

Proxima S.r.l.

Valutazione

15 Aprile 2015

- ❑ **Premessa**
- ❑ **Profilo di Proxhima**
- ❑ **Mercato di riferimento**
- ❑ **Piano industriale**
- ❑ **Metodologie di valutazione**
- ❑ **Stima del valore**
- ❑ **Allegati**
 1. Dettagli di valutazione
 2. Prospetti di bilancio riclassificati al 31.12.2014

-
- Premessa**
 - Profilo di Proxhima**
 - Mercato di riferimento**
 - Piano industriale**
 - Metodologie di valutazione**
 - Stima del valore**
 - Allegati**

Oggetto dell'incarico

- Proxima S.r.l. (“Proxima” o “Società”) è una società che ha sviluppato un processo industriale e brevetti originali per la progettazione e produzione di batterie *redox al vanadio* destinate al settore della generazione di energia elettrica. I soci sono 11 persone fisiche, una delle quali possiede oltre il 60% delle quote.
- Ambers & Co. S.r.l. (“Ambers&Co.”), è stata incaricata, in qualità di advisor finanziario indipendente, di effettuare una valutazione della Società ai fini di un progetto di integrazione con altra società del settore energetico quotata in Borsa, attraverso aumento di capitale riservato con scambio azioni / quote
- Il contenuto del presente documento va interpretato come stima indicativa di valori aziendali, basata su ipotesi e criteri valutativi generalmente condivisi dalla prassi professionale e nella fattispecie applicati attraverso le metodologie di valutazione ritenute più appropriate. La data di riferimento della valutazione è il 31 marzo 2015.
- La relazione di valutazione (Relazione) è destinata agli azionisti e Amministratori di Proxima. La Relazione potrà essere messa a disposizione dei consulenti e delle parti che abbiano sottoscritto accordi di integrazione fra Proxima e altra società. La Relazione potrà essere utilizzata esclusivamente ai fini dell'oggetto sopradescritto e pertanto non potrà essere riprodotta in tutto o in parte, o comunque portata a conoscenza di altri terzi, senza il preventivo consenso scritto di Ambers&Co, che non verrà irragionevolmente negato.
- Il processo di valutazione stima un valore di riferimento teorico del valore di scambio del capitale di un'azienda o di un ramo operativo. Il valore di scambio, o prezzo di un pacchetto azionario o di una società, dipende sia da stime economico-finanziarie di valori intrinseci, oggetto di questa Relazione, che da valutazioni soggettive delle parti interessate o da loro particolari attese e interessi. La valutazione può essere influenzata solo in misura limitata da considerazioni soggettive, mentre non considera altri fattori aventi carattere negoziale. Le metodologie di valutazione applicate sono state condivise con la Direzione di Proxima e rese possibili dalla disponibilità delle informazioni ricevute, coerentemente con il mandato assegnato ad Ambers&Co.

- Nel predisporre il presente documento, Ambers&Co. ha assunto e fatto affidamento sull'accuratezza, completezza e ragionevolezza di tutte le informazioni, finanziarie e di altra natura, che sono state fornite dalla Direzione di Proxhima o pubblicamente disponibili
- Nessuna dichiarazione espressa o implicita, né alcuna garanzia relativa all'accuratezza e completezza delle informazioni ricevute e/o contenute nel documento è resa, e nulla di quanto presentato è o potrà essere ritenuto una promessa sui risultati futuri o un'indicazione sulla consistenza patrimoniale attuale e sui risultati futuri di Proxhima. L'andamento futuro dei ricavi e la crescita prevista dell'attività oggetto del presente documento, incerti e variabili per natura, riflettono proiezioni e assunzioni sviluppate dalla Direzione di Proxhima. Ambers&Co. non ha effettuato attività di revisione e *due diligence* sui dati economici, patrimoniali e finanziari ricevuti
- La decisione di concludere operazioni di acquisto di partecipazioni o finanziamento con le relative clausole contrattuali dovrà essere definita dalle parti interessate. Il contenuto della Relazione non può costituire in alcun modo una raccomandazione a concludere operazioni sul capitale o di finanziamento o transazioni di alcun genere, né può fornire indicazione sui termini economici delle stesse. Eventuali soggetti interessati al possesso o all'acquisto di una partecipazione nel capitale o istituti finanziari eventualmente chiamati a valutare ipotesi di finanziamento di Proxhima e/o delle sue partecipate e/o di società del gruppo aziendale che dovesse risultare dal perfezionamento di operazioni previste in contratti di investimento con altre società, dovranno verificare autonomamente e separatamente tutte le informazioni contenute nel documento

Per la valutazione sono stati utilizzati i seguenti documenti:

- Proiezioni economico-finanziarie 2015-2018 di Proxhima predisposte dalla Direzione della Società (Proxhima Model v3.9 Pilot)

Altre fonti utilizzate nella predisposizione del documento sono state:

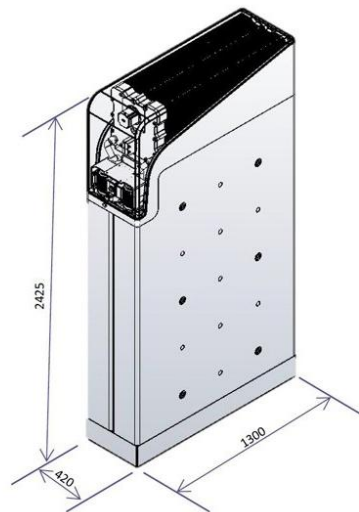
- Bilancio di esercizio di Proxhima S.r.l. al 31 dicembre 2013 e al 31 dicembre 2014
- Situazione contabile interinale al novembre 2014 (bozza non assoggettata a verifiche e approvazione degli organi sociali)
- Sito internet della Società
- Dati ed informazioni pubblicamente disponibili sul mercato di riferimento
- Database AIDA e Bloomberg

-
- Premessa
 - Profilo di Proxhima**
 - Mercato di riferimento
 - Metodologie di valutazione
 - Stima del valore
 - Allegati

Batterie al vanadio ad alta efficienza

- Proxima produce unità di accumulo basate su moduli realizzati con la tecnologia di flusso al vanadio.
- La Società, fondata nel 2013, si trova in uno stadio di sviluppo iniziale; nel corso del 2013 è stata completata la realizzazione di una tecnologia di batteria a flusso modulare e compatta, curandone in particolare lo sviluppo elettrochimico, meccanico ed elettronico.
- Le batterie Proxima sono caratterizzate da un design innovativo brevettato. Trovano applicazione in diversi settori: livellamento di rete elettrica, fotovoltaico, eolico, UPS antenne telecomunicazioni, UPS centri dati.
- Il modulo VR di Proxima è adatto allo stoccaggio di energia sia in micro-grid o singole unità abitative sia come stoccaggio per impianti di generazione da rinnovabili multi-megawatt, anche entrando a far parte di una rete intelligente di tipo *smart grid*.
- La Società è controllata da Angelo D'Anzi (61%), fondatore e CEO. Il restante capitale sociale è posseduto da diverse persone fisiche, tra cui Andrea Raggi, COO (5%) e Davide Biggi, CFO (2%).

Batteria VR25-C6



Caratteristiche tecniche e vantaggi

- Capacità di sopportare fino a 15.000 cicli di carica
- Efficienza superiore all'80%
- Capacità di operare in un *range* di temperature tra -20°C - +50°C

-
- Premessa
 - Profilo di Proxhima
 - Mercato di riferimento**
 - Piano industriale
 - Metodologie di valutazione
 - Stima del valore
 - Allegati

Opportunità di mercato - Batterie al vanadio

Fotovoltaico – Europa. La *European Photovoltaic Industry Association* (EPIA) riporta, nel suo *Global Market Outlook for Photovoltaic 2014-2018*, che il 22% del fotovoltaico installato in Europa è in utenze residenziali. Assumendo una potenza media per impianto di 5 kWh, si possono calcolare circa 480.000 siti domestici che potrebbero installare una batteria di stoccaggio. A questi vanno aggiunti gli impianti di taglia industriale.

Ripetitori e Ponti Radio – Italia.

- El Towers – 3.200 ripetitori (*) RAI Way – 2.300 ripetitori (*).
- Vodafone Italia - 577 centrali e 18.117 stazioni radio base (SRB) (*)

(*) Fonte: sito web aziendale

Ripetitori TV – Europa.

- Germania 8.042
- Francia 9.676
- Romania 5.169
- Regno Unito 7.902
- Turchia 2.934
- Spagna 2.193
- Rep. Ceca 1.434
- Svizzera 1.919
- Norvegia 2.979
- Grecia 1.341

Fonte: *The World Factbook*, 2008

Opportunità di mercato - Batterie al vanadio

Rinnovabili. Diversi governi stanno valutando l'introduzione di incentivi per installare *Energy storage*. L'esigenza è sentita soprattutto per la grande capacità di generazione di energia installata da fonti rinnovabili, per sua natura imprevedibile. Nel caso del fotovoltaico, causa di sovraccarico della rete in alcune ore della giornata. Nel caso dell'eolico: disallineamento temporale tra generazione ed utilizzo. Lo stoccaggio per aumenterebbe l'autoconsumo dell'energia prodotta.

Il governo tedesco ha introdotto un piano di sussidi per lo *storage* residenziale. Il sussidio, pari al 30%, è offerto ai cittadini con un impianto fotovoltaico di capacità installata inferiore a 30 kWp. Nel primo anno di incentivi oltre 4.000 batterie sono state installate.

Il Giappone ha introdotto nel 2013 un piano di incentivi per lo *storage* pari a 2/3 del costo per utenza domestica a partire da impianti di 1 kWp. Il Giappone è il secondo paese, dopo la Germania, a introdurre incentivi. Al momento l'incentivo è limitato a batterie al litio in quanto tecnologia considerata matura.

Ripetitori e Ponti Radio. Ripetitori e ponti radio sono localizzati in zone remote in cui la fornitura di elettricità è assente e alimentate da generatori diesel con costi di approvvigionamento del carburante molto alti, dovute alle difficoltà di trasporto. Le interruzioni di fornitura sono frequenti e rendono comunque necessaria una soluzione.

-
- Premessa
 - Profilo di Proxhima
 - Mercato di riferimento
 - Piano industriale**
 - Metodologie di valutazione
 - Stima del valore
 - Allegati

Ratio di calcolo delle principali assunzioni

Rinnovabili Domestico. Utilizzando come base il report della EPIA di 480.000 impianti domestici di Fotovoltaico, si assume di raggiungere una share pari allo 0,05% del mercato, pari a 240 installazioni. Questo si traduce in 240 batterie 4/24 che consentirebbero prestazioni C5 su utenze da 15 KWh. Nel 2018, la quota di mercato viene aumentata allo 0,1% pari a 480 batterie.

Ripetitori e Ponti Radio - Italia. Gli operatori E1 Towers, RAI Way e Vodafone Italia hanno circa 24.000 impianti, aggiungendo i ripetitori localizzati nelle altre nazioni europee il totale è di circa 67.500 siti. Ipotizzando che il 10% di questi, pari a 6.750, sia in zone remote, una quota pari al 0,5% del mercato sarebbe pari a 33 installazioni di batterie 4/40 entro il 2017. Nel 2018, la quota di mercato viene aumentata al 1% pari a 67 batterie.

Data Centers. Utilizzando una ricerca che stima in 8,6 milioni il numero di data center nel mondo nel 2017, si stima che quelli posizionati in Europa siano il 20%, ovvero 1,72 milioni. L'obiettivo di raggiungere una quota pari al 0,005% del mercato europeo nel 2017 e pari al 0,01% nel 2018, corrisponde rispettivamente a 86 e 172 batterie modello 4/40.

Piano industriale

Proiezioni di Conto Economico

Conto Economico (Euro)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ricavi delle vendite	288.000	924.022	6.322.543	12.009.148	23.868.089	35.989.737
MWh venduti	0,48	1,76	13,32	27,32	58,96	96,20
Totale Ricavi	288.000	924.022	6.322.543	12.009.148	23.868.089	35.989.737
Ricavi/KWh	600	525	475	440	405	374
Costo del venduto	(628.843)	(1.145.791)	(3.275.683)	(6.730.721)	(14.381.329)	(23.397.971)
Garanzie	(14.400)	(46.201)	(63.225)	(120.091)	(238.681)	(359.897)
Personale diretto	(76.000)	(59.850)	(501.693)	(1.010.665)	(2.191.679)	(3.633.765)
Totale costo del venduto	(719.243)	(1.251.842)	(3.840.601)	(7.861.477)	(16.811.689)	(27.391.634)
Primo Margine	(431.243)	(327.820)	2.481.941	4.147.671	7.056.400	8.598.103
<i>Primo Margine %</i>	<i>-150%</i>	<i>-35%</i>	<i>39%</i>	<i>35%</i>	<i>30%</i>	<i>24%</i>
Strumenti EU a favore PMI	-	-	-	-	-	-
Contributi	-	-	-	-	-	-
Totale altri ricavi	-	-	-	-	-	-
Personale	(742.500)	(935.000)	(1.241.613)	(1.542.871)	(2.121.104)	(2.422.246)
Affitti	(60.000)	(61.800)	(63.654)	(65.564)	(98.345)	(101.296)
Marketing	(20.000)	(50.000)	(80.000)	(80.000)	(120.000)	(180.000)
Viaggi	(30.000)	(50.000)	(80.000)	(100.000)	(150.000)	(225.000)
Organi sociali	(36.000)	(36.000)	(36.000)	(48.000)	(57.600)	(69.120)
Consulenti	(11.000)	(11.000)	(11.000)	(11.000)	(22.000)	(33.000)
Utenze - Telecom	(2.500)	(3.000)	(3.000)	(3.000)	(6.000)	(9.000)
Utenze - Energia	(20.000)	(24.000)	(28.800)	(34.560)	(51.840)	(77.760)
Utenze - Acqua	(300)	(180)	(1.437)	(2.757)	(5.694)	(8.991)
Assicurazioni	(3.600)	(3.600)	(3.600)	(3.600)	(5.400)	(6.750)
Leasing di veicoli	0	0	0	0	0	0
Vari	(25.000)	(25.000)	(25.000)	(25.000)	(30.000)	(35.000)
TFR	(100.238)	(126.225)	(167.618)	(208.288)	(286.349)	(327.003)
Totale spese generali	(1.051.138)	(1.325.805)	(1.741.721)	(2.124.639)	(2.954.333)	(3.495.166)
Costi Ricerca e Sviluppo	(50.000)	(87.840)	(87.840)	(87.840)	(109.800)	(137.250)
EBITDA	(1.532.381)	(1.741.465)	652.380	1.935.193	3.992.267	4.965.687
<i>EBITDA Margin %</i>	<i>-532%</i>	<i>-188%</i>	<i>10%</i>	<i>16%</i>	<i>17%</i>	<i>14%</i>
Ammortamenti e Svalutazioni	(290.000)	(428.500)	(492.775)	(630.266)	(773.670)	(702.412)
EBIT	(1.822.381)	(2.169.965)	159.605	1.304.926	3.218.597	4.263.276
Proventi (Oneri) finanziari	(78.722)	(254.679)	(435.515)	(587.345)	(749.849)	(831.434)
Risultato lordo	(1.901.103)	(2.424.644)	(275.910)	717.581	2.468.748	3.431.842
Imposte	564.919	714.941	21.228	(308.399)	(887.154)	(1.204.492)
Risultato netto	(1.336.184)	(1.709.703)	(254.682)	409.182	1.581.594	2.227.350

Fonte: Elaborazioni Proxima (Proxima Model v3.9 Pilot) e riclassifiche Ambers&Co.

Piano industriale

Proiezioni di Stato Patrimoniale

Stato Patrimoniale (Euro)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Brevetti	2,850,000	2,707,500	2,572,125	2,443,519	2,321,343	2,205,276
Attrezzature	810,000	1,539,000	2,285,100	3,676,590	5,108,931	4,598,038
Batterie in affitto/Pilot	450,000	1,035,000	931,500	838,350	754,515	679,064
Immobilizzazioni	4,110,000	5,281,500	5,788,725	6,958,459	8,184,789	7,482,377
Rimanenze	28,800	92,402	632,254	1,200,915	2,386,809	3,598,974
Crediti commerciali	71,014	227,841	1,558,983	2,961,160	5,885,282	8,874,182
Bond - Collateral	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
Attività correnti	179,814	400,243	2,271,237	4,242,075	8,352,091	12,553,155
Debiti commerciali	77,529	141,262	403,851	829,815	1,773,041	2,884,681
Altri debiti	38,051	48,181	61,657	71,725	102,727	132,278
Passività correnti	115,580	189,443	465,509	901,540	1,875,767	3,016,959
Capitale Circolante	64,234	210,800	1,805,729	3,340,535	6,476,324	9,536,196
TFR	(105,638)	(231,863)	(399,480)	(607,768)	(894,117)	(1,221,120)
Fondi	(105,638)	(231,863)	(399,480)	(607,768)	(894,117)	(1,221,120)
Capitale investito netto	4,068,596	5,260,437	7,194,974	9,691,226	13,766,996	15,797,453
Mutui	212,000	164,000	116,000	68,000	20,000	-
Indebitamento bancario	2,077,781	5,027,325	7,264,543	9,399,614	11,941,789	11,764,897
Posizione finanziaria netta	2,289,781	5,191,325	7,380,543	9,467,614	11,961,789	11,764,897
Capitale sociale	3,225,000	3,225,000	3,225,000	3,225,000	3,225,000	3,225,000
Utili (perdite) cumulati	(1,526,184)	(3,235,887)	(3,490,570)	(3,081,388)	(1,499,793)	727,557
Riserve	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
Patrimonio netto	1,778,816	69,113	(185,570)	223,612	1,805,207	4,032,557
Fonti	4,068,596	5,260,437	7,194,974	9,691,226	13,766,996	15,797,453

Fonte: Elaborazioni Proxima (Proxima Model v3.9 Pilot) e riclassifiche Ambers&Co.

Piano industriale

Rendiconto finanziario

Prospetto dei flussi di cassa (Euro)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBITDA	(1.532.381)	(1.741.465)	652.380	1.935.193	3.992.267	4.965.687
Imposte correnti	564.919	714.941	21.228	(308.399)	(887.154)	(1.204.492)
Rimanenze	(28.800)	(63.602)	(539.852)	(568.661)	(1.185.894)	(1.212.165)
Crediti commerciali	(71.014)	(156.827)	(1.331.142)	(1.402.177)	(2.924.122)	(2.988.900)
Altri debiti	26.832	10.130	13.476	10.068	31.002	29.551
Debiti commerciali	77.529	63.733	262.589	425.964	943.226	1.111.641
TFR	100.238	126.225	167.618	208.288	286.349	327.003
Variazioni Capitale Circolante	104.784	(20.341)	(1.427.311)	(1.326.519)	(2.849.440)	(2.732.869)
Flussi di cassa operativi	(862.677)	(1.046.865)	(753.703)	300.275	255.673	1.028.326
Batterie per leasing	0	0	0	0	0	0
Attrezzature	(900.000)	(900.000)	(1.000.000)	(1.800.000)	(2.000.000)	0
Fund raising	0	0	0	0	0	0
Impianto pilota	(500.000)	(700.000)	0	0	0	0
Disinvestimenti	0	0	0	0	0	0
Investimenti	(1.400.000)	(1.600.000)	(1.000.000)	(1.800.000)	(2.000.000)	0
Flussi di cassa disponibili	(2.262.677)	(2.646.865)	(1.753.703)	(1.499.725)	(1.744.327)	1.028.326
Nuova finanza	0	0	0	0	0	0
Finanziamenti soci	0	0	0	0	0	0
Finanziamenti commerciali	0	0	0	0	0	0
Interessi	(78.722)	(254.679)	(435.515)	(587.345)	(749.849)	(831.434)
Flussi di cassa della gestione finanziaria	(78.722)	(254.679)	(435.515)	(587.345)	(749.849)	(831.434)
Variazione PFN	(2.341.400)	(2.901.544)	(2.189.219)	(2.087.070)	(2.494.176)	196.892
Rimborso del debito	(28.000)	(48.000)	(48.000)	(48.000)	(48.000)	(20.000)
Variazione di cassa	(2.369.400)	(2.949.544)	(2.237.219)	(2.135.070)	(2.542.176)	176.892

Fonte: Elaborazioni Proxima (Proxima Model v3.9 Pilot) e riclassifiche Ambers&Co.

Proiezioni di Conto Economico – Con Aumento di Capitale

Conto Economico (Euro)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ricavi delle vendite	288.000	924.022	6.322.543	12.009.148	23.868.089	35.989.737
MWh venduti	0,48	1,76	13,32	27,32	58,96	96,20
Totale Ricavi	288.000	924.022	6.322.543	12.009.148	23.868.089	35.989.737
Ricavi/KWh	600	525	475	440	405	374
Costo del venduto	(628.843)	(1.145.791)	(3.275.683)	(6.730.721)	(14.381.329)	(23.397.971)
Garanzie	(14.400)	(46.201)	(63.225)	(120.091)	(238.681)	(359.897)
Personale diretto	(76.000)	(59.850)	(501.693)	(1.010.665)	(2.191.679)	(3.633.765)
Totale costo del venduto	(719.243)	(1.251.842)	(3.840.601)	(7.861.477)	(16.811.689)	(27.391.634)
Primo Margine	(431.243)	(327.820)	2.481.941	4.147.671	7.056.400	8.598.103
<i>Primo Margine %</i>	<i>-150%</i>	<i>-35%</i>	<i>39%</i>	<i>35%</i>	<i>30%</i>	<i>24%</i>
Strumenti EU a favore PMI	-	-	-	-	-	-
Contributi	-	-	-	-	-	-
Totale altri ricavi	-	-	-	-	-	-
Personale	(742.500)	(935.000)	(1.241.613)	(1.542.871)	(2.121.104)	(2.422.246)
Affitti	(60.000)	(61.800)	(63.654)	(65.564)	(98.345)	(101.296)
Marketing	(20.000)	(50.000)	(80.000)	(80.000)	(120.000)	(180.000)
Viaggi	(30.000)	(50.000)	(80.000)	(100.000)	(150.000)	(225.000)
Organi sociali	(36.000)	(36.000)	(36.000)	(48.000)	(57.600)	(69.120)
Consulenti	(11.000)	(11.000)	(11.000)	(11.000)	(22.000)	(33.000)
Utenze - Telecom	(2.500)	(3.000)	(3.000)	(3.000)	(6.000)	(9.000)
Utenze - Energia	(20.000)	(24.000)	(28.800)	(34.560)	(51.840)	(77.760)
Utenze - Acqua	(300)	(180)	(1.437)	(2.757)	(5.694)	(8.991)
Assicurazioni	(3.600)	(3.600)	(3.600)	(3.600)	(5.400)	(6.750)
Leasing di veicoli	0	0	0	0	0	0
Vari	(25.000)	(25.000)	(25.000)	(25.000)	(30.000)	(35.000)
TFR	(100.238)	(126.225)	(167.618)	(208.288)	(286.349)	(327.003)
Totale spese generali	(1.051.138)	(1.325.805)	(1.741.721)	(2.124.639)	(2.954.333)	(3.495.166)
Costi Ricerca e Sviluppo	(50.000)	(87.840)	(87.840)	(87.840)	(109.800)	(137.250)
EBITDA	(1.532.381)	(1.741.465)	652.380	1.935.193	3.992.267	4.965.687
<i>EBITDA Margin %</i>	<i>-532%</i>	<i>-188%</i>	<i>10%</i>	<i>16%</i>	<i>17%</i>	<i>14%</i>
Ammortamenti e Svalutazioni	(290.000)	(428.500)	(492.775)	(630.266)	(773.670)	(702.412)
EBIT	(1.822.381)	(2.169.965)	159.605	1.304.926	3.218.597	4.263.276
Proventi (Oneri) finanziari	(78.722)	(78.722)	(70.840)	(200.082)	(342.420)	(402.789)
Risultato lordo	(1.901.103)	(2.248.687)	88.765	1.104.845	2.876.178	3.860.486
Imposte	564.919	666.553	(79.058)	(414.896)	(999.197)	(1.322.369)
Risultato netto	(1.336.184)	(1.582.135)	9.707	689.948	1.876.980	2.538.117

- In funzione delle perdite e degli assorbimenti di cassa previsti nel Piano, si è assunto un aumento di capitale di € 5 ml nel 2016 a copertura perdite e a supporto delle ipotesi di finanziamento con mezzi di terzi
- Le proiezioni con aumento di capitale riflettono pertanto i relativi effetti finanziari, economici e patrimoniali

Fonte: Elaborazioni Proxima (Proxima Model v3.9 Pilot) e riclassifiche Ambers&Co.

Proiezioni di Stato Patrimoniale – Con Aumento di Capitale

Stato Patrimoniale (Euro)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Brevetti	2,850,000	2,707,500	2,572,125	2,443,519	2,321,343	2,205,276
Attrezzature	810,000	1,539,000	2,285,100	3,676,590	5,108,931	4,598,038
Batterie in affitto/Pilot	450,000	1,035,000	931,500	838,350	754,515	679,064
Immobilizzazioni	4,110,000	5,281,500	5,788,725	6,958,459	8,184,789	7,482,377
Rimanenze	28,800	92,402	632,254	1,200,915	2,386,809	3,598,974
Crediti commerciali	71,014	227,841	1,558,983	2,961,160	5,885,282	8,874,182
Bond - Collateral	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
Attività correnti	179,814	400,243	2,271,237	4,242,075	8,352,091	12,553,155
Debiti commerciali	77,529	141,262	403,851	829,815	1,773,041	2,884,681
Altri debiti	38,051	48,181	61,657	71,725	102,727	132,278
Passività correnti	115,580	189,443	465,509	901,540	1,875,767	3,016,959
Capitale Circolante	64,234	210,800	1,805,729	3,340,535	6,476,324	9,536,196
TFR	(105,638)	(231,863)	(399,480)	(607,768)	(894,117)	(1,221,120)
Fondi	(105,638)	(231,863)	(399,480)	(607,768)	(894,117)	(1,221,120)
Capitale investito netto	4,068,596	5,260,437	7,194,974	9,691,226	13,766,996	15,797,453
Mutui	212,000	164,000	116,000	68,000	20,000	-
Indebitamento bancario	2,077,781	(100,244)	1,872,586	3,726,890	5,973,679	5,486,019
Posizione finanziaria netta	2,289,781	63,756	1,988,586	3,794,890	5,993,679	5,486,019
Capitale sociale	3,225,000	8,225,000	8,225,000	8,225,000	8,225,000	8,225,000
Utili (perdite) cumulati	(1,526,184)	(3,108,319)	(3,098,612)	(2,408,664)	(531,683)	2,006,434
Riserve	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
Patrimonio netto	1,778,816	5,196,681	5,206,388	5,896,336	7,773,317	10,311,434
Fonti	4,068,596	5,260,437	7,194,974	9,691,226	13,766,996	15,797,453

Fonte: Elaborazioni Proxima (Proxima Model v3.9 Pilot) e riclassifiche Ambers&Co.

Rendiconto finanziario – Con Aumento di Capitale

Prospetto dei flussi di cassa

(Euro)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBITDA	(1.532.381)	(1.741.465)	652.380	1.935.193	3.992.267	4.965.687
Imposte correnti	564.919	666.553	(79.058)	(414.896)	(999.197)	(1.322.369)
Rimanenze	(28.800)	(63.602)	(539.852)	(568.661)	(1.185.894)	(1.212.165)
Crediti commerciali	(71.014)	(156.827)	(1.331.142)	(1.402.177)	(2.924.122)	(2.988.900)
Altri debiti	26.832	10.130	13.476	10.068	31.002	29.551
Debiti commerciali	77.529	63.733	262.589	425.964	943.226	1.111.641
TFR	100.238	126.225	167.618	208.288	286.349	327.003
Variazioni Capitale Circolante	104.784	(20.341)	(1.427.311)	(1.326.519)	(2.849.440)	(2.732.869)
Flussi di cassa operativi	(862.677)	(1.095.253)	(853.989)	193.778	143.630	910.449
Batterie per leasing	0	0	0	0	0	0
Attrezzature	(900.000)	(900.000)	(1.000.000)	(1.800.000)	(2.000.000)	0
Fund raising	0	0	0	0	0	0
Impianto pilota	(500.000)	(700.000)	0	0	0	0
Disinvestimenti	0	0	0	0	0	0
Investimenti	(1.400.000)	(1.600.000)	(1.000.000)	(1.800.000)	(2.000.000)	0
Flussi di cassa disponibili	(2.262.677)	(2.695.253)	(1.853.989)	(1.606.222)	(1.856.370)	910.449
Nuova finanza	0	5.000.000	0	0	0	0
Finanziamenti soci	0	0	0	0	0	0
Finanziamenti commerciali	0	0	0	0	0	0
Interessi	(78.722)	(78.722)	(70.840)	(200.082)	(342.420)	(402.789)
Flussi di cassa della gestione finanziaria	(78.722)	4.921.278	(70.840)	(200.082)	(342.420)	(402.789)
Variazione PFN	(2.341.400)	2.226.024	(1.924.829)	(1.806.304)	(2.198.790)	507.660
Rimborso del debito	(28.000)	(48.000)	(48.000)	(48.000)	(48.000)	(20.000)
Variazione di cassa	(2.369.400)	2.178.024	(1.972.829)	(1.854.304)	(2.246.790)	487.660

Fonte: Elaborazioni Proxima (Proxima Model v3.9 Pilot) e riclassifiche Ambers&Co.

Assessment e criticità del Piano

- Piano con ricavi in forte sviluppo, che implicano livello elevato di fattori di rischio/opportunità
- Prodotto in fase di sviluppo e collaudo in tutti i mercati - dinamiche e dimensioni di mercato non ancora stimabili
- Elevate probabilità di:
 - Tempi di avvio superiori
 - Crescita meno rapida e ritardo nel raggiungimento dei pareggi operativo, economico e finanziario
 - Sottostima investimenti
 - Sottostima fabbisogni finanziari
 - Sovrastima utili

Nel processo di valutazione si è tenuto conto dei fattori di rischio più elevato della norma attraverso:

- Esclusione dei contributi dalle stime di fascia minima e media
- Adozione di un fattore beta (moltiplicatore del premio di rischio sistematico rilevabile sui mercati dei capitali) incrementato del 100% rispetto all'indice di indifferenza pari a 1, con premio di rischio risultante pari al 20%
- Fattore di crescita perpetua successiva alle proiezioni esplicite pari a 1,5% che corrisponde al solo recupero dell'inflazione e a zero crescita reale

-
- ❑ Premessa
 - ❑ Profilo di Proxhima
 - ❑ Mercato di riferimento
 - ❑ Piano industriale
 - ❑ **Metodologie di valutazione**
 - ❑ Stima del valore
 - ❑ Allegati

Metodo Analitico - metodo dei flussi di cassa scontati, o *Discounted Cash Flows* (di seguito DCF), applicato alle proiezioni 2015-2020, predisposte dalla Direzione della Società

Correzione di mercato per riflettere il rischio implicito nelle società nel ciclo iniziale di operatività - Fattore di riduzione del valore risultante dal metodo analitico pari al 56%, che riflette la probabilità di vita delle *startup* USA al quarto anno di vita (Studio della Stern Business School, New York University, 2009)

Le metodologie valutative sono state individuate con l'intento di rispettare:

- il principio dell'omogeneità, basato su valori di mercato per le finalità dell'operazione di integrazione e coerenza metodologica fra le valutazioni tecnico-finanziarie
- le finalità di tutela degli interessi degli attuali azionisti di società quotata in Borsa, esclusi dal diritto d'opzione in occasione di aumento di capitale riservato con concambio azionario della società quotata, dal rischio di diluizioni del valore patrimoniale delle loro azioni, attraverso la possibilità di stimare un valore di riferimento congruo compreso nell'ambito dei valori individuati con le diverse metodologie applicate

I metodi individuati, oltre ad avere consolidate basi dottrinali ed applicative, sono in grado di fornire risultati coerenti con i valori di mercato di settore/segmento nel medio termine e in grado di apprezzare le prospettive di crescita, nel caso del metodo finanziario.

Processo di valutazione

- Calcolo dei flussi di cassa e dei fabbisogni di finanziamento da Piano della Società, per un periodo di proiezione esplicita sufficiente a raggiungere un livello normale di ricavi e redditività
- Utilizzo di parametri di valutazione sufficientemente prudenti da riflettere un livello di rendimento atteso per investimenti ad alto rischio
- Definizione di un intervallo di valori con valore minimo calcolato attraverso applicazione di uno sconto probabilistico al valore intrinseco, per riflettere come estremo inferiore il rischio di non sopravvivenza senza adeguata capacità di finanziamento
- Estremo superiore calcolato con aggiunta dei contributi teoricamente ottenibili durante il processo di sviluppo industriale (€ 2,5 ml cumulati) al netto dell'effetto fiscale, attualizzati e scontati del 50% per riflettere il rischio di mancata o diversa corresponsione

Normalizzazione Piano Proxima

- Separazione contributi da ricavi ed Ebitda (€ 2,5 ml cumulati) e valutazione senza contributi, considerati *risk mitigant*
- Simulazione fabbisogno finanziario
- Ricalcolo interessi su indebitamento
- Normalizzazione investimento in circolante
- Simulazione fabbisogno versamenti da Azionisti e valori a fine Piano (€ 5-7 ml)

- **Valutazione di aziende nel ciclo iniziale di vita (*Startup*):** le problematiche di valutazione più importanti per le società nel ciclo iniziale di vita sono riconducibili alla loro breve storia, spesso concentrata su prodotti concepiti e sviluppati da poco tempo, per mercati poco sviluppati o ancora da sviluppare, la loro dipendenza da apporti di capitale privato e rischio di crisi o insolvenza molto maggiore di quello statisticamente rilevabile come normale.

Data la difficoltà di rilevare dati di mercato affidabili e l'elevato livello di soggettività implicita nel loro utilizzo, è preferibile procedere ad una valutazione di valore intrinseco, per quanto necessariamente con metodologia semplificata.

Le stime degli elementi di calcolo utilizzati in una valutazione intrinseca – flussi di cassa, crescita attesa, tassi di attualizzazione basati sull'apprezzamento del livello di rischio e considerazione del tempo necessario per divenire una azienda per cui sia possibile contare su stabilità e crescita – sono particolarmente impegnative e sono soggette a incertezze fuori dalla norma, rispetto a quelle che si possono formulare per società più strutturate in mercati più maturi.

- **Finanziabilità dello sviluppo:** un piano industriale di società all'inizio del suo ciclo di vita, che ha sviluppato *know how* originale in un mercato nascente, si contraddistingue per imprevedibilità degli investimenti, prima ancora che dei ricavi e dei margini. La difficoltà di stimare le dimensioni dei mercati potenziali e i tempi di crescita di questi mercati, insieme alle analoghe difficoltà di previsione delle dinamiche competitive che si innescheranno durante questi sviluppi, rende difficoltoso ipotizzare i fabbisogni di risorse finanziarie, le loro fonti (investitori privati, fondi di venture capital, sistema bancario, etc.) e la loro dimensione ed evoluzione nel tempo
- **Utilizzo di dati economico-finanziari previsionali:** le valutazioni sono basate su dati previsionali predisposti dalla Direzione delle Società e sulle previsioni di sviluppi e andamenti di mercato, aleatori per natura, in un contesto in cui gli scenari macroeconomici e le condizioni competitive possono mutare significativamente. In sede di determinazione dei parametri valutativi tali fattori di incertezza sono necessariamente riflessi con soggettività, particolarmente elevata in caso di valutazione di *startup*

- **Volatilità:** elevata variabilità dei ricavi e dei risultati delle società emergenti nel segmento di cui fa parte Proxhima, cambiamenti radicali in corso nel mercato dell'energia elettrica e proliferazione di iniziative nelle energie rinnovabili. Ne risultano difficoltà di normalizzazione dei ricavi e della redditività ed un profilo di rischio/opportunità elevato
- **Evoluzione legislativa:** i mercati di sbocco dei prodotti dedicati allo *storage* di quantità elevate di energia operano in mercati generalmente regolamentati e pertanto:
 - l'evoluzione delle loro attività può essere influenzata in modo significativo dalle eventuali future modifiche agli attuali quadri normativi locali
 - Le prospettive di sviluppo, di finanziamento e di risultato possono essere influenzate da incentivi al mercato, contributi alla ricerca e agli investimenti, finanziamenti agevolati, definiti in sede di politiche governative di sviluppo economico e delle fonti di energia rinnovabile
- **Sconti e premi:** in un'operazione con concambio azionario di azioni quotate e azioni non quotate si pone il problema dell'eventuale attribuzione di sconti e premi alle stime di valore. Nel caso del controllo di un gruppo che viene acquisito con concambio di azioni quotate, mentre si può escludere la considerazione di sconti di minoranza, possono invece essere presi in considerazione da un lato premi di maggioranza o premi strategici e dall'altro sconti di liquidabilità da attribuire alle azioni non quotate oggetto di concambio, per il calcolo dei quali si possono utilizzare metodologie statistiche basate su analisi di Borsa e di operazioni societarie. Tali considerazioni hanno tipicamente natura negoziale e sono quantificabili tecnicamente solo con esercizio di soggettività. All'*Equity Value* di Proxhima non sono stati applicati sconti o premi in quanto ritenuti per loro natura negoziali, di stima soggettiva e quindi non calcolabili tecnicamente nella valutazione di un conferimento. Inoltre è da notare che premi di maggioranza o sconti di liquidabilità potrebbero avere natura interamente o parzialmente compensativa

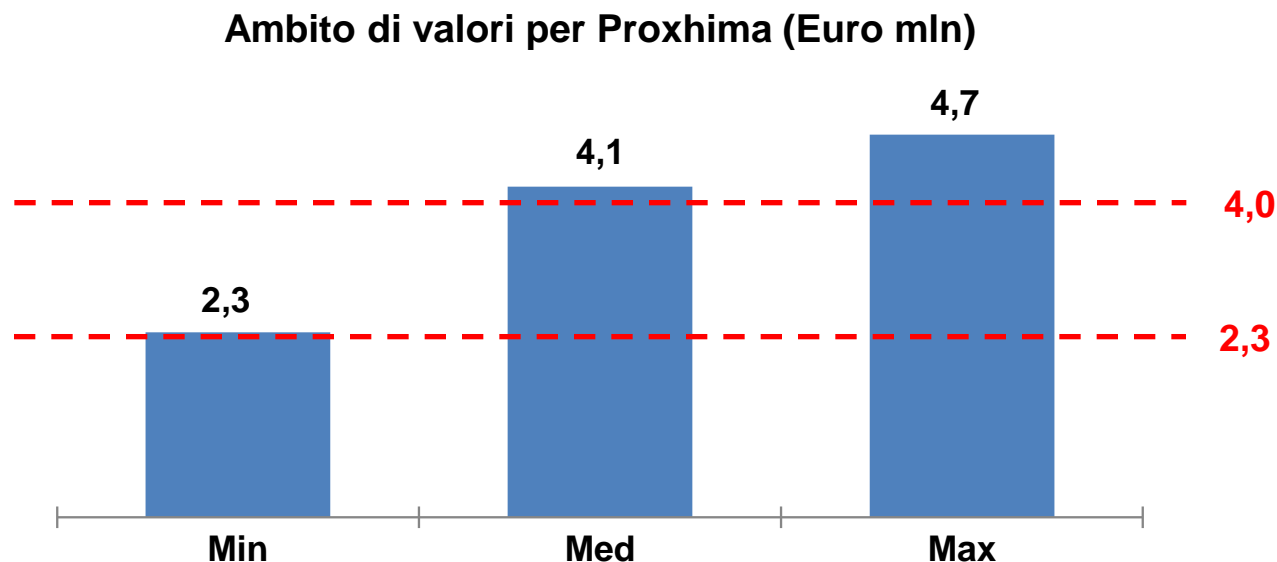
-
- ❑ Premessa
 - ❑ Profilo di Proxhima
 - ❑ Mercato di riferimento
 - ❑ Piano industriale
 - ❑ Metodologie di valutazione
 - ❑ **Stima del valore**
 - ❑ Allegati

L'ambito di valori di Proxhima di riferimento per il rapporto di scambio è stato così definito:

- Valutazione Minima: Valutazione Media ridotta per riflettere un fattore di sconto probabilistico attribuibile alle società non ancora operative (*startup*)
- Valutazione Media: Valore intrinseco secondo le proiezioni di Piano Industriale Proxhima, con stima della posizione finanziaria al 31 marzo 2015
- Valutazione Massima: Valutazione Media + *Surplus Asset* rappresentato dai Contributi teoricamente ottenibili durante il processo di sviluppo industriale al netto dell'effetto fiscale, attualizzati e scontati del 50% per riflettere il rischio di mancata o diversa corresponsione

La Posizione Finanziaria Netta è stata stimata nell'intervallo tra € 0,4-0,45 ml tenendo conto di esposizione bancaria, altri finanziamenti e fornitori non ancora accantonati. Il capitale investito al 31 marzo 2015 può quindi essere stimato in € 3,4 ml, sostanzialmente pari al patrimonio netto contabile al 31 dicembre 2014 e valore intermedio tra valutazione minima e media.

Sintesi dei Valori (Euro milioni)	Min	Med	Max
Valore della Società	2,3	4,1	4,7



La fascia di valori di riferimento di Proxima è compresa tra **Euro 2,3 milioni** e **Euro 4 milioni**.

Come valore intermedio di riferimento si assume un valore di Euro 3,5 milioni

L'intervallo di valutazione delle quote da conferire, pari al 100% del capitale di Proxhima S.r.l., illustrato in precedenza, è stato definito con riferimento ai valori della fascia medio-bassa, ritenuti più significativi in considerazione delle esigenze cautelative dei conferimenti in società per azioni. L'intervallo così definito e il valore di riferimento individuato tengono anche adeguatamente conto degli altri valori risultanti dalle elaborazioni effettuate, rispetto ai quali rappresenta, comunque, una sintesi appropriata.

Questo documento è stato discusso con la Direzione di Proxhima, che ringraziamo per l'assistenza fornita, al fine di verificarne la correttezza delle ipotesi di base e il contenuto in generale.

Il documento è emesso in data 15 aprile 2015 e fa riferimento a dati e analisi di mercato rilevati fino al giorno 31 marzo 2015.

Ambers & Co. S.r.l.



Luigi Tardella
Revisore Legale

-
- Premessa**
 - Profilo di Proxhima**
 - Mercato di riferimento**
 - Metodologie di valutazione**
 - Stima del valore**
 - Allegati**
 1. Dettagli di valutazione
 2. Prospetti di bilancio riclassificati al 31.12.2014

Metodologie di valutazione - DCF

Metodo finanziario basato sullo sconto dei flussi di cassa disponibili attualizzati (DCF)

Il “valore della società” (Equity Value) è calcolato come differenza tra il valore attuale netto delle sue attività operative (EV), il valore di mercato del suo debito finanziario netto (PFN) e gli eventuali Surplus Assets.

Il “valore dell’azienda” (EV) è uguale al valore dei “flussi di cassa disponibili” (FCF), scontati al “costo medio ponderato del capitale” (WACC).

Il FCF è calcolato aggiungendo al risultato operativo al netto delle imposte teoriche, i costi che non generano uscite di cassa e sottraendo gli investimenti netti in immobilizzazioni (CAPEX) e in capitale circolante (CCN), nonché la variazione dei fondi.

Il valore attuale dei FCF oltre il periodo esplicito di previsione (n) è denominato “Terminal Value” (TV): per la stima di questo ultimo viene scontato il FCF normalizzato ad un tasso di attualizzazione pari a quello usato per gli altri flussi, corretto per un coefficiente di crescita (g).

Lo sviluppo del DCF è espresso dalla seguente formula:

$$EV = FCF_1(1+WACC)^{-1} + FCF_2(1+WACC)^{-2} + \dots + FCF_n(1+WACC)^{-n} + TV$$

dove:

EV = Valore d’Azienda (Enterprise Value)

FCF_1, \dots, FCF_n = flussi di cassa stimati nel piano economico – finanziario

WACC = tasso di capitalizzazione / attualizzazione

n = orizzonte temporale relativo alle previsioni

TV = Terminal Value, come risulta dalla seguente formula $TV = [FCF / (WACC-g)] * (1+WACC)^{-n}$

dove:

FCF = Flusso di cassa “normale” a regime, calcolato sulla base di un tasso di crescita perpetuo del fatturato in linea con le tendenze di lungo periodo del mercato di riferimento (tasso g)

Parametri di riferimento del DCF

Il DCF è stato calcolato in base alle proiezioni economico-finanziarie 2015-2020 della Società, con l'applicazione dei parametri più restrittivi riscontrabili dalle analisi dei titoli di settore, sia per esercizio di mitigazione delle forti previsioni di crescita, che per rispettare le finalità prudenziali di una valutazione di conferimento.

Calcolo del WACC		Descrizione
Rf = Risk free rate	1.6%	Tasso di rendimento privo di rischio implicito nelle quotazioni dei Titoli di Stato italiani a 10 anni. Fonte: Bloomberg - Media dei tassi storici ultimi 6 mesi 1.10.14-31.03.15
Rm = Rendimento di mercato	11.6%	Rendimento di mercato elaborato da Bloomberg sul paniere FTSE MIB - Fonte: Bloomberg, 31.03.2015
(Rm - Rf) = Premio per il rischio di mercato	10.0%	Rendimento richiesto dal mercato per un investimento azionario - Fonte: Bloomberg, 31.03.2015
β = Beta	2.0	
$\beta \cdot (Rm - Rf)$ = Premio per il rischio	20.1%	
$Ke = Rf + \beta \cdot (Rm - Rf)$ Costo del capitale di rischio	21.6%	Costo del capitale di rischio, calcolato sulla base del CAPM (Capital Asset Pricing Model)
Kd = Costo del debito	6.0%	Costo del debito calcolato quale costo medio per operazioni di finanziamento di PMI sul mercato del debito
t = Aliquota fiscale	27.5%	
D/(D+E)	60%	
E/(D+E)	40%	
WACC = $Ke \cdot E/(D+E) + Kd \cdot (1-t) \cdot D/(D+E)$	11.3%	

Valore Terminale (Euro mln)	2020E	Normalizzazione	Assunzioni del flusso di cassa normalizzato
Totale ricavi	36.0	36.5	
EBITDA	5.0	4.0	
<i>EBITDA margin %</i>	14%	11%	Margine operativo normalizzato ridotto del 20% rispetto al valore di fine Piano esplicito
Flusso di cassa operativo normalizzato		2.9	
Investimenti		(0.7)	
Flussi di cassa disponibili		2.2	

DCF – Senza Contributi – G=1,5%*Euro milioni*

Metodo dei flussi di cassa scontati	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	Norm
Flussi di Cassa Disponibili	(2.3)	(2.7)	(1.9)	(1.6)	(1.9)	0.9	2.17
Tasso di sconto (WACC)	11.3%						
Crescita sistematica (G)	1.5%						
FCD attualizzati al 31.12.2014	(2.0)	(2.2)	(1.3)	(1.0)	(1.1)	0.5	
Somma dei FCD attualizzati	(7.2)						
Valore Terminale							22.2
Valore Terminale scontato al 31.12.2014	11.7						
Valore dell'Impresa	4.5						
Posizione Finanziaria Netta 31.12.2014	(0.4)						
Valore della Società	4.1						

DCF – Senza Contributi – Sensitivity: G=2,5%*Euro milioni*

Metodo dei flussi di cassa scontati	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	Norm
Flussi di Cassa Disponibili	(2.3)	(2.7)	(1.9)	(1.6)	(1.9)	0.9	2.17
Tasso di sconto (WACC)	11.3%						
Crescita sistematica (G)	2.5%						
FCD attualizzati al 31.12.2014	(2.0)	(2.2)	(1.3)	(1.0)	(1.1)	0.5	
Somma dei FCD attualizzati	(7.2)						
Valore Terminale							24.8
Valore Terminale scontato al 31.12.2014	13.1						
Valore dell'Impresa	5.8						
Posizione Finanziaria Netta 31.12.2014	(0.4)						
Valore della Società	5.4						

DCF – Senza Contributi – Sensitivity: G=3%*Euro milioni*

Metodo dei flussi di cassa scontati	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	Norm
Flussi di Cassa Disponibili	(2.3)	(2.7)	(1.9)	(1.6)	(1.9)	0.9	2.17
Tasso di sconto (WACC)	11.3%						
Crescita sistematica (G)	3.0%						
FCD attualizzati al 31.12.2014	(2.0)	(2.2)	(1.3)	(1.0)	(1.1)	0.5	
Somma dei FCD attualizzati	(7.2)						
Valore Terminale							26.3
Valore Terminale scontato al 31.12.2014	13.8						
Valore dell'Impresa	6.6						
Posizione Finanziaria Netta 31.12.2014	(0.4)						
Valore della Società	6.2						

Proxima S.r.l. - Prospetti di bilancio riclassificati al 31.12.2014

Conto Economico		
(Euro)	2013	2014
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	19,196	33,690
Altri ricavi e proventi	125	0
Valore della produzione	19,321	33,690
Materie prime	(3,199)	(5,606)
Costi per servizi	(63,032)	(97,497)
Godimento di beni di terzi	(1,550)	(11,721)
Oneri diversi di gestione	(723)	(21,578)
Proventi (Oneri) straordinari	(1)	1
Totale costi operativi	(68,505)	(136,401)
EBITDA	(49,184)	(102,711)
Ammortamenti e Svalutazioni	(2,465)	(3,509)
EBIT	(51,649)	(106,220)
Proventi (Oneri) finanziari	16	(4,267)
Risultato lordo	(51,633)	(110,487)
Imposte	14,199	27,536
Risultato netto	(37,434)	(82,951)

Proxhima S.r.l. - Prospetti di bilancio riclassificati al 31.12.2014

Stato Patrimoniale		
(Euro)	2013	2014
Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	0	50,000
Immobilizzazioni immateriali	3,138,781	3,317,935
Immobilizzazioni materiali	21,870	33,123
Cassa vincolata a garanzia		127,127
Immobilizzazioni finanziarie	0	350
Attivo fisso	3,160,651	3,528,535
Totale Crediti	49,953	100,773
Ratei e risconti attivi	0	3,577
Attività correnti	49,953	104,350
Totale Debiti	0	0
Passività correnti	0	0
Capitale circolante netto	49,953	104,350
Capitale investito netto	3,210,604	3,632,885
Indebitamento bancario	28,290	278,271
Cassa	(5,252)	0
Posizione finanziaria netta	23,038	278,271
Capitale sociale	950,000	1,085,000
Riserva da sovrapprezzo delle azioni	2,250,000	2,365,000
Altre riserve	25,000	24,999
Utili (perdite) portate a nuovo	0	(37,434)
Risultato dell'esercizio	(37,434)	(82,951)
Patrimonio netto	3,187,566	3,354,614
Fonti	3,210,604	3,632,885