, nella versione dei moltiplicatori di Borsa, disponendo di campioni di aziende quotate con un ragionevole grado di comparabilità con la Società.

È utile fin da ora segnalare che, nell'applicazione dei due criteri individuati, i flussi di risultato metodologicamente rilevanti sono differenti. L'applicazione del Metodo Finanziario stima il valore sulla base dei flussi di cassa operativi attualizzati dell'intero periodo di pianificazione, e di un valore terminale basato su un flusso di cassa ritenuto "medio-normale". Il Metodo dei Multipli, invece, stima il valore sulla base di un'unica grandezza economica "medio-normale", analiticamente stimata ed individuata, per poi applicare il multiplo riferito ad aziende comparabili.

Nei paragrafi successivi verranno brevemente presentati gli aspetti fondamentali dei metodi di valutazione adottati nel presente lavoro, e verrà illustrata l'applicazione degli stessi.



7.2. Metodo Finanziario

L'approccio finanziario ravvisa nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa, l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. La caratteristica principale della metodica finanziaria consiste nel rispetto dei principi della "teoria del valore", accogliendo nel calcolo i flussi di cassa relativi alla gestione aziendale, e valorizzandoli in relazione alla loro distribuzione nel tempo.

Il metodo finanziario determina il valore tramite la stima dei flussi di cassa futuri, generati dall'azienda, e attualizzati in funzione dell'arco temporale esplicito in cui si ipotizza saranno conseguiti. Tali flussi monetari devono essere attualizzati ad un tasso che rifletta il grado di rischio dell'investimento stesso.

A seconda della prospettiva da cui si svolge l'analisi (*asset side* o *equity side*), il metodo finanziario può essere applicato in due varianti fondamentali:

- ♦ il metodo dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* (UDCF), basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa lordi di oneri finanziari e netti di imposta (*Free Cash Flows to the Firm*), che consente di stimare il valore operativo dell'impresa;
- ♦ il metodo basato sui flussi di cassa spettanti agli azionisti (*Free Cash Flows to Equity*), espressi al netto degli oneri finanziari e delle imposte, in grado di stimare direttamente il valore della realtà oggetto di valutazione.

A differenti configurazioni di flusso di cassa corrispondono diversi tassi di attualizzazione. Mentre l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi deve avvenire a un tasso che rifletta il rendimento-opportunità per tutti i conferenti di capitale, in proporzione alle contribuzioni relative delle diverse forme di finanziamento al totale della dotazione degli *asset* aziendali, i flussi di cassa netti spettanti agli azionisti devono essere attualizzati ad un tasso espressivo del solo rendimento – costo opportunità di investimenti alternativi in capitale di rischio di imprese comparabili.

Nel caso di specie, la disponibilità di un Piano relativo alle Linee "Blending" e "Shreddering" ha permesso l'applicazione del metodo finanziario nella versione dell'*UDCF* separando l'analisi e la stima del valore di ciascuna linea di *business*.

Metodo dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* (UDCF)

Nella prospettiva *asset side*, il valore di un'azienda è pari alla somma delle seguenti componenti:

- ♦ il valore operativo, 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*);
- ♦ 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 attività/passività accessorie non inerenti alla gestione caratteristica o non considerate, per eventuali specifiche ragioni metodologiche, nei flussi di cassa operativi.



Al fine di stimare il valore dell'azienda, si dovrebbero successivamente sommare al valore operativo la posizione finanziaria netta e il valore di mercato dei *surplus asset*, secondo la seguente relazione:

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

dove:

W_e	= valore del capitale dell'azienda;
$FCFF$	= flussi di cassa operativi (<i>Free Cash Flows to the Firm</i>);
n	= orizzonte di proiezione esplicita;
$wacc$	= costo medio ponderato del capitale;
TV	= valore residuo o <i>Terminal Value</i> ;
PFN	= posizione finanziaria netta;
ACC	= valore delle attività accessorie.

Ai fini del calcolo del valore operativo è quindi necessario stimare le seguenti componenti:

I flussi di cassa operativi (FCFF)

I flussi di cassa operativi da stimare per il periodo di pianificazione esplicita del Piano sono quelli resi disponibili dalle sole attività operative dell'azienda, al lordo di qualsiasi componente di natura finanziaria.

In particolare, il flusso di cassa operativo può essere determinato come segue:

	Reddito operativo
+	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 (<i>FCFF</i>)

L'orizzonte di proiezione esplicita (n)

L'orizzonte di tempo n da utilizzare ai fini delle proiezioni esplicite dei flussi di cassa operativi dovrebbe essere definito in modo tale che, al termine di tale periodo, la Società abbia raggiunto uno stato di sostanziale equilibrio.

Il valore residuo o terminal value (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 del flusso di cassa operativo medio normalizzato;
- ♦ valore corrispondente all'attualizzazione illimitata del flusso reddituale;
- ♦ valore derivante dall'impiego di moltiplicatori empirici (prezzo/utile per azione, prezzo/patrimonio netto per azione, valore operativo/margine operativo lordo, ecc.).

Nella fattispecie come valore residuo l'Esperto ha considerato il valore corrispondente alla capitalizzazione del flusso di cassa operativo medio normalizzato.

Il tasso di attualizzazione

I flussi di cassa individuati nel metodo in oggetto sono quelli di natura operativa, destinati alla remunerazione e all'eventuale rimborso di tutti i conferenti 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:

W_E	= valore di mercato del capitale di rischio;
W_D	= valore di mercato del capitale di debito;
K_e	= costo del capitale di rischio;
K_d	= costo del capitale di debito;
t	= aliquota media d'imposta.

Il costo del capitale di debito (K_d) è pari al costo dei debiti onerosi della società e può essere stimato a partire dalla relazione:

$$K_d = R_f + CRP + Spread$$

dove:

K_d	= costo del capitale di debito;
R_f	= rendimento degli investimenti privi di rischio;
CRP	= premio per il rischio Paese (Country Risk Premium);
$Spread$	= premio per il rischio di debito.

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:

$$K_e = R_f + CRP + \beta \cdot ERP + SSP$$

dove:

K_e	= costo del capitale di rischio;
R_f	= rendimento degli investimenti privi di rischio;
CRP	= premio per il rischio Paese (Country Risk Premium);
ERP	= premio per il rischio di mercato;
β	= indice della rischiosità della società rispetto alla media del mercato;
SSP	= premio per il rischio dimensionale (Small Size Premium).

Più in dettaglio, il Beta (β) misura il legame tra il rendimento del singolo titolo con quello del mercato azionario nel suo complesso²².

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 (*leverage*), è possibile ricorrere a diverse soluzioni operative:

- ♦ riferirsi alla struttura finanziaria dell'azienda alla data di riferimento della valutazione espressa in termini di valori correnti di mercato. In tal caso, si ipotizza implicitamente che l'azienda, nel lungo periodo, abbia una struttura finanziaria analoga a quella corrente;
- ♦ riferirsi alla struttura finanziaria prospettica dell'azienda, definibile sulla base di:
 - i. 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 dell'azienda si allineerà, nel medio-lungo periodo, a quella delle imprese del settore di appartenenza;
 - ii. valori medi del capitale proprio e del capitale di debito previsti dal *management* e incorporate nelle ipotesi di piano. Secondo tale approccio, sono formulate ipotesi esplicite sulla composizione prospettica del capitale dell'azienda.

La posizione finanziaria netta (PFN)

²² In genere il β è stimato ponendo in relazione il rendimento di un titolo azionario con il rendimento del mercato mediante la tecnica della regressione semplice. In estrema sintesi un titolo con un β superiore all'unità è un titolo definibile "aggressivo", poiché il suo rendimento oscilla in modo più ampio rispetto al mercato. Si tratta, dunque, di un titolo rischioso poiché ad una variazione del rendimento del mercato pari ad un punto percentuale, corrisponderà una variazione del titolo in questione superiore al punto percentuale considerato. Al contrario un titolo con un β inferiore all'unità è un titolo definibile "conservativo", poiché attenua l'oscillazione del rendimento del mercato.

La posizione finanziaria netta rappresenta il risultato della somma algebrica dei debiti finanziari (inclusi i finanziamenti soci), dei crediti finanziari e della liquidità alla data di valutazione. A tale aggregato possono essere anche sommate algebricamente componenti assimilabili alla posizione finanziaria netta, quali crediti finanziari immobilizzati, trattamento di fine rapporto e scaduto fornitori.

Il valore delle attività accessorie (ACC)

Il valore operativo, 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'azienda. Talvolta le attività accessorie possono comprendere anche attività definibili strumentali, ma per natura o dimensione classificabili come sussidiarie rispetto al *core business* dell'impresa stessa.

Nella fattispecie chi scrive ha considerato tra le attività accessorie i benefici addizionali legati allo sviluppo della Linea Shreddering, facente parte a pieno titolo della strategia aziendale della Società per gli investimenti parziali recentemente sostenuti, ma alla data della presente Relazione caratterizzata da mancanza di storicità e con profilo di rischio diverso dal *core business* tradizionale di Met. Extra.

7.3. Metodo dei Multipli

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'azienda.

In assenza di un "mercato attivo", i metodi di mercato stimano il valore dell'azienda costruendo rapporti – "multipli" – 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 economiche, patrimoniali e finanziarie quali: ricavi, utili, flussi di cassa, patrimonio netto e/o indicatori empirici specifici del particolare settore a cui appartiene l'azienda oggetto di stima), individuate come *value driver* dell'impresa.

La stima del valore è, quindi, determinata senza il ricorso ad esplicite ipotesi del valutatore in merito ai flussi di risultato (reddituali o finanziari) prospettici dell'azienda in questione.

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.

Il metodo dei multipli di Borsa di aziende comparabili stima il valore di un'impresa sulla base dei prezzi negoziati nei mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili attive nel settore dell'energia elettrica. L'analisi consiste nell'applicare alle attività aziendali oggetto di valutazione una serie di coefficienti - o "multipli" - costruiti come rapporti fra il valore assegnato dal mercato alla società



comparabile (numeratore) ed una sua grandezza fondamentale (al denominatore) di norma in grado di riflettere una specifica misura di *performance*. Tali multipli vengono poi utilizzati per esprimere il valore del capitale della società oggetto di stima, applicandoli alle medesime misure di *performance* utilizzate per costruirli.

In altri termini, il riferimento al mercato consente di identificare, sul fondamento del grado di "comparabilità" del campione di riferimento, parametri medi (o mediani) ragionevolmente impiegabili per procedere ad una valutazione "per relazione", del capitale della Società, oggetto della presente stima.

Il richiamo al prezzo di Borsa non è mai effettuato con riguardo ad un prezzo puntuale tratto da una singola seduta di Borsa, bensì dal calcolo di una media di prezzi rilevati nel corso di un periodo giudicato significativo. Risulta evidente come la componente emotiva e i meccanismi tecnici di negoziazione possano portare alla formazione di un prezzo poco significativo (scarsa efficienza dei meccanismi di *pricing* del mercato) nell'ambito della singola giornata borsistica, specialmente in un periodo caratterizzato da forti turbolenze. Un apprezzamento più attendibile deriva da indicatori medi riferiti a prezzi rilevati in un arco temporale di medio termine.

La natura dei flussi di risultato da utilizzare nella scelta dei multipli poi, può condurre a scelte alternative. A tale riguardo, è infatti possibile distinguere tra:

- ♦ multipli storici: ottenuti, confrontando i prezzi correnti di Borsa con i risultati dell'ultimo bilancio disponibile delle società comparabili;
- ♦ multipli *trailing* : ottenuti, confrontando i prezzi correnti di Borsa con i risultati riferibili ai dodici mesi precedenti la data di riferimento alla quale sono rilevati i prezzi stessi;
- ♦ multipli *leading* : ottenuti, confrontando i prezzi correnti di Borsa con i risultati attesi per il prossimo esercizio (oppure con una media delle stime dei due o tre esercizi successivi alla stima).

In altri termini, esiste un'esigenza di coerenza, riguardo alla dimensione temporale, tra le grandezze aziendali assunte ai fini del calcolo dei multipli delle società comparabili e le equivalenti grandezze dell'azienda oggetto di stima.

Lo schema di applicazione dell'approccio del metodo dei multipli si articola in cinque momenti principali:

- ♦ scelta di un campione di società comparabili;
- ♦ determinazione dell'intervallo temporale di riferimento per le quotazioni di Borsa;
- ♦ identificazione dei multipli ritenuti maggiormente significativi nella fattispecie;
- ♦ calcolo dei multipli medi (o mediani) delle società del campione;
- ♦ applicazione dei multipli medi (o mediani) individuati alle grandezze economiche della società oggetto di stima.

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 stima. 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 multiplo rilevato per le imprese comparabili, all'impresa oggetto di valutazione.



Il metodo dei multipli di Borsa di aziende comparabili utilizza i prezzi di quotazione nel mercato ufficiale regolamentato. 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.

Il metodo delle transazioni comparabili fa ricorso ai prezzi determinati sulla base dei valori di recenti transazioni di *merger & acquisition*. In questo caso si fa riferimento ai valori stimati in occasione di operazioni di fusione e acquisizione, aventi per oggetto imprese del tutto simili alla Società oggetto di analisi. Dal valore dell'impresa *target* individuato, si cerca poi di stimare il valore della singola quota.

A differenza dei multipli ricavati da società quotate comparabili, i multipli ricavati da transazioni analoghe possono essere distorti da premi pagati per l'acquisizione di una partecipazione di maggioranza o da riduzioni in caso di vendita forzata in seguito ad una ristrutturazione. Pertanto la rilevanza delle transazioni disponibili e dei multipli che ne derivano può essere limitata. Va inoltre aggiunto che le transazioni passate non riflettono necessariamente le attuali condizioni dei mercati.

I metodi empirici si basano su grandezze che mutano di caso in caso (grandezze empiriche), in funzione delle particolari caratteristiche del settore a cui appartiene l'azienda oggetto di analisi. Tali indicatori sono utili parametri di riferimento, anche se occorre sempre considerare l'effettiva comparabilità dei *target* delle operazioni, in termini di area geografica, dimensione del portafoglio, periodo dell'investimento, normativa applicabile.

Nella fattispecie della presente stima, il metodo dei multipli è stato declinato nella versione dei multipli di Borsa, rispettando una gerarchia di significatività che ha visto prevalere le evidenze dei mercati dei capitali provenienti dalle aziende quotate comparabili, benché non pienamente simili per dimensione a Met. Extra, rispetto alle transazioni di aziende comparabili, caratterizzate da non sufficiente numerosità e dalla ridotta similarità al caso di specie.

8. VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE

Come anticipato, il valore della Partecipazione è stato stimato da chi scrive impiegando il Metodo Finanziario nella versione dell'UDCF per la stima del Valore Intrinseco, ed il Metodo dei Multipli per la stima del Valore Normale di Mercato.

Per entrambi i criteri, i dati fondamentali sono stati desunti dal Piano redatto dal *management* della Società.

Per entrambe le configurazioni di valore e i rispettivi metodi adottati, l'Esperto ha considerato separatamente le aree di *business* relative alle linee "Blending" e "Shreddering", apprezzandone per ciascuna un differente grado di rischio.

In particolare, la stima del Valore Intrinseco è stata condotta con la finalità dell'individuazione di un valore *as is*, al netto delle potenzialità ad oggi non ancora incluse nel patrimonio aziendale, e senza tenere conto di premi / sconti legati al controllo dell'azienda.

La stima del Valore Normale di Mercato, pur con le cautele del caso, è stata ispirata invece dalla ricerca del valore attribuibile alla Società da un teorico partecipante al mercato in



grado di apprezzare, in funzione del relativo rischio associato, sia il valore del *business* caratteristico, sia le potenzialità del nuovo *business*, oltre ai benefici derivanti dal controllo dell'entità.

8.1. Stima del Valore Intrinseco - Applicazione del Metodo Finanziario

La stima del Valore Intrinseco è stata condotta dall'Esperto mediante applicazione del Metodo Finanziario nella versione dell'UDCF, il quale si basa su considerazioni relative alla capacità della Società di creare valore, a partire dalla sua gestione operativa e dalla struttura finanziaria.

Come anticipato il Piano utilizzato per la stima del valore della Partecipazione include i flussi di cassa prospettici stimati dal *management* di Met. Extra con riferimento anche alle attività di sviluppo relative alla Linea Shreddering, per le quali non sono ancora stati realizzati integralmente gli investimenti previsti.

Tali attività, seppur incluse nelle linee guida strategiche comunicate all'Esperto dal *management*, sono state valorizzate separatamente e allocate tra le attività accessorie, con le opportune assunzioni e correttivi, tenuto conto della configurazione di valore ricercata e dello specifico grado di rischio strategico ed operativo.

In particolare, lo scrivente ha considerato unicamente i futuri benefici economici derivanti dall'impiego delle sole immobilizzazioni ad oggi in dotazione alla Società e non di tutti gli impianti che la Società ha in animo di acquistare sul mercato.

Al fine dell'applicazione del metodo sono state stimate le grandezze elencate di seguito:

1. il Valore Operativo, determinato mediante la somma tra il valore attuale dei flussi di cassa operativi del periodo di Piano e il valore attuale del *Terminal Value* (TV) del *business* tradizionale Blending;
2. il valore della Posizione Finanziaria Netta Rettificata (PFNR);
3. il valore delle Attività Accessorie (ACC), identificate nel contributo del *business* Shreddering derivante dall'impiego dei soli attivi ad oggi inclusi nel patrimonio aziendale.

I flussi di cassa operativi sono stati attualizzati alla Data di Riferimento della valutazione, ovvero al 30 giugno 2021, mediante l'impiego del costo medio ponderato del capitale determinato sulla base dei parametri e dei procedimenti di stima descritti nel prosieguo.

8.1.1. Determinazione del Valore Operativo

La stima del Valore Operativo della Società è stata condotta in funzione della disponibilità di un Piano articolato per la linea Blending, ovvero l'attività caratteristica tradizionale di Met. Extra.

Di seguito vengono descritte le modalità di determinazione delle principali componenti per la stima del Valore Operativo, mediante l'applicazione del metodo in oggetto:

- ♦ il tasso di attualizzazione;
- ♦ il valore attuale dei flussi di cassa operativi del periodo di Piano;
- ♦ il valore attuale del *Terminal Value* (TV).



8.1.1.1. Il tasso di attualizzazione

I flussi di cassa individuati sono di natura operativa, destinati cioè alla remunerazione di tutti i portatori di capitale. Il tasso di attualizzazione di detti flussi viene quindi espresso nella forma precedentemente indicata del *wacc* per unanime indirizzo di dottrina e prassi.

Lo scrivente ha ritenuto opportuno ricorrere alla stima di un tasso di attualizzazione differenziato per le aree di *business* analizzate, Blending e Shreddering. Per quanto concerne la Linea Shreddering, si rimanda a quanto descritto in seguito nel paragrafo 8.1.3.

In merito alla Linea Blending, si è proceduto alla stima delle singole componenti del *wacc* come descritto di seguito.

Il costo del capitale di debito al lordo degli effetti fiscali è stato stimato a partire dalla seguente relazione:

$$K_d = R_f + CRP + Spread$$

dove:

- K_d = costo del capitale di debito;
- R_f = tasso privo di rischio;
- CRP = premio per il rischio Paese (Country Risk Premium);
- $Spread$ = premio per il rischio di credito.

Per stimare il rendimento privo di rischio (R_f) alla base della stima dei flussi di cassa, secondo la dottrina e la migliore prassi professionale occorre individuare un'attività caratterizzata da un rendimento certo con variabilità nulla (assenza di volatilità nei rendimenti). Tale parametro è stato identificato da chi scrive nell'Interest Rate Swap (IRS) a 10 anni dell'area Euro, ed è risultato pari allo 0,1%, tenuto conto della media della serie storica relativa al periodo novembre 2018 – ottobre 2021.

La scelta dell'orizzonte temporale triennale della rilevazione è dettata dall'obiettivo di non vincolare il tasso utilizzato per attualizzare flussi di cassa futuri attesi, alle recenti e specifiche contingenze del mercato dei tassi di interesse, caratterizzato da tassi reali negativi e mutamenti repentini nelle aspettative di inflazione.

Utilizzando come termine di paragone la serie storica dei rendimenti dei BTP a 10 anni relativa al medesimo periodo, l'Esperto ha poi stimato il *Country Risk Premium* (CRP) implicito per l'Italia, Paese di riferimento prevalente oltre che sede di operatività della Società. Il CRP è dunque stato determinato in misura pari all'1,3%.

Lo *Spread* di rendimento, espressivo del merito di credito della Società, è stato stimato dall'Esperto sulla base dell'onerosità media delle fonti di finanziamento di Met. Extra, ed è risultato pari al 2,3%.

Il costo del debito al lordo delle conseguenze fiscali risulta dunque pari al 3,7%.

Applicando l'aliquota d'imposta IRES, pari al 24,0% per il calcolo dello scudo fiscale del debito, il costo del debito al netto delle conseguenze fiscali risulta essere pari al 2,8%.



Il costo del capitale di rischio è stato stimato applicando il noto modello del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, secondo la relazione:

$$K_e = R_f + CRP + \beta \cdot ERP + SSP$$

dove:

- K_e = costo del capitale proprio;
- R_f = tasso privo di rischio;
- CRP = premio per il rischio Paese (Country Risk Premium);
- β = coefficiente Beta;
- ERP = premio per il rischio azionario (Equity Risk Premium);
- SSP = premio per il rischio dimensionale (Small Size Premium).

In merito al tasso privo di rischio (R_f) e al premio per il rischio Paese CRP , chi scrive ha ritenuto coerente operare in analogia con quanto determinato in merito al costo del capitale di debito, addivenendo dunque a parametri pari rispettivamente a 0,1% e 1,3%.

Il coefficiente Beta (β) è stato stimato ricorrendo all'individuazione di un campione di società internazionali quotate ritenute comparabili, operanti nel *business* del riciclo di materiali ferrosi²³. Dall'analisi condotta sono stati calcolati i valori del coefficiente Beta *levered*²⁴, da cui sono stati desunti i Beta *unlevered* per ciascun componente del campione, secondo la seguente relazione:

$$\beta_{unlevered} = \beta_{levered} / (1 + (1 - tc) \cdot D/E)$$

dove:

- $\beta_{unlevered}$ = coefficiente Beta *unlevered*;
- $\beta_{levered}$ = coefficiente Beta *levered*;
- tc = aliquota fiscale;
- D/E = rapporto di indebitamento (*leverage*).

Dall'analisi sopra descritta risulta un Beta *unlevered* mediano pari a 1,0. Al fine di addivenire ad un Beta *levered* rappresentativo del *business*, è stata utilizzata la formula inversa impiegando la struttura finanziaria di settore, desunta dal medesimo paniere di comparabili. Il Beta *levered* per la stima del costo del capitale proprio è stato dunque determinato pari a 1,2.

²³ In particolare, chi scrive ha incluso nel paniere le seguenti società: Commercial Metals Co., Gerdau SA, Schnitzer Steel Industries, Sims Ltd, Aurubis AG, Hindalco Industries Ltd, Nucor Corp, AMG Advanced Metallurgical.

²⁴ Stimato come Beta *adjusted* con la tecnica di Blume.

Il premio per il rischio di mercato (ERP) è stato stimato pari al 6,0%, considerando il valore più recente riscontrato da P. Fernandez²⁵ nelle sue ricerche annuali basate su un ampio campione di interviste, e diffusamente impiegato dalla prassi professionale e aziendale.

Al fine di tenere in debita considerazione la differente dimensione delle aziende comparabili quotate del campione e l'oggetto della presente stima, è stato poi determinato un premio per il rischio addizionale denominato *Small Size Premium* ("SSP").

Nella teoria accademica, sulla base delle differenze tra mercato e rendimenti privi di rischio, lo SSP è determinato per portafogli decrescenti in termini dimensionali, sulla base di dati di mercato. Con un processo di interpolazione viene determinata una curva di regressione che consente di esprimere il premio in funzione della dimensione specifica. Nella prassi, i dati regolarmente forniti da Duff & Phelps rappresentano un riferimento largamente utilizzato nella prassi professionale, in quanto nella fattispecie i premi per il rischio correlati alla dimensione risultano supportati da adeguate analisi empiriche²⁶.

Tenuto conto dell'appartenenza della Società alla categoria "*micro cap*", il premio per il rischio addizionale nella fattispecie è stato stimato pari al 3,4%, e incluso nella stima del costo del capitale proprio.

Il costo del capitale proprio è risultato dunque complessivamente pari all'11,7%.

L'Esperto ha infine determinato il costo medio ponderato del capitale, adottando la sopra citata struttura finanziaria *target* di settore, considerando dunque un'incidenza percentuale della posizione finanziaria netta e dell'*equity* rispetto alle fonti di finanziamento complessive (cosiddetto "*leverage*") del 16% per la ponderazione del costo del capitale di debito, e conseguentemente un parametro dell'84% per la ponderazione del costo del capitale proprio.

Il costo medio ponderato del capitale (*wacc*) adottato per la stima del Valore Operativo di Met. Extra, è risultato dunque **pari al 10,3%**.

8.1.1.2. Il valore attuale dei flussi di cassa operativi

I flussi di cassa operativi rilevanti sono stati desunti dal Piano fornito dalla Società per la sola Linea Blending, per il periodo dal 1 luglio 2021 al 31 dicembre 2024. Nel dettaglio, la valutazione ha assunto come base informativa di partenza i seguenti flussi di cassa prospettici.

²⁵ P. Fernandez, E. De Apellaniz, I.F. Acin, "Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020", IESE Business School.

²⁶ Si fa riferimento in particolare a Duff&Phelps, Valuation Handbook: US Industries Cost of Capital, pubblicato annualmente.



Figura 8.1: Flussi di cassa previsionali di Piano per la Linea Blending

Linea Blending

	2h2021	2022	2023	2024
EBITDA	1,9	5,3	6,3	7,1
Amm.ti	-0,5	-0,9	-0,8	-0,8
EBIT	1,4	4,4	5,5	6,3
Imposte	-0,4	-1,2	-1,5	-1,8
CCN	7,4	5,0	10,0	12,1
Delta CCN	2,4	-5,0	-2,2	-0,3
Capex	-0,1	-0,4	-0,5	-0,5
FCFO	3,9	-1,3	2,1	4,5

Valori in milioni di Euro.

I flussi di cassa operativi sono stati attualizzati alla Data di Riferimento della valutazione, ovvero al 30 giugno 2021, mediante l'impiego del tasso di attualizzazione nella forma del costo medio ponderato del capitale, come descritto in precedenza.

Gli EBITDA di Piano sono stati determinati applicando i principi contabili internazionali, anche con riferimento nello specifico agli standard IAS 17 e IFRS 16. Canoni di *leasing* e canoni di locazione delle immobilizzazioni strumentali all'esercizio dell'attività sono dunque riclassificati al di sotto dell'EBITDA (nello specifico tra ammortamenti e oneri finanziari), a fronte dell'iscrizione nello stato patrimoniale di un diritto d'uso all'attivo e di un debito verso altri finanziatori al passivo.

Le imposte figurative sono state determinate considerando le opportune basi imponibili (reddito operativo) ed aliquote IRES/IRAP.

Tra gli investimenti, sono stati considerati gli interventi di manutenzione degli impianti della Linea Blending.

In merito al capitale circolante operativo, sono state considerate le variazioni stimate dal *management*, che sono state determinate mediante l'assunzione di ipotesi specifiche di dilazione di crediti e debiti, e di rotazione del magazzino²⁷.

Per quanto concerne la previsione di esercizi con significativo assorbimento di circolante dovuto alla crescita dei ricavi (in particolare 2022 e 2023), la Società gode di una riserva di liquidità adeguata grazie a linee di finanziamento a breve termine e *factoring*, accordate e non pienamente utilizzate alla data corrente²⁸.

²⁷ La determinazione dei crediti è stata ottenuta in relazione alla curva mensilizzata dei ricavi basata sulla dinamica ordinaria ante Covid-19, ed applicata ai valori attesi dei ricavi mensilizzati.

La determinazione dei debiti di fornitura è stata ottenuta in relazione alla curva mensilizzata degli acquisti, a sua volta orientata alla curva dei ricavi, e basata dunque sulla medesima dinamica dei crediti.

La Società è assoggettata al regime IVA cosiddetto *reverse charge*.

²⁸ Si fa riferimento in particolare a linee di anticipo bancario e di cassa per 3,8 milioni di Euro, e a linee *factor* per 9,5 milioni di Euro, utilizzati complessivamente per 4,1 milioni di Euro alla data del 26 novembre 2021.

Il valore attuale dei flussi di cassa operativi è stato dunque stimato, mediante impiego del tasso *wacc* precedentemente descritto, pari a 7,4 milioni di Euro.

8.1.1.3. Il valore attuale del *Terminal Value* (TV)

Per la stima dei flussi di cassa oltre l'orizzonte temporale prescelto l'Esperto, sulla base dell'andamento crescente dei flussi reddituali del Piano, dovuto ad un'espansione significativa dei volumi di vendita negli ultimi due esercizi, ha ritenuto maggiormente cautelativo che il valore dell'EBITDA rappresentativo della situazione di redditività normale a regime potesse essere meglio riflesso dal valore medio atteso per gli anni di Piano (2021-2024), pari a 5,7 milioni di Euro, piuttosto che dal valore previsto per l'ultimo anno stimato pari a 7,1 milioni di Euro.

Inoltre, in considerazione dell'applicazione del principio IFRS 16 per l'iscrizione dei beni strumentali in locazione finanziaria, tenuto conto dell'orizzonte temporale limitato ipotizzato dal *management* per l'iscrizione del diritto d'uso, per la stima del valore terminale l'EBITDA di lungo periodo è stato rettificato del canone di locazione medio dell'orizzonte di Piano, pari a -0,7 milioni di Euro.

L'EBITDA rettificato di lungo termine è stato dunque stimato pari a 5,0 milioni di Euro.

Anche per gli investimenti di mantenimento e di rimpiazzo della capacità produttiva esistente, chi scrive ha adottato un'ipotesi fondata sul livello di investimenti ricorrente per gli ultimi anni di Piano, pari a 0,5 milioni di Euro.

Il flusso di cassa operativo di lungo periodo è stato dunque stimato nella configurazione del NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*), con ammortamenti uguali agli investimenti di lungo termine.

La variazione di capitale circolante di lungo termine è stata parametrata in funzione del tasso di crescita impiegato per la capitalizzazione del NOPAT.

Tenuto conto delle fonti consultate in merito al tasso di inflazione di lungo periodo che riportano valori compresi tra 1,5%²⁹ e 1,8%³⁰, il tasso di crescita oltre piano (*g*) è stato cautelativamente stimato in un intervallo compreso tra 0% e 1,8%.

Il valore attuale del Terminal Value è stato dunque stimato in un intervallo compreso tra 22,5 e 26,1 milioni di Euro.

Il Valore Operativo è stato determinato come somma fra:

- ♦ il valore attuale dei flussi di cassa *unlevered* di Piano per l'orizzonte temporale luglio 2021 – dicembre 2024;
- ♦ il valore attuale dei flussi di cassa realizzabili oltre il 2024 (*Terminal Value*).

²⁹ Cfr. European Central Bank settembre 2021, Euro Zone Barometer agosto 2021, Consensus Economics agosto 2021, International Monetary Fund luglio 2021, Survey of Professional Broadcaster luglio 2021, OECD maggio 2021.

³⁰ Cfr. "Longer-term inflation expectations for 2026", ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) luglio 2021.



Il Valore Operativo è stato dunque stimato in un intervallo compreso tra 29,9 milioni di Euro e 33,5 milioni di Euro.

8.1.2. Determinazione del valore della Posizione Finanziaria Netta Rettificata

Come risulta dalla Situazione di Partenza al 30 giugno 2021, la Posizione Finanziaria Netta della Società è costituita da:

- ♦ mutui per -2,6 milioni di Euro (di cui quota a medio/lungo termine per -2,0 milioni di Euro e quota a breve termine per -0,6 milioni di Euro)³¹;
- ♦ prestiti obbligazionari per -0,9 milioni di Euro³²;
- ♦ debiti finanziari correnti, a titolo di finanziamento o di conto corrente di tesoreria, per -4,2 milioni di Euro³³;
- ♦ debiti verso altri finanziatori ai sensi dei principi contabili IAS 17 e IFRS 16 per -3,5 milioni di Euro;
- ♦ disponibilità liquide pari a 2,0 milioni di Euro.

Ai fini della determinazione del valore del capitale, l'Esperto ha inoltre considerato le seguenti poste, ritenute assimilabili alla posizione finanziaria netta:

- ♦ attività finanziarie immobilizzate per 0,2 milioni di Euro³⁴;
- ♦ trattamento di fine rapporto lavoro subordinato per -0,4 milioni di Euro.

La posizione finanziaria netta rettificata complessiva ("PFNR") alla Data di Riferimento è stata dunque considerata per un totale pari a -9,4 milioni di Euro.

La considerazione piena dei debiti verso altri finanziatori ex IFRS 16, e contemporanea rettifica in diminuzione applicata all'EBITDA di lungo termine per tenere conto dell'orizzonte

³¹ Si fa riferimento a:

- ♦ debiti verso Ifis (capitale erogato 0,7 milioni di Euro, debito residuo 0,6 milioni di Euro, scadenza 31 agosto 2023);
- ♦ debiti verso Banca Progetto (capitale erogato 0,6 milioni di Euro, debito residuo 0,4 milioni di Euro, scadenza 29 febbraio 2024);
- ♦ debiti verso IntesaSanpaolo (capitale erogato 1,0 milioni di Euro, debito residuo 1,0 milioni di Euro, scadenza 24 febbraio 2027);
- ♦ debiti verso BancoBPM (capitale erogato 0,6 milioni di Euro, debito residuo 0,6 milioni di Euro, scadenza 9 marzo 2027).

³² Composto da nr. 19 obbligazioni ordinarie, del valore nominale di Euro 50.000 cadauna emesse alla pari il 17 ottobre 2017, con scadenza in data 17 ottobre 2022, ad un tasso di interesse fisso nominale lordo pari al 4,0%.

³³ Le esposizioni sono verso gli istituti Ifis, IntesaSanpaolo e BancoBPM.

³⁴ Relativi a depositi cauzionali su contratti commerciali.



temporale illimitato dei canoni di locazione, sono da ritenere nel complesso particolarmente prudentiali, tenuto conto delle finalità del Conferimento³⁵.

Sulla base di quanto comunicato dal *management*, non vi sono eventi successivi al 30 giugno 2021 rilevanti ai fini della rettifica della PFNR della Società, che ai fini del Conferimento risulta dunque pari a -9,4 milioni di Euro.

8.1.3. Determinazione del valore delle Attività Accessorie

Tra le attività accessorie rilevanti ai fini della stima del valore della Società, lo scrivente ha considerato il beneficio addizionale derivante dall'implementazione della Linea Shreddering, previsto dal Piano industriale redatto dal *management* della Società.

Come già descritto, la strategia operativa della Società si fonda sul posizionamento nell'ambito di una nuova linea di *business*, per la quale sono stati già effettuati investimenti per l'acquisizione di un impianto di molinatura del materiale proveniente dal processo di raccolta differenziata, al quale verranno affiancati altri due impianti per l'incremento della capacità produttiva nell'esercizio 2022.

In merito al primo impianto già in dotazione presso la Società, sono in corso alla data della presente Relazione la fase di *ramp up* e l'acquisto della materia prima necessaria per la produzione, la cui partenza è prevista per il dicembre 2021.

Tenuto conto della configurazione di Valore Intrinseco ricercata, lo scrivente ha ritenuto opportuno considerare ai fini della stima del valore della Partecipazione i benefici rilevabili dall'impiego del solo primo impianto, apportando rispetto ai flussi di cassa ad esso relativi previsti nell'ambito del Piano nel periodo 2022-2024, i seguenti ulteriori elementi di rettifica:

- ♦ capacità produttiva pari al 65% delle attese del *management* per il 2022, al 70% per il 2023 e al 75% per gli esercizi successivi;
- ♦ marginalità economica conseguibile non superiore alla media dei comparabili di settore individuati (si è fatto riferimento, in tal caso, a imprese domestiche non quotate³⁶), pari al 28,8% dei ricavi;
- ♦ variazioni di capitale circolante sulla base delle condizioni di incasso e pagamento medie previste a Piano;
- ♦ investimenti necessari per il completamento e mantenimento, e ammortamenti del primo impianto.

La vita utile dell'impianto è stata ipotizzata pari a 10 anni, senza alcuna stima del *Terminal Value*.

Sono stati dunque determinati i seguenti flussi di cassa rettificati, che sono stati attualizzati alla Data di Riferimento tenuto conto di un tasso specifico, in seguito al maggior rischio riscontrabile per un investimento per il quale non sono ancora disponibili dati consuntivi.

³⁵ Si segnala che al termine dell'orizzonte di Piano residuano debiti verso altri finanziatori ex IAS17/IFRS16 per 2,0 milioni di Euro.

³⁶ In particolare: M.P.A Srl, R.M.B Spa, Officina dell'Ambiente Spa.



Figura 8.2: Flussi di cassa rettificati per la Linea Shreddering per il periodo 2022-2032

Linea Shreddering	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Ricavi Cap.Prod. 100%	0,0	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
Cap. Prod.	0%	65%	70%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
Ricavi Met2	0,0	4,6	4,9	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
EBITDA	0,0	1,2	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
EBITDA%		26,9%	27,9%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%
Amm.ti	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EBIT	-0,1	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
Imposte	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
CCN	0,0	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Delta CCN	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7
Capex	0,0	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
FCFO	0,0	0,2	0,9	0,6	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	0,7

Valori in milioni di Euro.

Tale tasso, pari al 13,9%, è stato desunto dai tassi interni di rendimento realizzati mediamente in Italia da investitori finanziari per attività di *private equity* e *venture capital* lungo un orizzonte decennale³⁷, e ritenuto adeguatamente più elevato del tasso impiegato per le attività tradizionali pari, come ricordato, al 10,3%.

In considerazione di un tasso di crescita compreso tra 0% e 1,8% per il periodo successivo al 2024 e fino al 2031, il valore attuale dei benefici aggiuntivi derivanti dalla Linea Shreddering è stato stimato in un intervallo compreso tra 4,1 e 4,5 milioni di Euro.

8.1.4. Determinazione del valore del capitale della Società

Sulla base delle analisi condotte e delle risultanze emerse, il Valore Intrinseco relativo al 100% del capitale della Società può dunque essere così sintetizzato:

Figura 8.3: Sintesi delle risultanze della stima del valore della Società mediante applicazione del Metodo Finanziario

Valore Intrinseco	Min	Max
Valore Operativo	29,9	33,5
PFNR	-9,4	-9,4
Attività Accessorie	4,1	4,5
Valore della Società	24,6	28,6

Valori in milioni di Euro.

³⁷ Cfr. Rapporto KPMG/AIFI, "Italian Private Equity and Venture Capital Market", 2017/2020.

Il Valore Intrinseco della Società può essere dunque stimato in un intervallo compreso tra **24,6 milioni di Euro** e **28,6 milioni di Euro**.

8.1.5. Determinazione del valore della Partecipazione

Tenuto conto della quota di proprietà di Kyklos pari all'85,0% del capitale sociale, il Valore Intrinseco *pro quota* della Società in capo alla Conferente risulterebbe dunque compreso tra 20,9 e 24,3 milioni di Euro.

In considerazione della configurazione di valore indagata, il Valore Intrinseco non include eventuali premi riconoscibili da partecipanti al mercato, ma esprime il valore *as is* della Società in funzione dei benefici economici e dei relativi rischi associati. Non è stato dunque applicato un premio per il controllo, a differenza di quanto si dirà *infra* per la ricerca del Valore Normale di Mercato.

Il valore della Partecipazione alla Data di Riferimento, stimato nella configurazione di Valore Intrinseco mediante applicazione del Metodo Finanziario, può dunque essere stimato in un intervallo compreso tra **20,9 milioni di Euro** e **24,3 milioni di Euro**.

8.2. Stima del Valore Normale di Mercato - Applicazione del Metodo dei Multipli

La stima del Valore Normale di Mercato è stata condotta dall'Esperto mediante applicazione del Metodo dei Multipli.

Anche in questa particolare configurazione di valore, si è ritenuto opportuno prevedere una modalità applicativa differente per le due Linee Blending e Shreddering, tenuto conto del differente profilo di rischio e, in particolare, delle potenzialità economiche legate ad una nuova linea di *business* nella percezione di un teorico partecipante al mercato.

Nell'applicazione del Metodo dei Multipli, l'Esperto ha utilizzato il medesimo paniere di aziende comparabili impiegato per la stima del tasso di attualizzazione, ritenuto sufficientemente adeguato agli scopi della presente Relazione.

L'analisi condotta si è focalizzata sui multipli *leading*, che raffrontano il valore operativo ai valori stimati dei risultati economici prospettici nel breve/medio periodo. In particolare, l'indagine si è concentrata sui moltiplicatori di riferimento degli esercizi 2021 e 2022, al fine di ricorrere a dati possibilmente non inficiati dalla situazione contingente particolarmente straordinaria del 2020 dovuta alla diffusione della pandemia, per quanto non si possa ancora considerare "normale" qualunque tipo di previsione prospettica.

Tenuto conto della natura del *business* di riferimento, l'analisi è stata focalizzata sul multiplo "Valore operativo / Margine operativo lordo" (EV/EBITDA), comunemente utilizzato dalla prassi per tale settore. Il multiplo "Valore operativo / Reddito operativo" (EV/EBIT), altrettanto comune, non è stato adottato tenuto conto della significativa differenza delle componenti di ammortamento della Società rispetto ai comparabili.

Non sono stati ritenuti significativi nemmeno il multiplo "Valore operativo / Ricavi" (EV/SALES), né i cosiddetti multipli *equity side* "Capitalizzazione / Utili" (P/E) e "Capitalizzazione / Patrimonio netto" (P/BV), in quanto non comunemente impiegati dalla prassi per il settore di riferimento della Società.



Per entrambi i multipli sono state calcolate medie e mediane, ritenendo queste ultime più significative, in presenza di *outlier*. I multipli selezionati dell'EV/EBITDA sono risultati pari a 6,0x per il multiplo *leading* 2021, e pari a 5,3x per il multiplo *leading* 2022.

Le risultanze del metodo impiegato sono state sottoposte a verifica, mediante analisi delle principali e più recenti operazioni di *merger & acquisition* del comparto. La ricerca è stata condotta a livello mondiale sul *database* finanziario Mergermarket, ed ha portato all'individuazione di un campione ritenuto non significativo quanto a numerosità.

Al fine dell'applicazione del metodo sono state stimate le grandezze elencate di seguito:

1. il Valore Operativo, determinato mediante il prodotto tra il multiplo di mercato e la grandezza di riferimento relativa al *business* tradizionale Blending;
2. il valore della Posizione Finanziaria Netta Rettificata (PFNR);
3. il valore delle Attività Accessorie (ACC), identificate nei benefici addizionali derivanti dall'implementazione della nuova linea di *business* Shreddering.

8.2.1. Determinazione del Valore Operativo

Per quanto concerne la grandezza economica di riferimento, in merito alla Linea Blending la scelta è stata motivata dalla necessità di escludere fenomeni contingenti legati alla presenza di discontinuità, sia specifici, sia legati alla volatilità degli scenari di riferimento. Il moltiplicatore di mercato va infatti applicato ad un margine operativo lordo possibilmente espressivo della redditività di breve e medio periodo della Società.

Gli EBITDA di riferimento per gli anni 2021 e 2022 relativi alla Società sono stati considerati maggiormente rappresentativi rispetto ai consuntivi ai fini della presente analisi, tenuto conto l'impatto del Covid-19 sui risultati 2020, mitigato dalla nuova strategia di selezione della clientela, che ha consentito un recupero di marginalità.

Il primo risulta pari a 4,2 milioni di Euro, ed il secondo pari a 5,3 milioni di Euro. Tenuto conto dell'applicazione di principi contabili omogenei da parte delle società comparabili, non sono state apportate rettifiche all'EBITDA di Met. Extra per tenere conto dei canoni di locazione ex IFRS 16, il cui impatto è riflesso nella Posizione Finanziaria Netta.

L'intervallo relativo al Valore Operativo della Società è stato dunque determinato applicando i due moltiplicatori citati in precedenza, alle grandezze di riferimento, pervenendo ad un valore pari rispettivamente a 25,5 milioni di Euro impiegando i dati *forecast* 2021, e a 28,1 milioni di Euro impiegando i dati *forecast* 2022.

Si segnala che l'applicazione del multiplo EV/EBIT, per quanto ritenuto meno adeguato per i motivi sopra esposti, ha condotto ad una stima superiore del Valore Operativo.

8.2.2. Determinazione del valore della Posizione Finanziaria Netta Rettificata

La Posizione Finanziaria Netta Rettificata, come risultante dalla Situazione di Partenza al 30 giugno 2021 e successivamente integrata delle poste assimilabili come riportate al precedente paragrafo n. 8.1.2, risulta pari a -9,4 milioni di Euro alla Data di Riferimento della valutazione.



8.2.3. Determinazione del valore delle Attività Accessorie

In merito alle attività accessorie, in analogia con la stima del Valore Intrinseco si è ritenuto opportuno valorizzare separatamente il contributo della Linea Shreddering, tenuto conto tuttavia della differente prospettiva del teorico partecipante al mercato, che potrebbe riconoscere alle attività un *highest and best use* legittimamente differente dal valore d'uso nella prospettiva *as is*.

L'Esperto ha dunque considerato il contributo economico di tutti e tre gli impianti previsti nel Piano industriale strategico di Met. Extra, apportando una serie di correttivi per tenere conto dell'incertezza di un progetto quale quello che il *management* ha intrapreso, pur nell'ambito di un *know how* e di relazioni con la clientela già consolidate grazie alla presenza della Linea Blending.

L'EBITDA addizionale relativo alla Linea Shreddering è stato dunque stimato in funzione dei seguenti fattori:

- ♦ ricavi pari a 21,2 milioni di Euro, livello stimato dal *management* a pieno regime per il 2024;
- ♦ impiego della capacità produttiva compreso tra il 65% e il 75% delle attese;
- ♦ marginalità economica conseguibile non superiore alla media dei comparabili di settore (si è fatto riferimento, in tal caso, alle medesime imprese domestiche non quotate di cui alla stima del Valore Intrinseco), pari al 28,8% dei ricavi;

giungendo ad un valore di EBITDA incrementale attribuibile alla Linea Shreddering compreso tra 4,0 e 4,6 milioni di Euro.

In merito al riferimento di mercato, è parso opportuno allo scrivente apportare una rettifica ai moltiplicatori EV/EBITDA desunti dai comparabili, considerando che una valutazione relativa "piena" possa non essere adeguata a riflettere compiutamente la rischiosità del nuovo *business*, senza adeguati correttivi.

Tale correttivo è stato individuato in un coefficiente di sconto compreso tra il 27,0% e il 30,4%, desunto dal rapporto tra i Valori Operativi della Linea Blending emergenti mediante impiego dei differenti tassi di attualizzazione adottati nell'adozione del Metodo Finanziario (nei due differenti scenari di crescita), al fine di riflettere la rischiosità relativa dei due *business* in maniera coerente nelle due differenti configurazioni di valore.

Il moltiplicatore utilizzato per la stima delle Attività Accessorie è dunque stato determinato nell'intervallo 3,7x-3,9x, partendo dal multiplo *leading* riscontrato per i comparabili per l'anno 2022 (5,3x)³⁸.

A conclusione del processo, al valore *asset side* della Linea Shreddering, ottenuto come prodotto tra grandezza di riferimento stimata e moltiplicatore "con correttivo", e risultato compreso tra 15,4 e 16,9 milioni di Euro, sono stati sottratti i fabbisogni finanziari relativi agli investimenti necessari per il completamento della capacità produttiva necessaria per il conseguimento dei ricavi di vendita attesi (mediante acquisizione dei due impianti addizionali e di un nuovo capannone), pari a complessivi -7,5 milioni di Euro.

³⁸ Il valore di riferimento per l'esercizio 2023, pari a 5,9x, non è stato considerato per fini di prudenza.



Tale importo, secondo quanto riflesso nel Piano, verrà finanziato tramite ricorso a nuovo capitale di debito, per la quale la Società ritiene esistere una ragionevole probabilità di concessione dagli istituti di credito, tenuto conto dei valori assunti dai principali parametri finanziari di Piano³⁹.

In conseguenza di quanto descritto, il valore complessivo delle Attività Accessorie può essere stimato in un intervallo compreso tra 7,9 e 9,4 milioni di Euro.

8.2.4. Determinazione del valore del capitale della Società

Sulla base delle analisi condotte e delle risultanze emerse, il Valore Normale di Mercato relativo al 100% del capitale della Società può dunque essere così sintetizzato:

Figura 8.4: Sintesi delle risultanze nell'applicazione del Metodo dei Multipli di Borsa

Valore Normale di Mercato	Min	Max
Valore Operativo	25,5	28,1
PFNR	-9,4	-9,4
Attività Accessorie	7,9	9,4
Valore della Società	23,9	28,1

Valori in milioni di Euro.

Sulla base di quanto precede, il Valore Normale di Mercato della Società può essere dunque stimato in un intervallo compreso tra **23,9 milioni di Euro** e **28,1 milioni di Euro**.

8.2.5. Determinazione del valore della Partecipazione

Tenuto conto della quota di proprietà di Kyklos pari all'85,0% del capitale sociale, il Valore Normale di Mercato *pro quota* della Società in capo alla Conferente risulterebbe dunque compreso tra 20,4 e 23,9 milioni di Euro.

In considerazione della particolare configurazione di valore ricercata – il Valore Normale di Mercato – è possibile ritenere che un partecipante razionale al mercato possa riconoscere altresì un premio per il conseguimento del controllo, legato alla maggioranza di diritto e di fatto che il possesso della Partecipazione garantisce.

³⁹ In particolare, si segnalano: i) un rapporto PFN/EBITDA pari a 1,3 nel 2021, in miglioramento a 0,9 nel 2022 e a 0,6 nel 2023; ii) un rapporto PFN/PN pari a 1,3 nel 2021, in miglioramento a 0,8 nel 2022 e a 0,4 nel 2023.

Nella prassi tale premio è caratterizzato da notevole variabilità di stima. Lo scrivente ha dunque ritenuto opportuno rivolgersi alla letteratura più autorevole in merito, sia in ambito accademico che empirico, individuando un ragionevole livello di premio pari al 28,5%⁴⁰.

Tale premio, ovviamente, non è direttamente proporzionale alla quota posseduta, ma calcolabile secondo la seguente formula⁴¹:

$$a_{cp} = (1 - CP) + \frac{CP}{Spr}$$

ove:

a_{cp} = fattore di aggiustamento;

CP = premio per il controllo;

Spr = *pro rata* pacchetto azionario.

Nella fattispecie, dunque, il fattore a_{cp} da applicare sul valore *pro quota* della Società di competenza della Conferente sarebbe pari al 5,0%, riconoscendo dunque un premio per il controllo in valore assoluto compreso tra 1,0 e 1,2 milioni di Euro.

Il valore complessivo della Partecipazione alla Data di Riferimento, stimato nella configurazione del Valore Normale di Mercato e con il Metodo dei Multipli, è stato dunque determinato in un intervallo compreso **tra 21,4 e 25,1 milioni di Euro**.

8.3. Sintesi delle risultanze

In funzione delle analisi condotte mediante applicazione del Metodo Finanziario inteso ad esprimere il Valore Intrinseco e del Metodo dei Multipli utilizzato per rappresentare il Valore Normale di Mercato, sono stati identificati gli intervalli riportati nella Figura seguente:

Figura 8.5: Sintesi delle risultanze della stima del valore della Partecipazione

Valore della Partecipazione	Min	Max
Valore Intrinseco	20,9	24,3
Valore Normale di Mercato	21,4	25,1

Valori in milioni di Euro.

⁴⁰ Fonti: L. Caprio, A. Floreani, L. Radaelli, "I trasferimenti del controllo di società quotate in Italia: un'analisi empirica dei prezzi e dei risultati per gli azionisti di minoranza", Finanza Impresa e Mercati, 2004; G. Nicodano, A. Sambenelli, "Private benefits, block transaction premiums and ownership structure", 2000; A. Dick, L. Zingales, "Private benefits of control: an international comparison", Journal of Finance, 2004; M. Massari, M. Fabrizi, G. Gianfrate, "La misura del premio per il controllo in Europa", La Valutazione delle Aziende, Finanza e Valore, n. 68, 2013; M. Dallochio, A. Salvi "Finanza Aziendale 2 – Finanza Straordinaria", Egea, 2011.

⁴¹ Cfr. M. Vulpiani, OIV, Principi Italiani di Valutazione, Premi e Sconti, 1 dicembre 2014.

I Principi Italiani di Valutazione stabiliscono che per la stima nel caso di conferimento: *"il valore di conferimento è normalmente rappresentato dal minore tra il valore intrinseco e il valore normale di mercato dei beni conferiti"*.

Nella fattispecie, alla luce di quanto indicato dai PIV, il minore tra il Valore Intrinseco e il Valore Normale di Mercato dei beni conferiti corrisponde alle risultanze emerse per la stima del primo, che mediante l'applicazione del Metodo Finanziario identifica un intervallo di valori compreso tra **20,9 milioni di Euro e 24,3 milioni di Euro**.

L'intervallo individuato esprime risultati non inferiori al valore individuato per l'Aumento di Capitale della Conferitaria, che sulla base di quanto comunicato da TitanMet al mercato⁴², è pari a 20,0 milioni di Euro.



⁴² Cfr. comunicato stampa TitanMet del 18-19 novembre 2021.

9. CONCLUSIONI

Alla luce dell'obiettivo indicato nel paragrafo n. 1, il mandato affidato a chi scrive da Kyklos ha comportato la stima del valore della Partecipazione nell'85,0% del capitale sociale di Met. Extra ai sensi dell'art. 2343-*ter* secondo comma, lettera b) Codice Civile, nell'ambito della prospettata operazione di Conferimento in TitanMet.

La data di riferimento della stima è il 30 giugno 2021.

L'applicazione dei criteri e delle analisi adottate conduce all'identificazione di un intervallo di valori ai fini del Conferimento al quale riferirsi per la definizione del valore della Partecipazione **compreso tra 20,9 milioni di Euro e 24,3 milioni di Euro.**

Chi scrive può dunque confermare che il valore della Partecipazione non è inferiore all'Aumento di Capitale individuato dalla società conferitaria TitanMet nell'ambito del prospettato Conferimento.

Milano, 30 novembre 2021

In fede
Prof. Maurizio Leonardo Lombardi

