

**BOZZA SEZIONE VALUTATIVA DELLA RELAZIONE DEL
CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE SULLA DELIBERA DI
AUMENTO DI CAPITALE RISERVATO**



Il Consiglio di Amministrazione Vi ha convocato in sede straordinaria per discutere e deliberare sui seguenti argomenti:

il Consiglio di Amministrazione di Gala S.p.A. (di seguito, rispettivamente il “Consiglio” e “GALA”) aveva deliberato in data 20 marzo 2015 di procedere a formulare un’offerta vincolante per l’acquisizione di Proxima S.r.l. (“Proxima”), una società che ha sviluppato un processo industriale e brevetti originali per la progettazione e produzione di batterie *redox al vanadio*. L’offerta prevede di offrire azioni Gala agli attuali azionisti di Proxima.

La struttura dell’operazione consisterà in un aumento di capitale di GALA, riservato ai soci di Proxima, da sottoscrivere mediante conferimento delle loro quote di partecipazione in Proxima. Ai soci di Proxima saranno assegnate azioni pari al xx% del capitale post-aumento di GALA.

Il Consiglio intende pertanto deliberare una proposta di aumentare il capitale con esclusione del diritto d’opzione ai sensi degli art. 2440 e 2441 c.c. da sottoporre all’approvazione dell’assemblea straordinaria degli azionisti di GALA (“Assemblea”) da liberare mediante conferimento in natura della totalità delle quote di partecipazione Proxima (“Operazione”).

Il Consiglio di seguito illustra le informazioni sul metodo adottato per la determinazione dei rapporti di forza delle due società partecipanti alla fusione e dei relativi rapporti di cambio.

Il Consiglio ha richiesto a EnVent S.p.A. (“EnVent”), Nomad di GALA (“Advisor”), di fornire taluni elementi utili ai fini della determinazione del valore minimo da attribuire a Proxima e del rapporto di scambio delle azioni ordinarie di GALA e le quote Proxima da conferire (“Rapporto di Scambio”).



1. ILLUSTRAZIONE E MOTIVAZIONI DELL'OPERAZIONE

Come noto, GALA ha inteso investire nell'ambito delle tecnologie per la produzione di energia da fonti rinnovabili e per l'efficienza energetica.

In tale contesto, anche alla luce dell'imminente affitto del ramo di azienda di Solsonica Spa e dell'auspicabile successivo acquisto a seguito dell'omologazione del concordato della medesima, GALA ritiene di interesse strategico il c.d. 'storage', ossia la capacità di accumulare elettricità tramite batterie, in particolare per applicazioni funzionali al migliore utilizzo dell'energia prodotta da FER, alla sicurezza delle reti di trasmissione e distribuzione, e all'efficienza energetica.

Proxhima dispone di una tecnologia che GALA valuta interessante per l'innovazione che rappresenta nell'ambito dello storage, per le sue performance e per promettere ampi spazi di innovazione.

1.1 VALORI ATTRIBUITI ALLE SOCIETÀ INTERESSATE AI FINI DELLA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI SCAMBIO E DEL PREZZO DELLE AZIONI GALA DI NUOVA EMISSIONE

Si è proceduto, con il supporto dell'Advisor, alla valutazione delle due Società al fine di pervenire ad un rapporto di valori relativi utile alla determinazione della misura dell'aumento di capitale riservato ai conferenti la partecipazione in Proxhima

Si premette che:

- data la finalità dell'Operazione, che richiede il confronto dei valori stimati delle due entità interessate dalla fusione, le valutazioni effettuate sono valide ai fini comparativi;
- le valutazioni sono state elaborate con riferimento alla data del 31 marzo 2015.

Coerentemente con la prassi consolidata nelle valutazioni d'azienda, si è ritenuto opportuno utilizzare più metodi per la definizione del rapporto di scambio fra le azioni GALA e l'intera partecipazione in Proxhima e la definizione del prezzo delle azioni GALA di nuova emissione.

1.2 PROCESSO DI DETERMINAZIONE DEI RAPPORTI DI SCAMBIO

Il processo di stima dei Rapporti di Scambio da utilizzarsi ai fini dell'Operazione, si è articolato nelle seguenti componenti principali:

- Stima di un intervallo di valutazione di Proxhima



- Stima di un intervallo di valutazione di Gala
- Definizione di un ambito ristretto di rapporti di valore tra azioni Gala e i valori attribuibili a Proxhima necessario a stimare il numero massimo e minimo nuove azioni da emettere al servizio del conferimento per effetto dell'Operazione;

In considerazione dello scopo delle valutazioni, il Consiglio ritiene che i criteri utilizzati conducano ad esprimere valori confrontabili, ancorché riferiti a società aventi caratteristiche ed operanti in settori diversi, per la determinazione dei valori relativi delle stesse e quindi dei Rapporti di Scambio.

1.3 METODOLOGIE DI VALUTAZIONE UTILIZZATE

I metodi di valutazione adottati per l'Operazione fanno riferimento alle metodologie più diffuse nella prassi valutativa nazionale ed internazionale per i rispettivi settori di riferimento. Data la finalità comparativa della valutazione sono stati utilizzati parametri e approcci valutativi omogenei per le due società.

Le metodologie prescelte, pur rappresentando criteri riconosciuti ed utilizzati dalla prassi internazionale, non devono essere analizzate singolarmente, bensì considerate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. L'analisi dei risultati ottenuti da ciascuna metodologia in modo indipendente, e non alla luce del rapporto di complementarità che si crea con gli altri criteri, comporta, infatti, la perdita di significatività del processo di valutazione stesso. Tenuto conto delle finalità sopra richiamate sono stati applicati i seguenti criteri di valutazione per la stima dei Rapporti di Scambio.

GALA

- Attualizzazione dei flussi di cassa futuri attualizzati (DCF)
- Corsi di Borsa del titolo Gala attuali, come media dell'ultimo semestre e fissato al momento della quotazione
- Stime degli analisti che hanno coperto il titolo.

PROXHIMA

- Attualizzazione dei flussi di cassa futuri attualizzati (DCF)
- Criterio del valore presumibile di mercato applicando un fattore di sconto attribuibile alle società non ancora operative (*startup*).



1.4 DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE

Nell'applicazione dei suddetti criteri, sono state considerate le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita nei settori di riferimento. Nello svolgere la valutazione sono stati riscontrati i seguenti principali fattori di difficoltà:

- (a) la diversità dimensionale e di sviluppo aziendale, che anche in caso di applicazione di metodi omogenei comporta difficoltà di stima in ragione dei diversi settori di riferimento e della imprevedibilità del raggiungimento degli obiettivi di crescita dei ricavi e margini per una società in startup;
- (b) indisponibilità di alcune informazioni significative a completamento dell'informazione finanziaria disponibile
- (c) la particolare difficoltà nel formulare e verificare le previsioni della redditività futura sostenibile di Proxhima, il cui prodotto è ancora in fase di sviluppo e collaudo in tutto il mondo, fortemente condizionata quindi alle dimensioni del mercato che progressivamente si svilupperà e al contesto competitivo che si verrà a creare, caratterizzati da elevati investimenti iniziale e un lungo intervallo temporale per la manifestazione dei ricavi, a loro volta strettamente dipendenti dalle future condizioni dei mercati energetici e dalla presenza e misura di incentivi
- (d) l'elevata incidenza dei costi di start-up sui flussi reddituali e finanziari nei primi anni di previsioni di Proxhima, società attualmente nella prima fase del suo ciclo di vita e la stima dei relativi fabbisogni finanziari.

Di seguito si fornisce una descrizione di ciascuna delle metodologie di valutazione utilizzate nell'analisi.

1.5 CRITERIO DELL'ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA FUTURI

Il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi futuri (di seguito "DCF") si basa sul principio che il valore di un'azienda o parte di essa sia dato dalla somma delle seguenti componenti:

- I flussi di cassa operativi netti che essa sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale ("*Weighted Average Cost of Capital*" o "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 non inerenti alla gestione caratteristica o comunque non considerate nei flussi di cassa operativi (“*surplus assets*”).

Tale metodo è peraltro riconosciuto come il più accreditato dalle moderne dottrine internazionali che volgono verso la considerazione del valore aziendale in relazione alla capacità dell'azienda di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore.

I principali assunti metodologici legati all'applicazione del DCF e l'esposizione dei principali criteri utilizzati nella valutazione sono riportati di seguito.

Flussi di cassa operativi netti

I flussi di cassa operativi netti attesi, a cui il modello si riferisce, sono unicamente i flussi operativi, legati all'attività caratteristica della società oggetto di valutazione. Essi sono determinati come segue:

Reddito Operativo

- effetto fiscale figurativo
- = Reddito operativo al netto delle imposte figurative
- + ammortamenti
- + accantonamenti non monetari
- +/- variazioni negative-positive di capitale circolante netto;
- investimenti in capitale fisso
- /+ variazioni positive-negative di altre attività nette
- = *Flusso di cassa operativo netto*

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

Il tasso assunto per l'attualizzazione dei flussi di cassa netti attesi è rappresentato dal costo medio ponderato del capitale, in modo da riflettere il rischio specifico dell'azienda o parte di essa da valutare. Esso viene calcolato in base alla formula seguente:

$$WACC = K_d * (1-T) * [D/(D+E)] + K_e * [E/(D+E)]$$

dove:

$K_d * (1-T)$ = costo dell'indebitamento al netto del vantaggio fiscale;

K_e = costo del capitale proprio;



D = debito finanziario netto;

E = valore corrente del patrimonio netto;

La struttura del capitale (o rapporto indebitamento netto/patrimonio netto) è calcolata sulla base del valore corrente del debito e del patrimonio della società.

Il costo dell'indebitamento, o K_d , è stimato pari al costo medio dell'indebitamento attuale a medio/lungo termine di mercato, al netto dell'effetto fiscale.

Il costo del capitale proprio, o K_e , è stimato pari al tasso di rendimento delle attività prive di rischio, incrementato di un premio per il rischio specifico, calcolato prendendo a riferimento il coefficiente Beta, che misura il rischio sistematico dell'impresa in relazione alla variabilità del suo rendimento rispetto a quello del mercato. Il coefficiente Beta viene stimato sulla base del coefficiente Beta espresso da società quotate comparabili e di considerazioni relative alla specificità delle attività valutate.

Il calcolo è rappresentato nella formula:

$$K_e = R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f)$$

Dove:

R_f = tasso di rendimento *risk free*, pari al rendimento delle attività prive di rischi (R_f) e stimato sulla base del rendimento garantito da obbligazioni a medio/lungo termine emesse dallo Stato;

Beta = coefficiente di volatilità: assunto come media dei beta di mercato di un *panel* di società comparabili;

$(R_m - R_f)$ = premio per il rischio di mercato misurato come maggiore rendimento che, ad un dato momento, gli investitori richiedono per investire nel mercato azionario rispetto ad investire in attività prive di rischio.

Calcolo del valore residuale

Il valore residuale rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di previsione. Esso è determinato tenendo conto di due variabili principali: il flusso di cassa operativo normalizzato del primo anno dopo il periodo esplicito di previsione ed il suo tasso nominale di crescita media nel periodo successivo al periodo di piano (denominato "g").



Posizione finanziaria netta

La posizione finanziaria netta è calcolata come il totale dei debiti finanziari, sia a breve che a lungo termine, al netto della cassa e delle attività finanziarie in portafoglio e facilmente liquidabili.

Altre componenti di valore (“Surplus asset”)

Comprendono il valore complessivo di eventuali attività che la società detiene, ma che non concorrono alla determinazione dei flussi di cassa operativi e che quindi occorre considerare separatamente

I risultati cui si è pervenuti e gli ambiti di valore ottenuti per la stima del rapporto di cambio delle azioni e del prezzo delle azioni di nuova emissione sono i seguenti:

Ambito di valori			
Proxima	Min	Med	Max
Valore d'azienda (€)	2.500.000	3.400.000	3.800.000
N. azioni	1.085.000	1.085.000	1.085.000
Valore per azione (€)	2,30	3,13	3,50
<i>Descrizione</i>	<i>Valore medio BZ</i>	<i>Capitale investito Proxima</i>	<i>DCF</i>
Gala	Min	Med	Max
Valore d'azienda (€)	183.983.939	201.478.200	233.125.198
N. azioni	16.118.256	16.118.256	16.118.256
Valore per azione (€)	11,41	12,50	14,46
<i>Descrizione</i>	<i>Mkt Cap. Media 6M</i>	<i>Prezzo IPO</i>	<i>Consensus Analysti</i>
Concambio			
Rapporti concambio	Min	Med	Max
N. azioni P per 1 azione G	4,95	3,99	4,13
N. azioni G per 1 azione P	0,20	0,25	0,24
N. azioni Gala da dare in concambio	219.017	272.000	262.732
Valori relativi			
	Min	Med	Max
Valore Gala (€)	183.983.939	201.478.200	233.125.198
%	98,66%	98,34%	98,40%
Valore Proxima (€)	2.500.000	3.400.000	3.800.000
%	1,34%	1,66%	1,60%
Valore Totale (€)	186.483.939	204.878.200	236.925.198



2. DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI GALA

I rapporti di cambio indicati dall'applicazione delle metodologie valutative prescelte indicano un ambito di riferimento per cui si ritiene comunque congruo un aumento di capitale che sia compreso nell'ambito più ristretto di 230.000 e 270.000 nuove azioni Gala.

L'analisi dei risultati, nonché considerazioni di ordine strategico e di mercato hanno condotto il Consiglio ad attribuire a Proxhima un valore di Euro 3.251.420,00 a fronte del quale verrà effettuato un aumento di capitale riservato con un massimo di 248.200 azioni Gala di nuova emissione, con un valore unitario di euro 13,10. Tali valori rappresentano un riferimento di equilibrio all'interno della fascia indicata e riflettono sostanzialmente:

- il valore del capitale investito di Proxhima
- il valore del dividendo che verrà corrisposto agli attuali azionisti
- un valore dell'azione Gala che tiene conto sia del corso del titolo sia delle prospettive a breve, in funzione dei risultati e delle iniziative di sviluppo in corso e comunicate al mercato.

