



Prof. Dott. Saverio Petruzzelli
Commercialista, Revisore legale dei conti
Docente universitario



**RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO
DEL RAMO D'AZIENDA DI
SOCIETÀ ENERGIA ITALIA S.P.A.**

ASTE GIUDIZIARIE 7 luglio 2025



Via Trani, n. 84
76123 Andria
C.F. PTRSVR71M05A662U
P.I. 07658080721



INDICE

1.	Premessa	pag. 2
1.1	Oggetto e finalità dell'incarico	pag. 2
1.2	Natura e limiti dell'incarico	pag. 3
1.3	Documentazione utilizzata	pag. 5
1.4	Indipendenza del perito valutatore e adesione al codice etico	pag. 6
1.5	Abbreviazioni utilizzate	pag. 7
2.	Base informativa: la società ed il ramo d'azienda oggetto della valutazione	pag. 8
2.1	Società Energia Italia S.p.A.	pag. 8
2.2	Crisi d'impresa e relative procedure di composizione negoziata attivate dalla Società	pag. 9
2.3	Il "Ramo d'azienda SEI"	pag. 12
2.4	Il Marchio SEI	pag. 14
3.	Scelta del metodo di valutazione	pag. 15
3.1	Considerazioni preliminari	pag. 15
3.2	Metodi di valutazione del ramo d'azienda e considerazioni per le aziende in crisi	pag. 16
3.3	Individuazione del metodo di valutazione da utilizzare	pag. 17
3.4	Utilizzo di un metodo misto di valutazione con esclusiva finalità di controllo	pag. 22
3.5	Configurazione di valore e prospettiva di valutazione	pag. 24
4.	Applicazione della metodologia di valutazione	pag. 25
4.1	Stima dei flussi di cassa netti disponibili per l'azionista (FCFE) nel periodo di previsione esplicito	pag. 25
4.2	Tasso di attualizzazione dei flussi di cassa attesi (FCFE)	pag. 28
4.3	Terminal value	pag. 30
4.4	Passività verso i dipendenti da trasferire	pag. 31
4.5	Sintesi dei risultati dell'applicazione del metodo DCF nella variante equity side (metodo principale di valutazione)	pag. 32
4.6	Applicazione del metodo di controllo	pag. 33
4.6.1.	Valutazione separata del Marchio SEI con il metodo analitico-patrimoniale	pag. 33
4.6.2.	Stima dei flussi di cassa netti disponibili rettificati (al netto del marchio) per l'azionista nel periodo di previsione esplicito (FCFEAdj)	pag. 38
4.6.3.	Sintesi dei risultati dell'applicazione del metodo misto, utilizzato con finalità di controllo della valutazione	pag. 38
5.	Conclusioni	pag. 39

Allegati

- Allegato A – Stima dei flussi di cassa del ramo d'azienda
- Allegato B – Contratto di locazione Info Point



RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEL RAMO D'AZIENDA DI SOCIETÀ ENERGIA ITALIA S.P.A.

1. Premessa

1.1 Oggetto e finalità dell'incarico

Il sottoscritto Prof. Dott. Saverio Petruzzelli, nato a Bari il 5 agosto 1971, domiciliato presso il proprio studio in Andria (BT) alla Via Trani, n. 84, dottore commercialista iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Bari, numero d'iscrizione 2358/A, revisore legale dei conti iscritto nella sezione A del Registro dei Revisori Legali dei Conti, numero d'iscrizione 134755, abilitazione scientifica nazionale alle funzioni di professore di II fascia di Economia Aziendale (I3/B1) rilasciata dal Ministero dell'Università e della Ricerca, iscritto all'albo dei Consulenti Tecnici d'Ufficio del Tribunale di Bari (n. d'iscrizione: 1269), categoria dottori commercialisti e revisori contabili (nelle cui specializzazioni figura la valutazione societaria), dichiara di aver ricevuto in data 12 giugno 2025 dal legale rappresentante di Società Energia Italia S.p.A. l'incarico consistente nella predisposizione di una relazione giurata di stima del valore economico del ramo d'azienda (nel seguito anche "l'Incarico") di Società Energia Italia S.p.A., oggetto di una proposta vincolante di acquisto. Società Energia Italia S.p.A. è identificata come segue: C.F., n. iscr. al Registro Imprese e P. IVA 01928010683, REA PE – 136693, con sede in Pescara, Via Armando Caldora n. 4 (nel seguito anche la "Società" o "SEI").

Il ramo d'azienda di Società Energia Italia S.p.A. ("Ramo d'azienda SEI") oggetto di valutazione è composto dai seguenti elementi:

1. Contratti POD/PDR con i clienti SEI (customer base di SEI);
2. Dipendenti stabilmente presenti nell'info point (3 risorse);
3. Contratti sottoscritti con gli agenti, siano essi persone fisiche che giuridiche;
4. Marchio SEI registrato;
5. Contratto di locazione sottoscritto da SEI in qualità di conduttrice dell'immobile sito in Andria (BT) alla Via G. Rossini n. 35/A e 35/B (sede dell'info point).

L'obiettivo dell'Incarico è, pertanto, quello di fornire un parere indipendente (nel seguito anche "il Parere") per la stima del valore economico del Ramo d'azienda SEI, al fine di poter svolgere valutazioni di congruità/convenienza della proposta vincolante di acquisto ricevuta dalla Società.

La stima del *valore generale del capitale economico* di un'azienda o di un ramo d'azienda rappresenta un'opinione, sostanzialmente razionale e dimostrabile, connessa all'interpretazione professionale della complessa realtà aziendale. Infatti, il valore di un'azienda, o di un ramo d'azienda, è una grandezza stimata in base al processo valutativo seguito, che normalmente tiene conto della previsione dei flussi attesi e dell'apprezzamento dei rischi (e quindi dei tassi).



Il valore generale del capitale economico stimato dal professionista si può discostare dal *valore soggettivo* attribuito al ramo d'azienda, in funzione delle prospettive e dell'utilità della vendita/acquisizione del ramo d'azienda stesso per una delle parti coinvolte nell'operazione. Inoltre, il *prezzo di vendita* si può differenziare dal *valore soggettivo*, e quindi dal *valore generale*, in considerazione di fenomeni contingenti relativi alle condizioni di mercato, nonché alle motivazioni delle controparti e alla forza negoziale delle stesse.

Le analisi valutative sono state svolte con **data di riferimento 30 aprile 2024**. La valuta funzionale della valutazione è l'Euro ("€").

La presente relazione ha come esclusivi destinatari i soci e gli amministratori di Società Energia Italia S.p.A., nonché gli Organi della Procedura di Composizione Negoziata della Crisi d'Impresa di SEI, attivata ai sensi dell'art. 12 del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII), legittimati a riceverla. Eventuali usi differenti rispetto alle finalità del presente Incarico, riproduzioni o diffusione presso soggetti diversi da quelli menzionati necessiteranno del mio preventivo consenso scritto.

Qualsiasi documento e/o analisi (anche in bozza) emesso nel corso dell'Incarico è da considerarsi strettamente riservato e non riproducibile, e sarà soggetto ad utilizzo limitato come innanzi specificato.

1.2 Natura e limiti dell'incarico

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte nel presente documento devono essere interpretati alla luce di quanto segue:

- la presente relazione giurata di stima del valore economico del Ramo d'azienda SEI esplicherà, nel paragrafo conclusivo, il valore stimato attribuibile al suddetto ramo d'azienda, identificato al paragrafo precedente;
- l'incarico di valutazione d'azienda, o di un ramo d'azienda, è caratterizzato da un rilevante grado di complessità. Inoltre, la valutazione richiede l'esercizio professionale di un giudizio, come tale intrinsecamente influenzato da un certo grado di soggettività ed approssimazione, oltre che dalla disponibilità di adeguate informazioni, dati ed altri elementi conoscitivi;
- non esiste – in quanto non è oggettivamente determinabile – il valore "giusto" o il valore "vero" di un'azienda. Ogni valore è sempre e comunque frutto di una stima e, pertanto, è sempre una quantità approssimata e non esatta;
- il *prezzo di vendita* della proposta vincolante di acquisto ricevuta si può differenziare dal *valore economico*, oggetto della presente perizia, in considerazione di fenomeni contingenti relativi alle condizioni di mercato, nonché alle motivazioni delle controparti o alla forza negoziale delle stesse;
- poiché la valutazione è per sua natura prospettica, l'evidenza *ex post* che le previsioni non siano realizzate non è di per sé indice di cattiva qualità della valutazione;



- le analisi condotte sono riconducibili esclusivamente ai fini del presente Incarico. Le stime non potranno quindi essere utilizzate per finalità differenti;
- tutte le informazioni e documenti aziendali utilizzati nell'ambito dell'Incarico sono stati forniti dalla Società, la quale rimane responsabile della completezza, accuratezza e veridicità degli stessi. Resta ferma, quindi, la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione, a seguito del loro impiego;
- nello svolgimento dell'Incarico e per il raggiungimento delle conclusioni esposte nel paragrafo finale, il sottoscritto ha fatto affidamento sul presupposto della veridicità, completezza e correttezza dei dati e delle informazioni tecniche fornite dalla Società:
 - non sono state effettuate verifiche di attendibilità e attività di *audit* sui saldi contabili;
- nello svolgimento dell'Incarico e per il raggiungimento delle conclusioni esposte nel paragrafo finale, il sottoscritto ha fatto affidamento:
 - a) sul presupposto della veridicità, completezza e correttezza dei dati e delle informazioni patrimoniali, economiche, finanziarie e giuridiche forniti dalla Società;
 - b) sulla dichiarazione resa dalla Direzione Generale della SEI in merito all'assenza, alla data del 30/04/2025 di qualsiasi passività verso agenti non ancora liquidata (quali, a titolo meramente esemplificativo: Fondo Indennità Risoluzione Rapporto, Indennità Suppletiva di Clientela, provvigioni o altre competenze maturate e non ancora pagate, ecc.);
- l'Incarico è stato svolto facendo riferimento alle indicazioni tecniche desumibili dalla migliore dottrina aziendalistica sulla valutazione d'azienda. Sono stati applicati metodi di valutazione comunemente accettati dalla prassi e dalla dottrina professionale, conformi ai PIV - Principi Italiani di Valutazione, emessi dall'OIV – Organismo Italiano di Valutazione;
- le tabelle incluse nella presente relazione possono contenere arrotondamenti di importi; eventuali incongruenze e/o difformità tra i dati riportati nelle diverse tabelle sono conseguenza di arrotondamenti;
- nessun terzo potrà fare alcun affidamento sulla perizia di stima, la quale nemmeno potrà essere utilizzata dai destinatari per fini diversi da quello sopra menzionato. Pertanto, la Società si impegna a manlevare e tenere indenne il sottoscritto da ogni pretesa o richiesta risarcitoria, costo o pregiudizio che dovessero derivare da azioni intraprese da terzi in relazione alla divulgazione della perizia in violazione di quanto sopra menzionato;
- la perizia è stata redatta sulla base, inoltre, sulle seguenti assunzioni:
 - a) la conformità agli originali di tutti i documenti che sono stati forniti in copia e l'autenticità degli originali di questi documenti;
 - b) l'autenticità di qualsivoglia timbro, firma, o vidimazione, la capacità delle persone fisiche e l'autenticità e l'effettiva rispondenza alla realtà fattuale di qualsiasi documento, anche di natura fiscale, messo a disposizione o comunque emesso dalla Società o conservato presso di essa;



- c) gli amministratori, i rappresentanti, i collaboratori e i dipendenti della Società che hanno fornito le informazioni necessarie per lo svolgimento del presente incarico sono a tal fine legittimati e/o delegati, e comunque autorizzati dalla Società;
- d) la veridicità, la correttezza e la completezza delle informazioni fornite anche verbalmente dalla Società;
- e) non esistono fatti, circostanze, documenti o elementi che possano essere rilevanti per la redazione della presente perizia, e che possono influenzare le conclusioni raggiunte, che non siano state riferite o fornite.

1.3 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento dell'Incarico ho ricevuto dalla Direzione Generale di SEI i seguenti documenti, consultati/utilizzati nello svolgimento dell'Incarico:

- Fascicolo di bilancio d'esercizio della Società chiuso al 31/12/2021, inclusivo di Relazione sulla gestione, Relazione della Società di Revisione Legale dei Conti, Relazione del Collegio Sindacale e verbale dell'Assemblea dei Soci di approvazione del bilancio;
- Fascicolo di bilancio d'esercizio della Società chiuso al 31/12/2022, inclusivo di Relazione sulla gestione, Relazione della Società di Revisione Legale dei Conti, Relazione del Collegio Sindacale e verbale dell'Assemblea dei Soci di approvazione del bilancio;
- Situazione contabile provvisoria della Società alla data del 31 dicembre 2023, in quanto mi è stato comunicato che il bilancio dell'esercizio 2023 non è stato ancora approvato;
- Situazione contabile provvisoria della Società alla data del 31 dicembre 2024, in quanto mi è stato comunicato che il bilancio dell'esercizio 2024 non è stato ancora approvato;
- Situazione contabile provvisoria della Società alla data del 30 aprile 2025;
- Visura camerale alla data del 14/01/2025;
- Scheda contabile del conto co.ge. 3/20/4 Marchi per il periodo 01/01/2017-30/04/2025;
- Scheda contabile del conto co.ge. 3/20/104 F.do amm. Marchi per il periodo 01/01/2017-30/04/2025;
- Scheda contabile del conto co.ge. 20/10/3 F.do imposte differite per IRES per il periodo 31/12/2020-30/04/2025;
- Scheda contabile del conto co.ge. 20/10/4 F.do imposte differite per IRAP per il periodo 01/01/2021-30/04/2025;
- Registro dei beni ammortizzabili della Società al 31/12/2021;
- Registro dei beni ammortizzabili della Società al 31/12/2022;
- Registro dei beni ammortizzabili della Società al 31/12/2023;
- Registro dei beni ammortizzabili della Società al 31/12/2024;
- Registro dei beni ammortizzabili della Società al 30/04/2025;
- Offerta vincolante per l'acquisto del ramo d'azienda di Società Energia Italia S.p.A. datata 08/05/2025, ricevuta da [REDACTED] comprensiva di Allegato A "Contratti (POD/PDR)", Allegato B "Agenti" e Allegato C "Marchio":
 - Elenco dei clienti con relativi codici POD/PDR;
 - Elenco agenti;

- Contratto di locazione sottoscritto da SEI in qualità di conduttrice dell'immobile sito in Andria (BT) alla Via G. Rossini n. 35/A e 35/B (sede dell'info point);
- Prospetto nominativo dei conteggi per il Fondo di Accantonamento del Trattamento di Fine Rapporto di Lavoro al 30/04/2025 – Tabulato TFR;
- Dettaglio nominativo dei ratei del personale (13[^], 14[^], ferie, festività e ROL maturati e non goduti) al 30/04/2025;
- Dettaglio analitico del costo del personale SEI;
- Documento "Piano Industriale e proposte di Manovra Finanziaria", datato 09/05/2025, in versione *draft*, predisposto dal Management di Società Energia Italia S.p.A. in collaborazione con KPMG Advisory S.p.A. (nel seguito anche il "Piano Industriale" o il "Piano");
- Documento denominato "Stima dei flussi di cassa del ramo d'azienda", datato 04/07/2025, predisposto dal Management di Società Energia Italia S.p.A. in collaborazione con KPMG Advisory S.p.A.

Documenti consultati autonomamente:

- elaborazioni di dati di mercato rese disponibili dal Prof. Aswath Damodaran attraverso il sito di divulgazione finanziaria <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/>;
- informazioni sul rendimento dei titoli di stato, pubblicamente consultabili presso il sito internet del Ministero dell'Economia e delle Finanze;
- informazioni pubbliche sul Marchio SEI registrato, disponibili presso il sito web dell'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi;
- dati finanziari pubblicamente disponibili.

Nel corso dell'Incarico mi sono interfacciato con il ██████████ Presidente del C.d.A. della Società e legale rappresentante, dal quale ho ottenuto le principali informazioni utili allo svolgimento dell'Incarico.

1.4 Indipendenza del perito valutatore e adesione al codice etico

Per quanto attiene ai requisiti di indipendenza, lo scrivente dichiara di non trovarsi in alcuna delle condizioni di cui all'art. 2382 del codice civile: non intercorrono tra lo scrivente e gli Amministratori della Società Energia Italia S.p.A., nonché con i rispettivi organi di controllo, rapporti di cui alla lettera b) e c) dell'art. 2399 del codice civile.

Dichiaro la mia indipendenza nei confronti dei soci, della Società, degli amministratori e degli altri organi di governance della Società. Dichiaro di non avere alcun rapporto di parentela o di affinità, né sussistono relazioni personali o altre cause suscettibili di compromettere la mia indipendenza nei confronti dei soggetti innanzi indicati. Inoltre, il sottoscritto dichiara di non aver alcun interesse, di qualsiasi genere, in eventuali operazioni riguardanti la Società oggetto della valutazione ed il Gruppo di appartenenza.

Lo scrivente valutatore dichiara di aderire al *Code of Ethical Principles for Professional Valuers*, emesso dall'IVSC – International Valuation Standards Council.

1.5 Abbreviazioni utilizzate

Si riportano di seguito le abbreviazioni utilizzate nella presente relazione, diverse dai termini tecnici descritti nel testo:

- “SEI” o “Società”, Società Energia Italia S.p.A.:
- “Incarico”, l’incarico consistente nella stima del valore economico del “Ramo d’azienda SEI”:
- “Ramo d’azienda SEI”, il ramo d’azienda di Società Energia Italia S.p.A. composto da
 1. Contratti POD/PDR con i clienti SEI (customer base di SEI);
 2. Dipendenti stabilmente presenti nell’info point (3 risorse);
 3. Contratti sottoscritti con gli agenti, siano essi persone fisiche che giuridiche;
 4. Marchio SEI registrato;
 5. Contratto di locazione sottoscritto da SEI in qualità di conduttrice dell’immobile sito in Andria (BT) alla Via G. Rossini n. 35/A e 35/B (sede dell’info point), d’azienda di Società Energia Italia S.p.A.
- “Data di riferimento”, la data del 30 aprile 2025:
- “EBITDA”, *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*, risultato economico prima della gestione finanziaria, delle imposte sul reddito, degli ammortamenti e degli accantonamenti, equivalente al concetto di margine operativo lordo (MOL). L’EBITDA è un indicatore di redditività che evidenzia il reddito di un’azienda basato solo sulla sua gestione operativa ed escludendo alcuni elementi non monetari, come gli ammortamenti e gli accantonamenti;
- “EBIT”, *Earnings Before Interests and Taxes*, risultato economico prima della gestione finanziaria e delle imposte sul reddito, ossia reddito operativo aziendale. L’EBIT è sostanzialmente equivalente alla voce “Differenza tra valore e costi della produzione (A-B)” dello schema di conto economico di cui all’art. 2425 del codice civile;
- “FCFE”, *Free Cash Flow to Equity*, il quale esprime il flusso di cassa netto disponibile per l’azionista;
- “CCN”, Capitale circolante netto, differenza tra le attività correnti e le passività correnti di stato patrimoniale;
- “PIV”, *Principi Italiani di Valutazione*, documenti emanati dall’Organismo Italiano di Valutazione - Edizione 2015, applicabili dal 01/01/2016.



2. Base informativa: la società ed il ramo d'azienda oggetto della valutazione

2.1 Società Energia Italia S.p.A.

Società Energia Italia S.p.A. è una società per azioni con capitale sociale di € 600.000.00, interamente posseduto da Sperada Holding S.r.l. (c.f. 02384530685).

La sede legale è in Pescara, in Via Armando Caldora n. 4: Numero REA: PE – 139693: Codice fiscale. Partita IVA e n. iscr. al Registro Imprese: 01928010683.

Si riporta di seguito la composizione degli organi di governance e di controllo di Società Energia Italia S.p.A. alla data di redazione della presente relazione.

Organo	Nominativo	Carica
Consiglio di Amministrazione	[REDACTED]	Presidente e legale rappresentante Consigliere Consigliere
Collegio Sindacale	[REDACTED]	Presidente Sindaco effettivo Sindaco effettivo Sindaco supplente Sindaco supplente
Revisore contabile	[REDACTED]	Società di revisione legale dei conti
Esperto ex Art. 18 D. Lgs 14/2019 e s.m.i.	Della Rocca Sergio	Data atto di nomina: 30/12/2024; Data iscrizione carica: 13/01/2025.

Costituita il 01/02/2010, la Società Energia Italia S.p.A., holding dell'omonimo gruppo societario, opera nei servizi di vendita all'ingrosso di energia elettrica e gas, sia in qualità di operatore del mercato organizzato italiano che in qualità di controparte di contratti bilaterali stipulati con altri operatori, nonché nei servizi di vendita ai clienti liberi dell'energia elettrica e, per il settore del gas, come da autorizzazione ministeriale, per la vendita di gas naturale ai clienti finali a condizioni di libero mercato.

SEI ha acquisito negli anni l'abilitazione da parte del G.M.E. – Gestore del Mercato Elettrico all'acquisto di energia elettrica in Borsa Elettrica Italiana.

Da 2014 Società Energia Italia S.p.A. è altresì "Utente del dispacciamento dell'Energia Elettrica" ai sensi dell'art. 4 dell'Allegato A alla Delibera A.E.E.G. del 09/06/2006 n. 111, ossia soggetto che ha concluso con Tema S.p.A. un contratto per il servizio di dispacciamento. In quanto tale, per ciascun punto di offerta la Società è l'unico soggetto tenuto alla presentazione di offerte sul mercato per il servizio di dispacciamento, per i punti di offerta abilitati a tale mercato. Inoltre, SEI ha la qualifica di Rivenditore di Gas a RE.MI.



Com'è noto la vendita di energia elettrica e gas rappresenta un'attività regolamentata per legge, la cui vigilanza (attività di regolazione e controllo) è demandata all'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente (ARERA).

La Società svolge la propria attività nella sede legale di Pescara e nelle sedi secondarie di Andria, presso Contrada Borduito (sede operativa) e alla Via Rossini n. 35 (negoziato energetico).

Il codice ATECO prevalente è il 35.14 – commercio di energia elettrica. Inoltre, la Società opera altresì con il codice ATECO 35.23 – commercio di gas distribuito mediante condotte.

Le vendite della Società sono effettuate in Italia, con prevalenza verso clienti della regione Puglia. Sia le vendite di energia elettrica che quelle di gas naturale sono contrassegnate dal marchio "SEI", nel seguito descritto.

2.2 Crisi d'impresa e relative procedure di composizione negoziata attivate dalla Società

Si riepilogano di seguito i passaggi principali attinenti alla crisi d'impresa e alle relative procedure di composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa, attivate dalla SEI, come desunti dai documenti forniti dalla Direzione aziendale.

Nel mese di agosto 2022 la SEI ha attivato una prima procedura di composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa, prevista dal D. Lgs. n.14/2019, presentando istanza, mediante accesso alla piattaforma telematica istituita dalla Camera di Commercio di Chieti-Pescara, per la nomina di un esperto ex art. 12 del D. Lgs. n.14/2019, e depositando la documentazione di cui all'art. 17 dello stesso Decreto. L'esperto nominato in data 05/09/2022 dalla Camera di Commercio di Chieti-Pescara, Dott. Alessandro Paglione, accettava la carica in data 08/09/2022, con iscrizione in visura il 12/09/2022.

Come indicato nella Relazione finale ex art. 17, comma 8, del D. Lgs. 12/01/2019 n. 14, predisposta dal [REDACTED] in data 02/09/2023, la crisi dell'Impresa era scaturita dalle seguenti cause:

- 1) pandemia da Covid 19, che aveva determinato un incremento degli insoluti da parte dei clienti finali, con conseguente marcata contrazione della liquidità di cassa della Società, aggravata da misure governative, a favore degli utenti, di sospensione e rateizzazione dei pagamenti;
- 2) aumento spropositato ed imprevedibile dei prezzi energetici derivante sia dalla ripresa post pandemica, in quanto generante un innalzamento della domanda unita ad una riduzione dell'offerta, sia dal conflitto russo-ucraino;
- 3) incremento, a dicembre del 2021 (nella misura di oltre € 4.9 mln), del mark-to-market ("MTM", ossia il valore di mercato o *fair value*) negativo degli strumenti finanziari derivati sottoscritti con MPS - Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. e che, alla sua chiusura alla data del 31/12/2021, aveva comportato il verificarsi della fattispecie di cui all'art. 2447 c.c. ulteriormente aggravata (in misura di € 3.4 mln) da un secondo prodotto derivato di MPS. Situazione in conseguenza della quale gli istituti di credito avevano comunicato la sospensione degli affidamenti precedentemente concessi, con connessa difficoltà per la Società di ottenere garanzie bancarie da prestare per lo svolgimento della propria attività ordinaria ed impossibilità di acquistare direttamente in Borsa Elettrica, con necessità, per l'effetto, di attingere materia prima da altri resellers, esponendosi a *prepayment*

delle forniture, oltre che alla riduzione di marginalità, per essere il prezzo di vendita praticato dai resellers nettamente superiore a quello di acquisto in Borsa.

In data 03/04/2023 la società di revisione legale dei conti Deloitte & Touche S.p.A. inviava alla SEI la Relazione sulle verifiche concordate – *Agreed-upon Procedures* – sui saldi contabili al 30/11/2022 (cfr. *infra* par. 4.1.2), necessaria per validare la “spalla” contabile del Piano Industriale e, in pari data, l'Esperto inviava al ceto bancario la propria *comfort letter* (giudizio di fattibilità del piano), successivamente integrata in data 22/06/2023.

Il 07/07/2023, SEI trasmetteva all'Esperto e al legale del ceto creditorio bancario il Piano Industriale 2022-2027 definitivo e la correlata Manovra Finanziaria, unitamente al documento di gestione dell'*Earn-out agreement* MPS, relativo al MTM derivati. In data 07/08/2023, l'Esperto comunicava al ceto bancario la necessità della sottoscrizione di un unico accordo con tutti i creditori ai sensi dell'art. 23, comma 1, lett. c), del D. Lgs. 12 gennaio 2019 n. 14.

Sia gli accordi con i fornitori che quelli con le banche confluivano nell'Accordo unico ex art. 23, comma 1, lettera c), del D. Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, con relativi allegati, sottoscritto in data 01/09/2023 tra SEI, Sperada Holding S.r.l. e le società Snam Rete Gas S.p.A., Terna S.p.A., AGSM AIM Energia S.p.A., AGSM AIM Energia S.p.A. quale incorporante della 2V Energy S.r.l., AMET S.p.A., Cerved Rating Agency S.p.A., Global Power S.p.A., Nuovenergie S.p.A., ENOI S.r.l. in liq. quale incorporante di Alperg S.r.l. in liq. già Alperg S.p.A., Sarda Factoring S.p.A., nonché con le banche Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Unicredit S.p.A. e FINN Spv S.r.l., firmato altresì dal Dott. [REDACTED] in qualità di Esperto.

Nel corso del IV trimestre 2023 e nei primi mesi del 2024, tuttavia, si sono susseguiti una serie di eventi che hanno determinato una contrazione del valore del patrimonio netto atteso sino a valore negativi, portando ad un inadempimento degli accordi sottoscritti (*breach* di covenant).

In particolare, in sede di approvazione del bilancio di esercizio 2022, la Società di Revisione Legale dei Conti Deloitte & Touche S.p.A. ha evidenziato la necessità di apportare svalutazioni superiori rispetto a quelle precedentemente previste e riportate nel Piano ex Art. 23, comma 1, lett. c), sottoscritto a settembre 2023. Nello specifico, sono state stanziati extra svalutazioni riferite ai crediti verso clienti, per circa € 411 mila, anche a seguito del fallimento di un creditore, e al marchio SEI per € 250 mila. Al riguardo, si osserva che l'approvazione da parte dell'Assemblea dei Soci sia del bilancio 2021 che del bilancio 2022 è avvenuta in data 15/12/2023. Il deposito dei bilanci 2021 e 2022 presso il Registro delle Imprese di Chieti Pescara è avvenuto in data 29/12/2023.

Tra gli aspetti che hanno contribuito al riaccutizzarsi della crisi d'impresa figura anche la notifica in data 22/03/2023 di una cartella di pagamento (n. 083 2023 00069922 58/000) emessa dall'Agenzia delle Entrate-Riscossione. A seguito delle interlocuzioni tenutesi e dello sgravio parziale ricevuto, l'importo della cartella di pagamento è stato rideterminato nella somma complessiva di € 1.251.842.75, di cui € 943.815.24 per imposte (IVA del I, II e III trimestre 2022), stanziati a debito nel Piano Industriale 2022-2027 e manovra finanziaria, ed € 308.027,51 per sanzioni, interessi e diritti complessivi, quest'ultimo importo non stanziato nel suddetto Piano, in quanto di esso la SEI è venuta a conoscenza a seguito della

notifica della cartella di pagamento. La registrazione contabile di tali sanzioni ed interessi è avvenuta in data 29/01/2024. A seguito di versamenti effettuati ad inizio 2024, la SEI ha evitato l'avvio delle procedure esecutive riferite all'iscrizione ipotecaria presso il Servizio di Pubblicità Immobiliare di Trani dell' Agenzia delle Entrate, su immobili di proprietà della Società, ed ha potuto rateizzare il saldo residuo a debito della cartella di pagamento.

Questi eventi hanno determinato la contrazione del patrimonio netto della Società al di sotto delle soglie previste dall' Art. 2447 c.c.

Nel 2024 l'ARERA ha disposto l'incremento degli oneri di distribuzione per circa 20 €/MWh, con la necessità per gli utenti del dispacciamento di incrementare significativamente le garanzie da prestare a E-Distribuzione. L'incremento unitario del valore degli oneri, assieme alla crescita dei volumi e ai picchi di stagionalità caratteristici del portafoglio clienti della SEI, ha comportato la necessità di integrazione da parte della Società di garanzie tramite costituzione di depositi cauzionali per circa € 1 milione. Il mancato rispetto del covenant 2023 e il venir meno di fidejussioni in scadenza verso il GME/Terna hanno determinato la necessità di costituire ulteriori depositi per circa € 0.5 milioni. Conseguentemente, l'incremento degli oneri di distribuzione e il mancato rispetto del covenant hanno determinato l'integrazione di garanzie per circa € 1.5 milioni.

L'incremento delle garanzie ha comportato un drenaggio di liquidità per € 1.5 milioni (necessari per l'attività aziendale) che ha determinato la sospensione dei pagamenti previsti dall' Accordo ex art. 23, comma 1, lettera c), del D. Lgs. n. 14/2019, sottoscritto a settembre 2023.

La Società si è attivata nel corso del secondo semestre del 2024 alla ricerca di un partner industriale e/o finanziario in grado di ristabilire l'equilibrio economico-patrimoniale. Per poter proseguire le interlocuzioni con alcuni potenziali investitori interessati ad entrare nella compagine sociale, la Società ha altresì richiesto al ceto bancario un accordo di moratoria e standstill sino al 31/12/2024.

Nel corso del mese di dicembre 2024, allo scopo di salvaguardare il patrimonio aziendale (con particolare riferimento al proprio portafoglio clienti), la Società ha effettuato richiesta per l'accesso alla Composizione Negoziata della Crisi ex Art. 12 Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII).

In particolare, la CCIAA di Chieti Pescara ha nominato come esperto ex art. 18 del D. Lgs. n. 14/2019 e s.m.i. l'avvocato Sergio Della Rocca, che ha accettato la nomina in data 30/12/2024, con iscrizione in visura il 13/01/2025. Sono state, quindi, avviate le negoziazioni con i creditori e i potenziali partner.

Dalle informazioni acquisite, la SEI ha ricevuto tre manifestazioni di interesse non vincolanti che, a seguito della finalizzazione delle attività di due diligence, si sono tradotte in due Binding Offer, in particolare:

1. la prima offerta vincolante ricevuta da [REDACTED] è rivolta all'acquisizione del portafoglio clienti di SEI (su cui però l'Esperto ha espresso alcune riserve in considerazione del valore complessivo dell'offerta ricevuta e delle correlate recovery ottenibili per i creditori):

2. la seconda offerta vincolante, ricevuta da [REDACTED] operatore specializzato operante in Lombardia, è volta ad una operazione più ampia di acquisto di ramo d'azienda.

L'offerta vincolante ricevuta da [REDACTED] concerne il ramo d'azienda oggetto della presente valutazione.

2.3 Il "Ramo d'azienda SEI"

Il ramo d'azienda di Società Energia Italia S.p.A. ("Ramo d'azienda SEI") oggetto di valutazione è composto dai seguenti elementi:

1. Contratti POD/PDR con i clienti SEI (customer base di SEI);
2. Dipendenti stabilmente presenti nell'info point (3 risorse);
3. Contratti sottoscritti con gli agenti, siano essi persone fisiche che giuridiche;
4. Marchio SEI registrato;
5. Contratto di locazione sottoscritto da SEI in qualità di conduttrice dell'immobile sito in Andria (BT) alla Via G. Rossini n. 35/A e 35/B (sede dell'info point).

Come prima osservazione, si rileva come gli elementi componenti il Ramo d'azienda SEI siano tra di loro interrelati, in quanto rappresentano sostanzialmente il ramo commerciale e reddituale della Società.

Si può, quindi, affermare che il Ramo d'azienda SEI costituisca un'entità economica organizzata e abbia una sua autonomia funzionale.

In merito alla voce sub 1), i contratti POD, acronimo di "Point of Delivery", ossia i codici alfanumerici univoci che identificano il punto fisico di consegna dell'energia elettrica ai clienti finali, rappresentano sostanzialmente l'insieme dei clienti ai quali la Società vende l'energia elettrica; mentre i contratti PDR, acronimo "Punto di Riconsegna", ossia i codici numerici univoci che identificano il punto fisico di consegna del gas naturale ai clienti finali, rappresentano sostanzialmente l'insieme dei clienti ai quali la Società vende il gas. In altri termini, i "Contratti POD/PDR con i clienti SEI" identificano l'insieme dei clienti della SEI alla data di riferimento.

L'elenco dei clienti con relativi codici POD/PDR ed altri estremi identificativi mi è stato fornito dal Presidente della SEI, quale allegato A all'Offerta vincolante per l'acquisto del ramo d'azienda di Società Energia Italia S.p.A. datata 08/05/2025, ricevuta da CIP Lombardia S.r.l. Trattandosi di documento in possesso degli Organi della procedura di composizione negoziata della crisi legittimati a consultarlo e di natura riservata, tale elenco non è stato allegato alla presente Relazione. Il portafoglio clienti in questione è composto da 7.238 codici POD/PDR.

La cessione dell'intero portafoglio clienti della SEI equivale a cedere all'acquirente il fatturato futuro verso tali clienti, ossia i ricavi futuri per vendita di energia elettrica e gas naturale della SEI.

La Direzione Aziendale, nella persona del Presidente del C.d.A. [REDACTED] mi ha espressamente confermato che il ramo d'azienda non include i crediti verso i clienti oggetto dei contratti POD/PDR in questione.



Passando alla voce sub 2), i dipendenti stabilmente presenti nell'info point sono rappresentati da n. 3 risorse, come di seguito analizzate:

Matri-cola	Cognome	Nome	Data assun-zione	Livello	Descrizione quali-fica	Tipologia con-tratto	Part-time / Full-time
22				3 ^a livello	Addetta front-of-fice	Tempo indeter-minato	Full time
28				5 ^a livello	Impiegata ammini-strativa	Tempo indeter-minato	Full time
30				5 ^a livello	Addetta front-of-fice	Tempo indeter-minato	Part time

Come commentato nel Piano Industriale del 09/05/2025, l'inclusione di queste risorse umane nel Ramo d'azienda SEI è funzionale al "mantenimento di un presidio territoriale volto alla salvaguardia delle relazioni dirette con la clientela (sia business che domestica)".

Il trasferimento di queste risorse comporta la quantificazione, alla data di riferimento della valutazione, delle passività riferite a:

- trattamento di fine rapporto;
- competenze differite (ratei 13^a e 14^a mensilità, ferie e permessi maturati e non goduti, ecc.).

In merito alla voce sub 3) "Contratti sottoscritti con gli agenti, siano essi persone fisiche che giuridiche", si tratta del trasferimento degli agenti attivi nella gestione dell'attuale portafoglio clienti della Società. Secondo quanto indicato a pag. 44 del Piano Industriale del 09/05/2025: "la transizione risulta strategicamente rilevante per le attività mirate al mantenimento e allo sviluppo del portafoglio".

L'elenco degli agenti da trasferire è riportato nell'Allegato B all'Offerta vincolante per l'acquisto del ramo d'azienda di Società Energia Italia S.p.A. datata 08/05/2025, ricevuta da [redacted]. Trattandosi di documento in possesso degli Organi della procedura di composizione negoziata della crisi legittimati a consultarlo e di natura riservata, tale elenco non è stato allegato alla presente Relazione.

Al riguardo, è ragionevole ipotizzare che l'inclusione degli agenti nel Ramo d'azienda SEI sia funzionale soprattutto al mantenimento del portafoglio clienti da trasferire. In tal senso, questa componente del Ramo d'azienda SEI è strettamente interrelata alle altre.

In merito alle componenti patrimoniali alla data del 30/04/2025 collegate al trasferimento degli agenti, la Direzione aziendale mi ha confermato quanto segue:

- non vi sono passività a titolo di Fondo FIRR (Fondo Indennità Risoluzione Rapporto) da liquidare, in quanto il maturato al 31/12/2024 è stato versato a marzo 2025;
- non vi sono passività a titolo di indennità suppletiva di clientela (ISC) da liquidare;
- non vi sono debiti verso agenti per provvigioni o altre competenze maturate alla data del 30/04/2025 e non ancora pagate.

Con riferimento alla voce sub 5) "Contratto di locazione sottoscritto da SEI in qualità di conduttrice dell'immobile sito in Andria (BT) alla Via G. Rossini n. 35/A e 35/B (sede dell'info point)", la finalità della cessione del contratto nell'ambito del ramo d'azienda è volta al mantenimento di un presidio

territoriale per salvaguardare le relazioni dirette con la clientela che sarà ceduta, come indicato a pag. 44 del Piano Industriale del 09/05/2025.

Il contratto di locazione dell'immobile sito in Andria (BT) alla Via G. Rossini n. 35/A e 35/B (sede dell'Info Point) è stato stipulato con il Sig. [REDACTED] e prevede un canone annuo di locazione di € 6.000,00. Il contratto di locazione è riportato nell'Allegato B alla presente Relazione.

Con riguardo alle componenti patrimoniali alla data del 30/04/2025 collegate al trasferimento del contratto di locazione dell'Info Point, la Direzione aziendale mi ha confermato che non vi sono debiti per canoni di locazione dell'immobile maturati e non ancora pagati.

In merito al Marchio SEI, le informazioni a commento sono riportate nel paragrafo seguente.

2.4 Il Marchio SEI

Società Energia Italia S.p.A. è titolare e proprietaria piena ed esclusiva del marchio "SEI". Il marchio è iscritto nel registro dei beni ammortizzabili di Società Energia Italia S.p.A. a partire dall'esercizio 2017 ed è stato oggetto di rivalutazione contabile nell'esercizio 2021 per l'importo di € 2.250.000, in base alle disposizioni contenute nell'articolo 110 del D.L. 14 agosto 2020, n. 104, convertito con modificazioni dalla legge 13 ottobre 2020, n. 126, ulteriormente modificato dall'articolo 1, comma 83, della legge 30 dicembre 2020, n. 178 (legge di bilancio 2021).

Il valore netto contabile al 30/04/2025, come risultante da situazione contabile provvisoria a pari data e dal libro cespiti, è di € 1.861.779,67 (costo di € 2.000.339,00 al netto del fondo ammortamento di € 138.559,33).

Il Marchio SEI è utilizzato dalla Società per contrassegnare i servizi di vendita all'ingrosso di energia elettrica e gas, sia in qualità di operatore del mercato organizzato italiano che in qualità di controparte di contratti bilaterali stipulati con altri operatori, nonché come elemento distintivo per l'attività di vendita ai clienti liberi dell'energia elettrica e, per il settore del gas, come da autorizzazione ministeriale, per la vendita di gas naturale ai clienti finali a condizioni di libero mercato.

La Società effettua periodicamente campagne pubblicitarie che veicolano il Marchio a sostegno delle vendite e a supporto delle attività di marketing.

Il marchio "SEI" è stato registrato a nome di Società Energia Italia S.p.A. presso l'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi, presso la Direzione Generale per la Tutela della Proprietà Intellettuale del Ministero dello Sviluppo Economico. N. di domanda: 302017000027411; data deposito: 14/03/2017; data di registrazione: 23/02/2018. Classi di registrazione: 9, 35, 37, 38, 39, 40, 42.

Il Marchio registrato consiste nel numero 6 di colore arancio circondato da otto linguette di colore giallo a simulare un sole con i raggi, e sottostante scritta in stampatello di colore arancio "SEI" con affianco su tre righe le parole, sempre in colore arancio, "SOCIETÀ" "ENERGIA" e "ITALIA", il tutto racchiuso in due parentesi semitonde pure di colore arancio.



Si riporta di seguito la rappresentazione grafica del Marchio:



Le vendite di energia (elettrica e gas) a marchio SEI sono effettuate in Italia, con prevalenza verso clienti della Regione Puglia.

L'inclusione del Marchio SEI nel ramo d'azienda in questione è finalizzato a rafforzare la fidelizzazione della clientela, riducendo il tasso di abbandono o *churn rate* tipico del settore, che aumenterebbe nel caso in cui la cessione dei clienti comportasse anche una bollettazione non a Marchio SEI. Ne consegue che l'inclusione del marchio nel ramo d'azienda è anch'essa funzionale a preservare maggiormente il flusso reddituale connesso all'operazione di cessione della clientela.

3. Scelta del metodo di valutazione

3.1 Considerazioni preliminari

L'azienda, o il ramo d'azienda, costituisce un complesso coordinato di beni, di rapporti giuridici, di risorse umane, unito da una comune finalità economica e dalla capacità di generare un autonomo flusso di risultati¹.

Come si è avuto modo di osservare al par. 2.3, il Ramo d'azienda SEI si compone di elementi tra di loro interrelati, in quanto rappresentano sostanzialmente il ramo commerciale e reddituale della Società, e costituisce un'entità economica organizzata, dotata di una sua autonomia funzionale e flussi di cassa. Anche l'inclusione del Marchio SEI nel ramo d'azienda in questione è funzionale a preservare il flusso reddituale connesso all'operazione di cessione della clientela.

Tali considerazioni indirizzano il perito valutatore verso metodiche di valutazione che considerino il ramo d'azienda nel suo insieme, piuttosto che valutare singolarmente ciascun elemento componente del ramo stesso.

L'attività di vendita di energia elettrica e gas naturale, con la connessa struttura dei costi caratteristici, in cui molti ed i più significativi di questi sono correlati all'andamento delle vendite, consente di effettuare proiezioni economiche future basate su assunzioni e valutazioni ragionevoli, e di stimare i connessi flussi finanziari. Infatti, la Direzione Amministrativa di SEI predispone periodicamente *forecast* e

¹ Cfr. O.I.V. (2015), *Principi Italiani di Valutazione*, par. III.1.12.



budget economico-previsionali, che vengono anche confrontati *ex post* sulla base dei dati consuntivati. Inoltre, il modello di business e la struttura dei costi e ricavi di SEI sono elementi che consentono l'elaborazione di stime dei flussi economici e finanziari futuri.

È importante osservare che la Società ha redatto, con il supporto della primaria società di consulenza KPMG Advisory S.p.A., un articolato documento di pianificazione, denominato "Piano Industriale e proposte di Manovra Finanziaria", datato 09/05/2025, al fine di valutare gli scenari alternativi per la gestione della fase di crisi d'impresa attraversata dalla Società. Il Piano industriale individua uno scenario di continuità aziendale diretta ed uno di continuità aziendale indiretta, prevedendo in entrambi i casi le possibili azioni necessarie al superamento della situazione di crisi.

Nell'ambito dello scenario di continuità indiretta, attraverso la cessione di un ramo d'azienda, il management della Società con il supporto di KPMG Advisory S.p.A. ha recentemente redatto il documento denominato "Stima dei flussi di cassa del ramo d'azienda", riportante i conti economici previsionali aggiornati per il periodo 2025-2029 al fine di valutare la redditività del Ramo d'azienda SEI oggetto di possibile cessione. Il documento "Stima dei flussi di cassa del ramo d'azienda" è riportato nell'Allegato A.

3.2 Metodi di valutazione del ramo d'azienda e considerazioni per le aziende in crisi

I criteri riconosciuti per la valutazione delle aziende, o dei rami di azienda, appartengono a cinque gruppi, comprensivi di diverse varianti:

- 1) criteri patrimoniali;
- 2) criteri reddituali;
- 3) criteri che esplicitano la creazione di valore;
- 4) criteri finanziari;
- 5) criteri comparativi di mercato².

Come osservato dai PIV, al di là della loro articolazione, tutti i criteri sono riconducibili alle tre metodiche generali: del costo (criteri patrimoniali), dei risultati attesi (criteri reddituali, criteri finanziari) o del mercato (criteri comparativi di mercato), o a una combinazione tra le metodiche del costo e del reddito³.

I metodi basati sul flusso dei risultati attesi sono generalmente riconosciuti come quelli che meglio riflettono l'assunto in base al quale il valore dell'azienda è funzione dei frutti che essa sarà in grado di generare in futuro. La logica alla base di questa prospettiva è che nessun operatore razionale

² O.I.V. (2015). *Principi Italiani di Valutazione*, par. III.1.11.

³ Ibid.



riconoscerebbe a un'attività un valore significativamente diverso da quello recuperabile attraverso l'uso o l'investimento nell'attività stessa, e quindi dal valore attuale dei risultati attesi dal detenere l'attività⁴.

In merito alla valutazione delle aziende in crisi, l'Organismo Italiano di Valutazione osserva come, in linea di principio, siano applicabili tutte le tre metodiche di valutazione riconosciute dai PIV: del costo (criteri patrimoniali), dei risultati attesi (criteri reddituali, criteri finanziari) o del mercato (criteri comparativi di mercato). Tuttavia, l'OIV precisa che *“le valutazioni fondate sull'income approach [criteri reddituali, criteri finanziari] sono più frequenti, in quanto è difficile trovare riscontri tanto di valori di mercato di aziende o attività comparabili quanto degli elementi necessari a stimare il costo di rimpiazzo”*⁵.

Inoltre, l'O.I.V. specifica che, nelle valutazioni delle aziende in crisi, spesso è adottato un approccio misto⁶, e che alcune configurazioni di valore sono ricavate attraverso l'applicazione di sconti o maggiorazioni del tasso di attualizzazione⁷.

In merito all'utilizzo di criteri comparativi di mercato, l'Organismo Italiano di Valutazione evidenzia come questa metodica non sia la più indicata, in quanto *“in linea generale un'azienda in crisi presenta specificità che non sono colte dai multipli riferiti a società operanti nello stesso settore, ma in condizioni di equilibrio economico e finanziario. Le condizioni di squilibrio della società in crisi possono impedire di individuare società o transazioni comparabili”*⁸.

3.3 Individuazione del metodo di valutazione da utilizzare

Tenuto conto di quanto evidenziato nei paragrafi precedenti e delle indicazioni della letteratura tecnico-scientifica di riferimento, si ritiene che la metodica di valutazione d'elezione sia rappresentata dal **metodo dei risultati attesi**, a cui è possibile affiancare un metodo misto esclusivamente per finalità di controllo dei risultati ottenuti.

Inoltre, la presenza di documenti previsionali a data recente, predisposti con la consulenza ed assistenza tecnica di una primaria società di consulenza internazionale, rappresenta un elemento informativo significativo che necessariamente, e logicamente, indirizza la scelta del metodo di valutazione nella direzione dei metodi basati sul flusso dei risultati attesi.

⁴ Cfr. il *Commento al Principio Italiano di Valutazione I.16.1 (Parte I – Conceptual Framework)*, OIV (2015), PIV - Principi Italiani di Valutazione.

⁵ O.I.V. (2024), *La valutazione delle aziende in crisi. Discussion paper n. 1/24 Exposure Draft*, par. 168, pag. 61-62, consultabile presso <https://www.fondazioneoiv.it/documenti-oiv/bozza/>.

⁶ Ivi, par. 108, pag. 36.

⁷ Ivi, par. 109 b), pag. 37.

⁸ Ivi, par. 126 a), pag. 47.



Come commentato dall'Organismo Italiano di Valutazione: il valore d'azienda (qualunque configurazione di valore si adotti) è funzione dei risultati attesi. Pertanto, la presenza e l'uso di informazione di natura prospettica rappresenta una componente essenziale nelle valutazioni d'azienda⁹.

Nell'ambito dei due metodi basati sul flusso dei risultati attesi (metodo reddituale e metodo finanziario), si ritiene che quello finanziario, sia preferibile per le seguenti motivazioni:

- a) diffusione e generale riconoscimento e apprezzamento del metodo;
- b) presenza di documenti previsionali a data recente predisposti con l'assistenza di KPMG Advisory S.p.A.;
- c) possibilità di effettuare stime sufficientemente attendibili dei flussi di cassa futuri.

Come osservato da autorevole dottrina: "ormai da molti anni il metodo finanziario è tra quelli maggiormente impiegati nelle applicazioni professionali, indipendentemente dalla finalità della stima"¹⁰.

In base al **metodo finanziario**, il valore dell'impresa è funzione dei flussi di cassa attesi e del tasso impiegato per attualizzarli, la cui misura dipende dal loro profilo di incertezza. Il metodo finanziario può essere impiegato sia nella variante *asset side* che in quella *equity side*¹¹.

Il metodo finanziario viene applicato in base alla formula che prevede l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri previsti analiticamente lungo un orizzonte temporale limitato (cd. "periodo di previsione esplicita") e il calcolo del valore terminale, il quale rappresenta il valore attuale alla data della stima dei flussi di cassa attesi oltre il periodo di previsione analitica.

In merito alla scelta delle varianti (*asset side* vs *equity side*) si ritiene preferibile, nel caso di specie, **utilizzare l'approccio *equity side***, in quanto, come opportunamente osservato dall'Organismo Italiano di Valutazione, nella determinazione della struttura finanziaria occorre considerare che un'impresa in stato di crisi è esposta a maggiori rischi rispetto ad un'azienda in condizioni normali, ciò comporta una struttura finanziaria più pesata a favore del capitale di rischio¹². Inoltre, l'O.I.V. specifica che: "nel caso in cui il piano di ristrutturazione si caratterizzi per rilevanti discontinuità la struttura finanziaria dovrebbe essere *full equity* e conseguentemente il tasso di sconto commisurato al costo dei mezzi propri *unlevered*"¹³.

Si è ritenuto di escludere l'applicazione di metodi basati sui criteri comparativi di mercato o moltiplicatori di mercato (cd. "metodo dei multipli") per le ragioni indicate nel paragrafo precedente esplicitate

⁹ O.I.V. (2021), Discussion Paper n. 1/2021. *L'uso di informazione finanziaria prospettica nella valutazione d'azienda*, p. 4.

¹⁰ Cfr. Massari M., Villani M., Zanetti L. (2022). *Valutazione*, p. 149, Egea.

¹¹ Ibid.

¹² O.I.V. (2024), *La valutazione delle aziende in crisi*, cit., par. 110 a), pag. 37.

¹³ Ibid.

dall'O.I.V.: le condizioni di squilibrio della società in crisi possono impedire di individuare società o transazioni comparabili. I multipli possono riferirsi a società con strutture finanziarie completamente diverse rispetto a quella dell'azienda oggetto di valutazione. Infatti, le grandezze economico-finanziarie della Società e le sue caratteristiche la rendono non comparabile con società quotate, specie nell'attuale momento aziendale caratterizzato dalla crisi d'impresa. Risulterebbe, pertanto, particolarmente complesso determinare lo sconto di illiquidità (con relativi profili di ridotta attendibilità dei calcoli).

Pertanto, tenuto conto della finalità dell'incarico, delle caratteristiche della Società e del Ramo d'azienda SEI oggetto di valutazione, e delle considerazioni innanzi esposte, si è ritenuto che la metodologia di valutazione più adatta alla fattispecie sia quella consistente nell'applicazione del metodo finanziario con l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri (metodo del *Discounted Cash Flow* - DCF) nella variante *Equity side*.

Secondo la metodologia finanziaria alla base del metodo DCF, il valore economico di un'azienda è pari al valore dei flussi di cassa che si prevede la stessa potrà generare, attualizzati applicando un tasso che rifletta il rischio dell'investimento. Il metodo del *Discounted Cash Flow* è riconosciuto come uno dei più accreditati e diffusi modelli valutativi dalle moderne teorie aziendali che correlano il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore¹⁴.

La configurazione di flusso di cassa rilevante ai fini dell'applicazione del metodo finanziario nella variante *equity side* è rappresentata dall'FCFE (Free Cash Flow to Equity), il quale esprime il flusso di cassa netto disponibile per l'azionista¹⁵.

Da un punto di vista teorico, il Free Cash Flow to Equity (FCFE) si ottiene nel seguente modo¹⁶:

+/- EBITDA
+/- Variazione capitale circolante commerciale
+/- Disinvestimenti/Investimenti

¹⁴ Si vedano al riguardo i contributi di: Massari M. e Zanetti L. (2008), *Valutazione. Fondamenti Teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill; Guatri L. e Bini M. (2009), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea; Damodaran A. (2014), *Valutazione delle Aziende*, Maggioli Editore, versione italiana della 2^a edizione di Damodaran A. (2006), *Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, John Wiley and Sons, Inc.; Pellati G. (2016), *La valutazione d'azienda*, Vol. 5, Il Sole 24 Ore. In merito alla primaria rilevanza del metodo del *Discounted Cash Flow* si veda anche quanto osservato da Borsa Italiana nella sua Guida alla valutazione delle aziende: cfr. Borsa Italiana (2004), *Guida alla Valutazione*. Inoltre, una ricerca realizzata dall'Associazione Italiana degli Analisti Finanziari (AIAF) evidenzia che il 47% degli intervistati ha preferito il metodo DCF per la valutazione delle aziende csercitate nel settore industriale: cfr. AIAF (2002), *Best practice nei metodi di valutazione di impresa e di stima del costo del capitale*, in Supplemento a Rivista dell'AIAF, n. 41, 2002.

¹⁵ Cfr. Massari M., Villani M., Zanetti L. (2022), *Valutazione*, cit., p. 160.

¹⁶ Ibid.

=	Flusso di cassa della gestione operativa
+/-	Flusso di cassa della gestione non operativa
+/-	Flusso di cassa relativo all'area della posizione finanziaria netta
+/-	Flusso di cassa legato alle imposte
=	FCFE

Nel caso del Ramo d'azienda SEI, si può osservare quanto segue:

- la voce "Disinvestimenti/Investimenti" non risulta applicabile alla fattispecie in quanto il ramo d'azienda non contempla immobilizzazioni materiali e relativi capex;
- la voce "Flusso di cassa della gestione non operativa" risulta anch'essa non applicabile al Ramo d'azienda SEI, in ragione di quanto evidenziato al paragrafo 2.3;
- la voce "Flusso di cassa relativo all'area della posizione finanziaria netta" è anch'essa non applicabile alla fattispecie, posto che non è previsto il trasferimento di debito finanziario in relazione alla prospettata operazione di cessione del Ramo d'Azienda SEI. Le uniche componenti di debito individuate sono di tipo non finanziario e riguardano il TFR e le competenze differite relative ai tre dipendenti dell'Info Point.

Ne consegue che la configurazione di flusso di cassa a livello di FCFE applicabile al Ramo d'azienda SEI si ottiene come segue:

+/-	EBITDA
+/-	Variazione capitale circolante commerciale
=	Flusso di cassa della gestione operativa
+/-	Flusso di cassa legato alle imposte
=	FCFE Ramo d'azienda SEI

In merito al tasso di attualizzazione, tenuto conto della natura dei flussi considerati (FCFE) e dello stato di crisi aziendale, si utilizza il costo del capitale di rischio unlevered (KeU)¹⁷.

Il DCF nella variante equity side prevede, altresì, la stima del valore terminale (*Terminal value* o "TV"), corrispondente al valore attuale dei flussi successivi al periodo di previsione analitica, presupponendo una continuazione indefinita degli FCFE: ciò impone la formulazione di ipotesi in merito all'evoluzione nel lungo termine degli FCFE¹⁸.

Nel caso di specie, tenuto conto del fatto che il Ramo d'azienda SEI prevede la cessione degli agenti (funzionali al mantenimento del portafoglio clienti da trasferire e relativa redditività), del personale e del locale per l'Info Point (funzionali al mantenimento di un presidio territoriale volto alla salvaguardia delle relazioni dirette con la clientela) e del marchio (anch'esso funzionale a preservare la redditività delle vendite riferite al ramo d'azienda), risulta ragionevole considerare la stima del valore terminale

¹⁷ O.I.V. (2024), *La valutazione delle aziende in crisi*, cit., par. 110 a), pag. 37.

¹⁸ Cfr. Massari M., Villani M., Zanetti L. (2022), *Valutazione*, cit., p. 180.



nel calcolo del DCF, assumendo, quindi, che il Ramo d'Azienda SEI continui a produrre FCFE a vita indefinita dopo il periodo di previsione esplicito.

Al valore così determinato normalmente si sottrae il valore corrente del debito finanziario netto (la cd. "Posizione Finanziaria Netta" o "PFN"), in essere alla data della valutazione. Nel caso in esame, non essendo contemplato nel Ramo d'azienda SEI alcun indebitamento finanziario, non si procederà a sottrarre la PFN dal calcolo dei flussi di cassa attualizzati.

Invece, tenuto conto del fatto che, come evidenziato al paragrafo 2.3, le uniche componenti di debito connesse al Ramo d'azienda SEI sono rappresentate dalle passività riferite ai tre dipendenti dell'Info point, concernenti il trattamento di fine rapporto e le competenze differite (ratei 13[^] e 14[^] mensilità, ferie e permessi maturati e non goduti, ecc.), nell'applicazione del metodo finanziario al ramo d'azienda SEI, al valore attualizzato dei flussi FCFE si sottrarrà il totale delle passività verso dipendenti da trasferire ("PD") alla data di riferimento della valutazione.

Infine, e per completezza di analisi, si osserva che per l'incarico di valutazione in oggetto non sono stati individuati *surplus assets*, ossia attività non inerenti alla gestione caratteristica o comunque non considerate ai fini delle proiezioni dei flussi di cassa.

Alla luce di quanto innanzi esposto, la formula che sintetizza il metodo DCF per la valutazione con il metodo finanziario, nella variante equity side, del Ramo d'azienda SEI è la seguente:

$$W_E = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + KeU)^t} + TV - PD$$

dove:

- W_E = valore economico del Ramo d'azienda SEI;
- $FCFE_t$ = flussi di cassa netti disponibili per l'azionista nel periodo di previsione esplicito;
- n = numero di anni di previsione esplicita;
- KeU = costo del capitale di rischio unlevered;
- TV = valore terminale (*Terminal value*) attualizzato del ramo d'azienda;
- PD = passività verso i dipendenti da trasferire.

Sintetizzando, l'applicazione del metodo DCF per il Ramo d'azienda SEI si articola nei seguenti step:

- 1) Determinazione dei flussi di cassa netti disponibili per l'azionista (FCFE) nel periodo di previsione esplicito, che nella fattispecie riguarda le annualità 2026, 2027, 2028, 2029 oltre che il periodo di 8 mesi dal 01/05/2025 al 31/12/2025, sulla base dei dati prospettici di SEI indicati nel documento "Stima dei flussi di cassa del ramo d'azienda";
- 2) Determinazione del KeU, ossia il tasso di attualizzazione espresso come costo del capitale di rischio unlevered;
- 3) Stima del *Terminal value*, ossia degli FCFE previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di proiezione, ossia successivi al 31 dicembre 2029;

- 4) Attualizzazione degli FCFE attesi nel periodo di previsione esplicito e attualizzazione del TV in base al KeU;
- 5) Calcolo della passività verso i tre dipendenti da trasferire, nell'ambito della cessione del Ramo d'azienda SEI, alla data del 30/04/2025.

3.4 Utilizzo di un metodo misto di valutazione con esclusiva finalità di controllo

Il metodo finanziario esposto nel paragrafo precedente rappresenta il metodo valutativo di elezione per il ramo d'azienda in questione, in ragione della sua riconosciuta valenza scientifica e del robusto background di letteratura menzionato innanzi. Inoltre, i flussi netti di cassa del ramo possono essere stimati e ciascun componente del ramo d'azienda è funzionale al ramo stesso e alla generazione degli FCFE.

Ciò premesso, si è osservato in precedenza come nelle valutazioni delle aziende in crisi sia comune l'utilizzo anche di un approccio misto.

In tal senso, al fine di poter disporre di uno strumento di controllo dei valori che risulteranno dall'applicazione del citato metodo finanziario, esposto nel paragrafo precedente, che rappresenta comunque il metodo principale, si è ritenuto utile esplorare una configurazione di valore alternativa da applicare al ramo d'azienda in oggetto.

In particolare, si è ipotizzato un approccio misto: metodo finanziario e metodo analitico-patrimoniale, quest'ultimo applicato esclusivamente al Marchio SEI. In altri termini, si è ipotizzato di stimare i flussi netti di cassa del Ramo d'azienda SEI seguendo l'approccio metodologico delineato nel paragrafo precedente, e di considerare il valore del Marchio SEI come se fosse un'entità separata, da valutare in funzione del suo valore patrimoniale, opportunamente rettificato.

I metodi misti di valutazione costituiscono una mediazione tra i metodi basati sul flusso dei risultati attesi (metodi reddituali/finanziari), caratterizzati da un'elevata razionalità, e quelli patrimoniali, contraddistinti da una maggiore verificabilità e semplicità applicativa¹⁹. Lo scopo è quello di determinare il valore economico aziendale mediante l'impiego sia di grandezze di flusso che di *stock*, valorizzando gli aspetti positivi derivanti da ciascuna metodologia e cercando di limitarne i difetti.

Nella fattispecie, si è ipotizzato di effettuare una stima autonoma del Marchio SEI, applicando una metodologia analitico-patrimoniale che consenta di giungere ad un valore corrente di tale intangibile alla data di riferimento della valutazione.

Va ricordato che il Marchio SEI è stato oggetto di perizia di valutazione da parte del sottoscritto in data 15 novembre 2021, applicando un approccio reddituale: criterio dei redditi differenziali generati dal marchio attraverso il metodo *With or without*. In base al criterio del reddito, il valore di un intangibile corrisponde al valore attuale dei flussi di reddito che ci si attende lo stesso sarà in grado di generare

¹⁹ Cfr. Pellati G. (2016), *La valutazione d'azienda*, Vol. 4, Il Sole 24 Ore.

lungo la sua vita utile²⁰. Il metodo *With or with-out*, tuttora tra i metodi reddituali differenziali di riferimento e più applicati per gli intangibili come il marchio²¹, esprime il valore del marchio come differenza di redditività (nella fattispecie a livello di NOPAT – *Net Operating Profit After Taxes*, reddito operativo atteso defiscalizzato) generata dal marchio rispetto a soggetti "routinari" (imprese prive di un marchio effettivamente distintivo, capace di generare redditi incrementali).

La circostanza che il Marchio SEI sia stato oggetto di rivalutazione contabile a seguito di relazione di stima con applicazione di un criterio reddituale, effettuata meno di quattro anni fa, rappresenta un elemento valutativo da considerare, che consente di poter applicare un approccio analitico-patrimoniale al valore rivalutato del marchio.

In altri termini, è possibile determinare il valore patrimoniale aggiornato, o corrente, del Marchio SEI alla data del 30/04/2025, partendo dal valore rivalutato iscritto nel bilancio al 31/12/2021. L'applicazione dell'approccio analitico-patrimoniale al Marchio SEI comporterà l'esame del trattamento contabile del marchio a partire dalla data di rivalutazione sino alla data di riferimento della presente valutazione, e includerà altresì le implicazioni fiscali connesse a tale intangibile.

Avendo optato per la stima autonoma del Marchio SEI con il metodo analitico-patrimoniale, al fine di poter applicare il metodo finanziario alle altre componenti del ramo d'azienda è necessario rettificare i flussi di cassa per evitare una moltiplicazione di valore. Infatti, va osservato che gli FCFE di cui si è detto al paragrafo precedente sono riferiti all'intero Ramo d'azienda SEI, incluso del marchio, in quanto esprimono la capacità reddituale del ramo d'azienda nel suo complesso: ogni elemento componente il ramo d'azienda (incluso il marchio) contribuisce alla generazione di redditi e corrispondenti flussi netti di cassa. Poiché, quindi, gli FCFE sono riferiti all'intero Ramo d'Azienda SEI, se si sommasse il valore derivante dal DCF, come esplicitato al paragrafo precedente, a quello del marchio si distorcerebbe il valore complessivo del ramo d'azienda, in quanto si avrebbe una sorta di "doppia" valorizzazione del marchio.

Per evitare tale distorsione si è ritenuto di rettificare gli FCFE con un approccio semplificato, ossia sottraendo dagli FCFE l'ammortamento del marchio. Questa semplificazione serve a evitare il citato problema di doppio conteggio o *double counting*, e simula l'assorbimento di cassa o i minori ricavi derivanti dall'esaurirsi della vita utile economica del marchio. Infatti, il marchio è un intangibile a vita definita ed i suoi benefici economici, qualora esistenti, si esplicano lungo un arco temporale medio di 5-10 anni (al massimo estendibile a 20 anni per i marchi particolarmente affermati).

²⁰ Come evidenziato dai Principi Italiani di Valutazione: "normalmente un bene immateriale [quale il marchio d'azienda] che conferisce un vantaggio competitivo distintivo al soggetto che lo detiene ... è valutato sulla base della metodica del reddito" (O.I.V., 2015, Principi Italiani di Valutazione, par. III.5.5).

²¹ Cfr. Massari M., Villani M., Zanetti L. (2022), *Valutazione*, cit. p. 569; International Valuation Standards Council (2024), *IVS 210: Intangible Assets*, par. 60.05; O.I.V. (2015), cit., par. III.5.5.

Si ritiene che questa semplificazione possa ritenersi accettabile, considerata la mera finalità di controllo del metodo valutativo misto in questione, e il carattere preminente della valutazione con metodo finanziario, esposta al paragrafo precedente.

Alla luce di quanto detto, la formula che sintetizza il metodo misto di valutazione in questione, utilizzato esclusivamente per finalità di controllo della valutazione con il metodo principale finanziario, è la seguente:

$$W_E = \sum_{t=1}^n \frac{FCFEAdj_t}{(1 + KeU)^t} + TVAdj + VPM - PD$$

dove:

- W_E = valore economico del Ramo d'azienda SEI;
- $FCFEAdj_t$ = flussi di cassa netti disponibili rettificati (al netto del marchio) per l'azionista nel periodo di previsione esplicito;
- n = numero di anni di previsione esplicita;
- KeU = costo del capitale di rischio unlevered;
- $TVAdj$ = valore terminale (*Terminal value*) rettificato del ramo d'azienda (al netto del marchio);
- VPM = valore patrimoniale del Marchio SEI;
- PD = passività verso i dipendenti da trasferire.

3.5 Configurazione di valore e prospettiva di valutazione

L'applicazione dei criteri di valutazione descritti ai paragrafi precedenti presuppone l'enunciazione dei parametri fondanti nell'ambito dei quali le valutazioni sono condotte. In merito, si evidenzia quanto segue:

- *Configurazione di valore di riferimento*²², nel caso in esame il sottoscritto ha scelto di determinare il *valore intrinseco*²³ (o valore economico), che esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli ed in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dal ramo d'azienda e dei relativi rischi.

²² Cfr. PIV, paragrafo 1.6.1., in cui è indicato che: "L'esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo presente da un lato le differenze tra prezzo, costo e valore; dall'altro le finalità della stima".

²³ Cfr. PIV, paragrafo 1.6.8.: "Nel caso di valutazioni di aziende, di partecipazioni azionarie, di singole azioni, di strumenti finanziari e di beni immateriali si può fare riferimento ad una ulteriore configurazione di valore rappresentata dal valore intrinseco (o fondamentale)".



- *Prospettiva di valutazione adottata*²⁴. La valutazione è stata condotta utilizzando la prospettiva della SEI.

4. Applicazione della metodologia di valutazione

4.1 Stima dei flussi di cassa netti disponibili per l'azionista (FCFE) nel periodo di previsione esplicito

Il documento utilizzato per la stima dei flussi di cassa attesi nel periodo di previsione esplicito è rappresentato dal documento denominato "Stima dei flussi di cassa del ramo d'azienda" (Allegato A), datato 04/07/2025, predisposto dal Management di Società Energia Italia S.p.A. in collaborazione con KPMG Advisory S.p.A. Tale documento riporta i conti economici previsionali per il periodo 2025-2029 al fine di valutare la redditività del Ramo d'azienda SEI.

Tale documento rappresenta una sorta di *carve-out* o estrapolazione del documento "Piano Industriale e proposte di Manovra Finanziaria" del 09/05/2025. In particolare, la Stima dei flussi di cassa del ramo d'azienda è un documento redatto con la collaborazione di KPMG Advisory S.p.A. espressamente al fine di poter valutare lo scenario di continuità aziendale indiretta attraverso la cessione del Ramo d'azienda SEI.

Le modalità di redazione e le principali assunzioni alla base dei conti economici previsionali sono esplicitate nel citato documento "Stima dei flussi di cassa del ramo d'azienda".

In relazione a tale documento, il sottoscritto perito ha partecipato a n. 5 distinte riunioni con i rappresentanti di KPMG Advisory S.p.A. (dottori Fabio Salvatici, Tommaso Bianchi e Simone Nicora) coinvolti nella redazione del suddetto documento, alla presenza del Dott. Massimiliano Schirone, tenutesi in modalità telematica nelle seguenti date: 19/06/2025, 26/06/2025, 30/06/2025, 02/07/2025 e 04/07/2025. Nel corso di queste riunioni sono stati discussi e chiesti chiarimenti su diversi aspetti concernenti il documento in oggetto, in particolare:

- assunzioni utilizzate per la stima delle varie voci dei conti economici previsionali;
- informazioni sui dati utilizzati e sulle fonti informative;
- chiarimenti e riscontri numerici su alcuni dati previsionali del 2025 (che rappresenta la cosiddetta "spalla" contabile utilizzata per sviluppare i conti economici previsionali del periodo 2026-2029);
- tasso di abbandono da parte della clientela o *churn rate*;
- tasso di insolvenza della clientela e perdite su crediti;
- struttura dei costi considerata per stimare gli FCFE;
- costi per servizi da includere nei conti economici previsionali;

²⁴ Cfr. PIV paragrafo 1.7.1.: "Ogni valutazione deve esplicitare oltre alla configurazione di valore anche la prospettiva di valutazione adottata. Al riguardo si distinguono due diverse prospettive: la prospettiva degli operatori partecipanti al mercato e la prospettiva di uno specifico soggetto (che attualmente detiene il controllo dell'attività, o terzo potenzialmente interessato ad effettuare un investimento commesso a quest'ultima o l'obligato di una passività)".



- scenari di sviluppo economico;
- modalità di redazione.

Pur non rientrando nei compiti e nelle finalità proprie del mio incarico, ho ritenuto opportuno effettuare alcuni riscontri contabili e documentali mirati su alcuni dati previsionali del 2025 (la "spalla" contabile dei conti economici previsionali 2026-2029), al fine di comprendere e valutare la coerenza generale, le modalità di redazione e l'accuratezza di fondo utilizzata nella stima.

Ho, inoltre, verificato le modalità di costruzione dei conti economici previsionali degli esercizi 2026, 2027, 2028 e 2029, partendo dal conto economico previsionale dell'esercizio 2025.

Preciso nuovamente che le mie attività di verifica sono state circostanziate ad alcune voci contabili e non rappresentano verifiche di attendibilità o attività di *audit* sui saldi contabili storici e previsionali. I riscontri effettuati sono stati funzionali alla comprensione del documento "Stima dei flussi di cassa del ramo d'azienda", al fine di poterne apprezzare le modalità di redazione, le logiche di fondo e la coerenza tecnico-metodologica seguita per stimare gli FCFE del Ramo d'Azienda SEI nel periodo di previsione esplicito: attività propedeutiche all'utilizzo di questi flussi di cassa per l'applicazione del metodo di valutazione da me prescelto nell'espletamento dell'incarico.

Nel rimandare all'Allegato A per l'illustrazione delle ipotesi ed assunzioni utilizzate da parte di SEI e di KPMG Advisory per la redazione dei conti economici previsionali e la stima degli FCFE, si riassumono di seguito alcune informazioni aggiuntive, utili alla comprensione del citato documento, desunte dall'attività conoscitiva svolta dal sottoscritto perito:

- I ricavi per vendita di energia elettrica e gas naturale dell'esercizio 2025 rappresentano gli stessi indicati nel "Piano Industriale e proposte di Manovra Finanziaria" del 09/05/2025. Complessivamente sono pari ad €/000 24.671, dato sostanzialmente allineato alla proiezione dei ricavi consuntivati nei primi quattro mesi del 2025 (come da situazione contabile al 30/04/2025). Infatti, se moltiplichiamo per tre volte i ricavi per vendite di energia elettrica e gas al 30/04/2025, pari ad €/000 8.252,6, si ottiene una proiezione per l'anno 2025 di €/000 24.757,8, sostanzialmente allineata a quanto indicato nel documento "Stima dei flussi di cassa del ramo d'azienda";
- La progressione dei ricavi degli esercizi 2026, 2027, 2028 e 2029 parte dal dato stimato nel 2025 e si riduce di anno in anno in virtù del tasso di abbandono della clientela o *churn rate* del 17,8%;
- Il *churn rate*, fenomeno tipico del settore aziendale in cui opera SEI, è stato calcolato da SEI sulla base dei dati storici riferiti all'anno 2024 e periodo gennaio-maggio 2025 dei POD/PDR cessati sia per utenze "Business e altri usi" che per utenze "Domestico";
- Pertanto, la progressiva riduzione dei ricavi nel periodo di previsione esplicito tiene conto esclusivamente del tasso medio storico di abbandono della clientela, osservato nel recente periodo. Non sono state ipotizzate nuove assunzioni di clientela: tale aspetto è coerente con il perimetro di valutazione, rappresentato dalla clientela SEI in essere al 30/04/2025; d'altra parte, tale aspetto in ipotesi di cessione del ramo d'azienda non sarebbe più nel controllo di SEI;

- La cessione di agenti, info point e marchio è stata ritenuta funzionale ad evitare un *churn rate* maggiore di quello storicamente osservato, pari al 17.8%:
- I costi di acquisto di energia elettrica e gas dell'esercizio 2025 rappresentano gli stessi indicati nel "Piano Industriale e proposte di Manovra Finanziaria" del 09/05/2025. Complessivamente sono pari ad €/000 22.094. La progressione di tali costi per gli anni previsionali 2026, 2027, 2028 e 2029 si ottiene applicando l'incidenza percentuale dei costi di acquisto energia/gas del 2025 sul totale dei ricavi 2025 di energia/gas, ai ricavi totali stimati per ciascun anno previsionale:
- I costi per servizi dell'esercizio 2025, complessivamente pari a €/000 1.068, includono le seguenti voci di spesa:
 - Oneri di trasporto, distribuzione e dispacciamento per €/000 56;
 - Provvigioni agenti per €/000 483;
 - Contributi Enasarco e FIRR per €/000 5;
 - Spese di pubblicità e commerciali (sostegno marchio SEI) per €/000 49;
 - Spese di fatturazione e incasso per €/000 53;
 - Spese amministrative correlate alle vendite per €/000 170;
 - Spese di locazione Info Point di Via G. Rossini (Andria) per €/000 6;
 - Servizi informatici per la fatturazione e bollettazione ai clienti (Energis) per €/000 242;
 - Altri costi per €/000 4.
- La tipologia di costi per servizi considerata nella stima appare coerente con la struttura dei costi a servizio del Ramo d'Azienda SEI. Dalle verifiche di ragionevolezza svolte sugli importi indicati per il 2025 non sono emerse criticità.
- La progressione dei costi per servizi per gli anni previsionali 2026, 2027, 2028 e 2029 si ottiene applicando l'incidenza percentuale dei costi per servizi del 2025 sul totale dei ricavi 2025, pari al 4.33%, ai ricavi totali stimati per ciascun anno previsionale.
- Il costo del personale del 2025 rappresenta il dato puntuale del costo aziendale delle tre risorse stabilmente presenti nell'info point (incluse nel Ramo d'azienda SEI) indicate al paragrafo 2.3. La progressione negli anni successivi tiene conto di un aumento su base annua dell'1%.
- Le perdite su crediti, che impattano sui flussi netti di cassa di ciascun esercizio previsionale, sono state calcolate applicando una percentuale dell'1.8% ai ricavi totali di ciascun anno di previsione esplicita, percentuale rappresentativa del tasso medio annuo di insolvenza calcolato da SEI sulla base dei dati storici riferiti all'anno 2024 e periodo gennaio-maggio 2025.

Si noti che l'inclusione delle perdite su crediti nel calcolo degli FCFE, seppur tenuta distinta come voce rispetto alla voce "Variazione CCC", è ad essa concettualmente assimilabile in quanto espressione della variazione del capitale circolante commerciale dovuta al minor incasso stimato dei crediti verso la clientela del ramo d'azienda.

In conclusione, il documento denominato "Stima dei flussi di cassa del ramo d'azienda" (riportato in Allegato A), datato 04/07/2025, evidenzia i seguenti FCFE:



SEI Conto Economico					
€'000	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
FCFE	668	566	452	359	283

Poiché la data di riferimento della valutazione è al 30/04/2025 e la stima di FCFE del 2025 si riferisce all'intero anno, occorre parametrare i flussi netti di cassa del 2025 al periodo di 8 mesi dal 01/05/2025 al 31/12/2025, ossia gli 8/12 del valore di €'000 668, pari a €'000 445.

Pertanto, gli FCFE del Ramo d'azienda SEI del periodo di previsione esplicito da considerare per l'applicazione del metodo di valutazione del DCF equity side sono i seguenti:

SEI Conto Economico					
€'000	2025P (8 mesi)	2026P	2027P	2028P	2029P
FCFE Ramo d'Azienda SEI	445	566	452	359	283

4.2 Tasso di attualizzazione dei flussi di cassa attesi (FCFE)

Il tasso assunto per l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi è rappresentato dal costo del capitale di rischio unlevered (KeU).

Nelle applicazioni professionali, il costo del capitale di rischio (sia levered che unlevered) è quasi sempre stimato con il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)²⁵, riconosciuto da autorevole dottrina come il modello teorico di gran lunga più utilizzato per la determinazione di questo importante parametro²⁶.

In base al CAPM, il costo del capitale di rischio o capitale proprio è pari al tasso di rendimento delle attività prive di rischio, incrementato di un premio per il rischio specifico, calcolato con riferimento al cosiddetto coefficiente *Beta*, che misura il rischio sistematico dell'impresa in relazione alla volatilità del suo rendimento rispetto a quello del mercato²⁷. Il calcolo è rappresentato nella formula sottostante:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

- K_e = costo del capitale di rischio unlevered;
- R_f = tasso di rendimento delle attività prive di rischio (*Risk-free Rate* – RFR);
- β = coefficiente *Beta unlevered*, misura del rischio sistematico dell'impresa;

²⁵ Cfr. Massari M., Villani M., Zanetti L. (2022), *Valutazione*, cit. p. 120.

²⁶ Cfr. Guatri L. e Bini M. (2009), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, p. 243, Egea.

²⁷ Il CAPM è il modello normalmente utilizzato nella determinazione del costo dei mezzi propri, come anche indicato nel Principio Italiano di Valutazione III.1.44 (Parte III – *Principi per specifiche attività*). Nel *Commento* al Principio citato si segnala che "l'abbandono del CAPM, e della ricca base informativa che ne accompagna l'utilizzo, può ridurre il grado di oggettività e dunque di dimostrabilità della stima".



$(R_m - R_f)$ = premio per il rischio di mercato (*Equity Risk Premium* – ERP).

La formula prevede la stima di tre input fondamentali: il tasso privo di rischio (RFR), il coefficiente *Beta* ed il premio per il rischio di mercato (ERP).

Nel caso di specie, trattandosi di un ramo d'azienda riferito ad una Società di medie dimensioni e tenuto conto della situazione di crisi d'impresa attraversata dalla stessa, si è ritenuto opportuno aggiungere, com'è consuetudine in questi casi, dei premi di rischio alla formula standard, in modo da considerare adeguatamente sia il rischio dimensionale che la situazione di crisi d'impresa²⁸.

La formula aggiornata applicata per il calcolo del costo del capitale di rischio unlevered ($K_e U$) del Ramo d'azienda SEI è la seguente:

$$K_e U = K_e + SFP + CRP$$

dove:

$K_e U$ = tasso di attualizzazione degli FCFE del Ramo d'azienda SEI
 K_e = costo del capitale di rischio unlevered
 SFP = premio per il rischio dimensionale;
 CRP = premio per il rischio di scenario.

In merito al tasso privo di rischio (RFR), la prassi diffusa dei processi valutativi nonché la dottrina prevalente tendono ad individuare nelle emissioni governative a lungo termine una specifica categoria di titoli il cui rendimento può essere assunto come attendibile stima del RFR²⁹. In Italia, in particolare, si fa solitamente riferimento al rendimento lordo dei BTP decennali³⁰. Nella fattispecie per la valutazione in questione è stata utilizzata la media dei tassi di rendimento lordo dei BTP a 10 anni (base 365 gg.) delle aste tenutesi da gennaio 2025 al 30/04/2025, pari al 3,70% (valore arrotondato)³¹.

Con riferimento, invece, al coefficiente *Beta*, il calcolo di questo parametro ha richiesto la determinazione del cosiddetto *Beta unlevered*, partendo dalla media ponderata per il settore di riferimento, utilizzando come fonte il database Damodaran per l'Europa. In particolare, il *Beta unlevered* utilizzato è stato ottenuto per interpolazione dei dati *Average Beta over time 2020-25* dei settori "Power" e "Utility (General)". Il valore utilizzato del *Beta unlevered* è risultato, quindi, pari a 0,53.

²⁸ Come si è visto al paragrafo 3.2, lo stesso O.I.V. sottolinea come per le aziende in crisi le configurazioni di valore siano ricavate attraverso l'applicazione di maggiorazioni del tasso di attualizzazione (O.I.V., 2024, *La valutazione delle aziende in crisi*, cit., par. 109 b), pag. 37).

²⁹ Si veda al riguardo: Damodaran A. (2014), *Valutazione delle Aziende*, p. 39, Maggioli Editore.

³⁰ Cfr. Pellati G. (2016), *La valutazione d'azienda*, Vol. 5, p. 19, Il Sole 24 Ore.

³¹ Dato ricavabile consultando i rendimenti delle aste pubbliche, rese note presso il sito web del Ministero dell'Economia e delle Finanze: www.dt.mef.gov.it.



Passando al premio per il rischio di mercato (*Equity Risk Premium* – ERP), esso rappresenta il rendimento addizionale, rispetto ad un'attività priva di rischio, richiesto dagli investitori come compenso per il rischio derivante da un investimento azionario. Per la determinazione di questo parametro si è ritenuto opportuno utilizzare il dato puntuale del database Damodaran per l'Italia di gennaio 2025 (ultimo dato disponibile), pari al 7,26%.

Il premio per il rischio dimensionale (cosiddetto *Small Firm Premium* – SFP) esprime il fattore di rischio nel processo di valutazione delle aziende di medie o piccole dimensioni (cosiddette *small cap*)³². Esso è stato assunto pari al 5% (fonte: Kroll, 2022, *International Guide to Cost of Capital 2022 Summary Edition*, p. 155): il valore indicato è ottenuto come valore medio del range riportato nella citata pubblicazione.

Inoltre, si è reso opportuno aggiungere un premio specifico di rischio connesso allo scenario di continuità indiretta legato alla situazione di crisi d'impresa. L'inclusione nel tasso di attualizzazione degli FCFE di un premio per il rischio di scenario (CRP, *Company-specific Risk Premium*) è supportata dal fatto che i flussi attesi sono legati al manifestarsi di uno specifico scenario di cessione del ramo d'azienda e non esprimono flussi medi attesi³³. Il premio per il rischio di scenario è stato stimato dallo scrivente professionista al 2,5%.

Il valore finale del tasso di attualizzazione dei flussi di cassa attesi (FCFE) è risultato, quindi, pari al 15,01%.

4.3 Terminal value

Il valore finale o residuo, *Terminal value* (TV), è una grandezza di sintesi che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa netti disponibili per l'azionista (FCFE) previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di proiezione. A fronte dei tre approcci di calcolo individuati in dottrina: valore di liquidazione, approccio dei multipli e modello di crescita stabile, è stato utilizzato l'approccio basato sul modello di crescita stabile, che costituisce quello più utilizzato nella prassi professionale.

L'approccio basato sul modello di crescita stabile prevede il calcolo del *Terminal value* attualizzando, secondo la formula della rendita perpetua, il flusso di cassa netto normalizzato del primo anno

³² Come commentato dal Prof. Brugger: "si ritiene che una impresa di minori dimensioni sia esposta a un maggior numero di rischi e/o sia danneggiata maggiormente dai medesimi rischi in cui incorrono anche le società di maggiori dimensioni". Per tale motivo è "necessario includere questa componente nella valutazione attraverso un incremento del costo del capitale per la società (c.d. *small cap premium*), o attraverso la riduzione dei flussi di cassa attesi". In particolare, "l'introduzione dello *small cap premium* nell'esercizio di stima del valore d'azienda viene spesso effettuato attraverso l'incremento del costo del capitale del 3-5%". Cfr. Brugger G. (2019), in AA.VV., *La valutazione delle Aziende*, Dic. 2019 (2), p. 15, Milano Finanza.

³³ In merito all'aggiunta di un tale premio di scenario si veda: O.I.V., 2024, *La valutazione delle aziende in crisi*, cit., par. 169, pag. 63.



successivo al periodo di previsione analitica, eventualmente tenendo conto di un tasso di crescita perpetua "g". Il valore ottenuto viene attualizzato alla data di riferimento della valutazione. La formula di riferimento è la seguente:

$$TV = \frac{FCFE_{n+1}}{(1 + K_e U)^n}$$

dove:

TV = *Terminal value* o valore terminale o valore finale:

FCFE_{n+1} = flusso monetario medio-normale atteso nel primo periodo successivo al periodo di previsione esplicito:

K_eU = tasso di attualizzazione degli FCFE del Ramo d'azienda SEI

g = tasso nominale di crescita media dei flussi monetari oltre il periodo di previsione esplicito.

Per la determinazione del *Terminal value* del Ramo d'azienda SEI si è assunto come valore degli FCFE successivi al 2029 quello determinato dal Management di Società Energia Italia S.p.A. in collaborazione con KPMG Advisory S.p.A. per l'ultimo esercizio di previsione esplicita, ossia l'annualità 2029. Ne è conseguito che la stima dell'FCFE_{n+1}, ossia del flusso monetario successivo al periodo esplicito di previsione, è risultata pari ad €/000 283.

Poiché è stato osservato da autorevole dottrina che "di tutti gli input che si utilizzano nella valutazione DCF, nessuno influenza il risultato finale come il tasso di crescita stabile"³⁴, al fine di evitare alterazioni nella valutazione e mantenere un approccio prudente, nella stima del TV il tasso di crescita è stato assunto pari a zero. D'altronde, per la prospettata operazione di cessione del Ramo d'azienda SEI, non è ipotizzabile assumere incrementi di redditività del portafoglio clienti da cedere, in quanto ogni azione futura sarebbe per definizione fuori dal controllo dell'attuale management della SEI.

In considerazione di quanto sopra descritto, il calcolo del *Terminal value* è risultato pari a €/000 1.883. L'attualizzazione del *Terminal value* al 30/04/2025 in base al tasso di sconto rappresentato dal K_eU è risultata pari a €/000 980.

4.4 Passività verso i dipendenti da trasferire

Come indicato al paragrafo 2.3, il trasferimento delle tre risorse dell'Info Point di Andria comporta la quantificazione, alla data di riferimento della valutazione, delle passività riferite a:

- trattamento di fine rapporto (TFR);
- competenze differite (ratei 13[^] e 14[^] mensilità, ferie, festività e ROL maturati e non goduti).

³⁴ Cfr. Damodaran A. (2014), *Valutazione delle Aziende*, cit. p. 132.

Ho ottenuto dalla SEI il tabulato nominativo dei conteggi per il Fondo di Accantonamento del Trattamento di Fine Rapporto di Lavoro al 30/04/2025 e il dettaglio nominativo dei ratei del personale al 30/04/2025.

Con riferimento ai tre dipendenti oggetto di possibile trasferimento nell'ambito della cessione del Ramo d'azienda SEI risultano le seguenti passività per TFR e retribuzioni differite maturate e non ancora corrisposte/godute:

Cognome	Nome	TFR maturato al 30/04/2025	Debito per 13 ^a , 14 ^a , ferie, festività e ROL mat. e non god. al 30/04/25	Totale
LEONETTI	SARA	7.693,56	6.014,28	13.707,84
GIORGINO	FERNANDA	5.870,36	4.939,90	10.810,26
MARIANI	MARTINA	2.560,49	3.523,46	6.083,95
Totali		16.124,41	14.477,64	30.602,05

Pertanto, l'importo complessivo delle passività verso i dipendenti da trasferire alla data del 30/04/2025 è pari ad € 30.602,05 (€/000 31).

4.5 Sintesi dei risultati dell'applicazione del metodo DCF nella variante equity side (metodo principale di valutazione)

Si riporta di seguito la tabella di sintesi dei risultati ottenuti dall'applicazione della metodologia di valutazione principale:

SOCIETA' ENERGIA ITALIA S.P.A.

VALORE DEL RAMO D'AZIENDA SEI AL 30/04/2025 (importi in migliaia di euro)

	2025P (8 mesi) (€/000)	2026P (€/000)	2027P (€/000)	2028P (€/000)	2029P (€/000)	TV (€/000)
Flussi di cassa netti disponibili per l'azionista (FCFE)	445	566	452	359	283	283
KeU	15,01%	15,01%	15,01%	15,01%	15,01%	15,01%
Tasso di crescita periodo succ.vo (g)						0,00%
Valore terminale						1.883
V.A. flussi di cassa periodo esplicito	405	448	311	215	147	
Somma FCFE periodo esplicito attualizzati al 30/04/2025	1.527					
TV attualizzato	980					
Passività verso dipendenti da trasferire (PD)	-31					
VALORE DEL RAMO D'AZIENDA SEI AL 30/04/2025	2.476					

Si riporta di seguito l'analisi di sensitività:



Analisi di sensitività

		Tasso di crescita (g)				
		0,0%	0,3%	0,5%	0,8%	1,0%
KeU	13,01%	2.723	2.752	2.772	2.803	2.825
	14,01%	2.589	2.613	2.630	2.656	2.673
	15,01%	2.476	2.496	2.509	2.531	2.546
	16,01%	2.378	2.395	2.407	2.425	2.437
	17,01%	2.294	2.308	2.318	2.333	2.343

Il metodo di valutazione prescelto – DCF nella variante equity side – evidenzia un valore complessivo del Ramo d'azienda SEI di € 2.476mila. L'analisi di sensitività riportata nella tabella precedente mostra come e di quanto il valore economico complessivo del ramo d'azienda possa aumentare o diminuire al variare del tasso di attualizzazione e del tasso di crescita del terminal value.

4.6 Applicazione del metodo di controllo

4.6.1 Valutazione separata del Marchio SEI con il metodo analitico-patrimoniale

Al fine di poter applicare l'approccio di valutazione misto per finalità di controllo della valutazione con il metodo finanziario riportata innanzi, è necessario valutare separatamente il Marchio SEI. La valutazione separata del marchio andrà a sommarsi al valore del DCF al netto dell'ammortamento del marchio, come descritto al paragrafo 3.4.

Il metodo analitico-patrimoniale considera il valore di un asset come funzione del suo valore patrimoniale, opportunamente rettificato³⁵. Al fine di applicare il metodo analitico-patrimoniale alla valutazione del Marchio SEI è necessario esaminare il valore patrimoniale di tale bene immateriale come riflesso nel sistema di contabilità generale della Società.

Il valore netto contabile del Marchio SEI alla data di riferimento della valutazione è pari a € 1.861.779,67, quale differenza tra il costo di € 2.000.339,00 e il fondo ammortamento di € 138.559,33.

Si fornisce di seguito una ricostruzione dei movimenti contabili riferiti al marchio, come risultanti dalla scheda di contabilità generale (mastrino) e dal libro cespiti della Società:

³⁵ Cfr. Pellati G. (2016). *La valutazione d'azienda*. Vol. 4, Il Sole 24 Ore.

Descrizione	Data di rif.	Costo Iniziale	Incrom./Rival. /Svalut.	Costo Finale	F.do Amm.to Iniziale	Amm.to anno/periodo	F.do Amm.to Finale	V.N.C.
Saldi ante rivalutazione	31/12/2020	339,00	0,00	339,00	203,40	0,00	203,40	135,60
Rivalutazione	30/09/2021		2.250.000,00	2.250.000,00				2.250.000,00
Ammortamento es. 2021	31/12/2021					45.006,78	45.006,78	-45.006,78
Saldi 31/12/2021	31/12/2021	339,00	2.250.000,00	2.250.339,00	203,40	45.006,78	45.210,18	2.205.128,82
Svalutazione (Impairment loss)	31/12/2022		-250.000,00	-250.000,00				-250.000,00
Ammortamento es. 2022	31/12/2022					40.006,78	40.006,78	-40.006,78
Saldi 31/12/2022	31/12/2022	2.250.339,00	-250.000,00	2.000.339,00	45.210,18	40.006,78	85.216,96	1.915.122,04
Ammortamento es. 2023	31/12/2023					0,00	0,00	0,00
Saldi 31/12/2023	31/12/2023	2.000.339,00		2.000.339,00	85.216,96	0,00	85.216,96	1.915.122,04
Ammortamento es. 2024	31/12/2024					40.006,78	40.006,78	-40.006,78
Saldi 31/12/2024	31/12/2024	2.000.339,00		2.000.339,00	85.216,96	40.006,78	125.223,74	1.875.115,26
Amm.to periodo 1/1-30/4/25	30/04/2025					13.335,59	13.335,59	-13.335,59
Saldi 30/04/2025	30/04/2025	2.000.339,00		2.000.339,00	125.223,74	19.335,59	138.559,33	1.861.779,67

L'analisi del libro cespiti e della scheda contabile ha evidenziato i seguenti aspetti:

- La prima iscrizione del marchio in contabilità è avvenuta nell'esercizio 2017 per € 339,00, quale importo versato con F24 per la registrazione del marchio in data 14/03/2017;
- Dal 31/12/2017 al 31/12/2020 non vi sono stati movimenti attinenti al costo di iscrizione del marchio;
- Negli esercizi 2017, 2018 e 2019 il costo storico del marchio è stato ammortizzato utilizzando l'aliquota di ammortamento del 20%, ossia considerando una vita utile di 5 anni. Nell'esercizio 2020 non risulta imputato alcun ammortamento in contabilità generale;
- Nell'esercizio 2021 il marchio è stato oggetto di rivalutazione contabile, in base alle disposizioni contenute nell'articolo 110 del D.L. 14 agosto 2020, n. 104, convertito con modificazioni dalla legge 13 ottobre 2020, n. 126, ulteriormente modificato dall'articolo 1, comma 83, della legge 30 dicembre 2020, n. 178 (legge di bilancio 2021), per l'importo di € 2.250.000,00 in aderenza con il valore esplicitato nella perizia di valutazione del Marchio SEI redatta dal sottoscritto in data 15/11/2021;
- Nell'esercizio 2021 la Società ha imputato in contabilità un ammortamento di € 45.006,78, applicando un'aliquota di ammortamento del 2%;
- Nell'esercizio 2022 il marchio SEI è stato svalutato per *impairment loss*, perdita durevole di valore, di € 250.000,00, a seguito delle osservazioni effettuate dalla società di revisione legale dei conti Deloitte & Touche S.p.A. durante l'attività di audit del bilancio 2022, secondo quanto riferitomi dal Dott. Schirone;
- Nell'esercizio 2022 la Società ha imputato in contabilità un ammortamento di € 40.006,78, applicando un'aliquota di ammortamento del 2% al costo di € 2.000.339,00 (valore al netto della svalutazione di cui al punto precedente);
- Nell'esercizio 2023 la Società non ha imputato alcun ammortamento in contabilità generale;
- Nell'esercizio 2024 la Società ha imputato in contabilità un ammortamento di € 40.006,78, applicando un'aliquota di ammortamento del 2% al costo di € 2.000.339,00;
- Per il periodo di 4 mesi dal 01/01/2025 al 30/04/2025 la SEI ha registrato in contabilità generale un ammortamento di € 13.335,59 applicando un'aliquota di ammortamento del 2% al costo di € 2.000.339,00, parametrando l'ammortamento al periodo di 4/12.



In merito alla vita utile del marchio, l'arco temporale di riferimento considerato dalla dottrina prevalente si attesta su un **periodo oscillante tra i 5 e i 10 anni**, che in taluni casi può arrivare a 20 anni. *“per i marchi particolarmente affermati”*³⁶. Al riguardo, si osserva che il principio contabile nazionale OIC 24 – Immobilizzazioni Immateriali (principio pienamente applicabile alla Società in quanto obbligata a redigere il bilancio secondo le norme del codice civile, interpretate dai principi contabili OIC), al paragrafo 71 precisa quanto segue: *“Per i beni immateriali non è esplicitato un limite temporale, tuttavia non è consentito l'allungamento del periodo di ammortamento oltre il limite legale o contrattuale. La vita utile può essere più breve a seconda del periodo durante il quale la società prevede di utilizzare il bene. La stima della vita utile dei marchi non deve eccedere i 20 anni”*.

Tenuto conto del fatto che il Marchio SEI, per quanto avente un suo carattere distintivo, non può certamente essere considerato un **“marchio particolarmente affermato”**, ne consegue che **la stima di vita utile dello stesso dovrebbe essere inclusa in un arco temporale tra i 5 e i 10 anni**.

Inoltre, durante l'attività svolta per la valutazione del Marchio SEI la Direzione Aziendale di SEI mi aveva comunicato **“l'intenzione [...] di ammortizzare il marchio per una vita utile di 10 anni”**³⁷.

Si noti che la stima di vita utile del Marchio SEI di 10 anni non implica il fatto che lo stesso non possa essere utilizzato successivamente allo scadere dei 10 anni, ma va inteso nel senso che i benefici economici futuri derivanti da tale immobilizzazione immateriale (nella fattispecie i differenziali di reddito stimati derivanti dal marchio rispetto ad imprese prive di un marchio distintivo) sono limitati ad un arco temporale di 10 anni. Come stabilito dal principio contabile nazionale OIC 24 – Immobilizzazioni Immateriali, i beni immateriali come i marchi sono rilevati in bilancio quando la società acquisisce il potere di usufruire dei benefici economici futuri derivanti dal marchio stesso³⁸.

Avendo appurato che il periodo di ammortamento del Marchio SEI non possa eccedere i 10 anni, ne consegue che il valore contabile alla data del 30/04/2025 necessita di essere rideterminato al fine di tenere conto di ammortamenti calcolati in applicazione dei criteri indicati nel principio contabile OIC 24.

Infatti, come emerso dall'analisi del libro cespiti e della contabilità generale, gli ammortamenti imputati in contabilità generale per gli esercizi 2021, 2022, 2024 e primi 4 mesi del 2025 sono stati calcolati applicando un'aliquota di ammortamento del 2%. Si noti che nell'esercizio 2023 la Società non ha registrato ammortamenti in contabilità generale. Si rammenta, tuttavia, che i bilanci degli esercizi 2023 e

³⁶ Cfr. Zanda G. Lacchini M., Onesti T. (2005), *La valutazione delle aziende*, V edizione, G. Giappichelli Editore, Torino.

³⁷ Si veda quanto riportato a pag. 18 della mia Relazione di stima del marchio “SEI” di proprietà di Società Energia Italia S.p.A. del 15 novembre 2021.

³⁸ Cfr. OIC – Organismo Italiano di Contabilità (2022), *Principio contabile OIC 24. Immobilizzazioni immateriali*, par. 50, disponibile presso: www.fondazioneoic.eu.



2024 non sono stati ancora approvati dall'Assemblea dei Soci di SEI e, pertanto, i valori contabili riferiti a tali esercizi sono suscettibili di modifica.

Considerato quanto innanzi, si è proceduto, quindi, a **rideterminare il valore netto contabile del marchio alla data del 30/04/2025, applicando l'aliquota di ammortamento del 10%** (vita utile stimata di 10 anni). A tal fine, si è preferito tenere valido il valore netto contabile di partenza alla data del 31/12/2022, in considerazione del fatto che per tale esercizio la società di revisione legale dei conti Deloitte & Touche S.p.A. ha espresso, con relazione datata 14/12/2023 a firma del Dott. Claudio Lusa, il proprio giudizio sul bilancio dell'esercizio 2022 senza evidenziare rilievi. Poiché nell'esercizio 2022 è stata appostata una svalutazione del marchio di € 250.000,00 per perdita durevole di valore, richiesta proprio dalla società di revisione legale dei conti, è ragionevole supporre che il valore netto contabile al 31/12/2022 del marchio post svalutazione sia stato ritenuto non affetto da errori significativi, e quindi attendibile a tale data.

Si riporta di seguito il prospetto di ricalcolo del valore netto contabile del marchio alla data del 30/04/2025:

Descrizione	Data di rif.	Costo Iniziale	Increm./Rival./ Svalut.	Costo Finale	F.do Amm.to Iniziale	Amm.to anno/periodo	F.do Amm.to Finale	V.N.C.
Saldi 31/12/2022	31/12/2022	2.250.339,00	-250.000,00	2.000.339,00	45.210,18	40.006,78	85.216,96	1.915.122,04
Ammortamento es. 2023	31/12/2023					200.061,02	200.061,02	-200.061,02
Saldi 31/12/2023	31/12/2023	2.000.339,00		2.000.339,00	85.216,96	200.061,02	285.277,98	1.715.061,02
Ammortamento es. 2024	31/12/2024					200.061,02	200.061,02	-200.061,02
Saldi 31/12/2024	31/12/2024	2.000.339,00		2.000.339,00	285.277,98	200.061,02	485.339,00	1.515.000,00
Amm.to periodo 1/1-30/4/25	30/04/2025					66.666,67	66.666,67	-66.666,67
Saldi 30/04/2025	30/04/2025	2.000.339,00		2.000.339,00	485.339,00	66.666,67	552.005,67	1.448.333,33

Pertanto, il valore netto contabile del marchio, rideterminato applicando l'aliquota di ammortamento del 10%, prevista dalla letteratura tecnico-scientifica di riferimento, è pari ad € 1.448.333,33 alla data del 30/04/2025. Questo valore tiene conto della svalutazione da *impairment loss* registrata nell'esercizio 2022 e rappresenta una sorta di valore contabile rettificato del marchio alla data del 30/04/2025.

L'applicazione del metodo analitico-patrimoniale al Marchio SEI implica, altresì, di considerare gli effetti della fiscalità differita. A tal proposito, occorre precisare che la Società non ha affrancato dal punto di vista fiscale (attraverso il versamento di imposte sostitutive) il maggior valore di € 2.250.000,00 derivante dalla rivalutazione del marchio operata nell'esercizio 2021. Infatti, la Società ha stanziato in contabilità generale un fondo imposte differite per tenere conto della indeducibilità fiscale dell'ammortamento riferito alla rivalutazione operata.

Si noti che la Riserva di rivalutazione del marchio iscritta nel patrimonio netto al 31/12/2021, e tuttora presente in contabilità, è di € 1.601.550,00, quale differenza, alla data del 31/12/2021, tra il valore della rivalutazione di € 2.250.000,00 e i fondi imposte differite (IRES al 24% e IRAP al 4,82%) di complessivi € 648.450,00.

Ne consegue che il valore patrimoniale del marchio va determinato al netto della fiscalità differita, rappresentativa dei maggiori oneri fiscali (maggiore IRES e maggiore IRAP) da versare lungo la vita utile



del marchio, in correlazione con gli ammortamenti. Si noti che, in ipotesi di cessione del marchio a valori meramente contabili (inclusivi della rivalutazione) si genererebbe una plusvalenza tassabile sul maggior valore contabile del marchio rispetto a quello fiscale (prossimo allo zero nella fattispecie) con effetto equivalente a quello calcolato attraverso lo stanziamento delle imposte differite.

I fondi imposte differite stanziati in contabilità generale e riferiti alla rivalutazione del marchio ammontano complessivamente a € 612.425,00, di cui € 510.000,00 per IRES ed € 102.425,00 per IRAP.

Dovendo, pertanto, tenere adeguatamente conto delle imposte differite, si è proceduto a ricalcolare la fiscalità differita alla data del 30/04/2025 connessa alla rivalutazione civilistica, tenendo conto di quanto osservato in precedenza in merito agli ammortamenti. La tabella seguente esplicita il calcolo e la movimentazione negli anni.

Descrizione	Data di rif.	Rivalutazione civilistica del marchio	Aliquota IRES + IRAP	F.do imposte differite su marchio DA RICALCOLO
Rivalutazione	30/09/2021	2.250.000,00	28,82%	648.450,00
Ammortamento es. 2021	31/12/2021	-45.000,00	28,82%	-12.969,00
Saldo 31/12/2021	31/12/2021	2.205.000,00	28,82%	635.481,00
Svalutazione (Impairment loss)	31/12/2022	-250.000,00	28,82%	-72.050,00
Rilascio a C.E. x Amm.to es. 2022		-40.000,00	28,82%	-11.528,00
Saldo 31/12/2022	31/12/2022	1.915.000,00	28,82%	551.903,00
Rilascio a C.E. x Amm.to es. 2023	31/12/2023	-200.000,00	28,82%	-57.640,00
Saldo 31/12/2023	31/12/2023	1.715.000,00	28,82%	494.263,00
Rilascio a C.E. x Amm.to es. 2024	31/12/2024	-200.000,00	28,82%	-57.640,00
Saldo 31/12/2024	31/12/2024	1.515.000,00	28,82%	436.623,00
Rilascio a C.E. x Amm.to al 30/4/25	30/04/2025	-66.666,67	28,82%	-19.213,33
Saldo 30/04/2025	30/04/2025	1.448.333,33	28,82%	417.409,67

Le rettifiche operate per l'applicazione del metodo analitico-patrimoniale sono riassunte nella seguente tabella:

Descrizione	VNC Marchio	F.do Imposte differite	Valore Patrimoniale
Valori contabili al 30/04/2025	1.861.779,67	-612.425,00	1.249.354,67
Rettifiche da ricalcolo ammortamenti	-413.446,34		-413.446,34
Rettifiche da ricalcolo imposte differite		195.015,33	195.015,33
Valori rettificati al 30/04/2025	1.448.333,33	-417.409,67	1.030.923,67

Pertanto, il valore finale del Marchio SEI determinato con il metodo analitico-patrimoniale è pari ad € 1.030.923,67 (€/000 1.031).

4.6.2 *Stima dei flussi di cassa netti disponibili rettificati (al netto del marchio) per l'azionista nel periodo di previsione esplicito (FCFEAdj)*

Per stimare i flussi di cassa netti disponibili rettificati (al netto del marchio) per l'azionista, seguendo l'approccio semplificato descritto al paragrafo 3.4, si è proceduto a sottrarre dagli FCFE calcolati dal Management di Società Energia Italia S.p.A. in collaborazione con KPMG Advisory S.p.A., descritti al paragrafo 4.1. l'ammortamento del marchio secondo la metodologia di calcolo illustrata al paragrafo precedente.

Si riportano di seguito gli FCFE rettificati (FCFEAdj) ottenuti:

SEI Conto Economico					
€'000	2025P (8 mesi)	2026P	2027P	2028P	2029P
FCFE Ramo d'Azienda SEI	445	566	452	359	283
Amm.to marchio	-133	-200	-200	-200	-200
FCFEAdj Ramo d'Azienda SEI	312	366	252	159	83

4.6.3 *Sintesi dei risultati dell'applicazione del metodo misto, utilizzato con finalità di controllo della valutazione*

Si riporta di seguito la tabella di sintesi dei risultati ottenuti dall'applicazione del metodo di controllo descritto al paragrafo 3.4:

SOCIETA' ENERGIA ITALIA S.P.A.						
VALORE DEL RAMO D'AZIENDA SEI AL 30/04/2025 (importi in migliaia di euro) - METODO DI CONTROLLO						
	2025P (8 mesi) (€/000)	2026P (€/000)	2027P (€/000)	2028P (€/000)	2029P (€/000)	TV (€/000)
Flussi di cassa netti disponibili per l'azionista rettificati (FCFEAdj)	312	366	252	159	83	83
KeU	15,01%	15,01%	15,01%	15,01%	15,01%	15,01%
Tasso di crescita periodo succ.vo (g)						0,00%
Valore terminale						553
V.A. flussi di cassa periodo esplicito	284	290	173	95	43	
Somma FCFEAdj periodo esplicito attualizzati al 30/04/2025	885					
TV attualizzato	288					
Valutazione separata Marchio SEI	1.031					
Passività verso dipendenti da trasferire (PD)	-31					
VALORE DEL RAMO D'AZIENDA SEI AL 30/04/2025 - metodo di controllo	2.173					

Il valore finale ottenuto, pari a € 2.173mila non si discosta di molto dal valore ottenuto applicando il metodo finanziario, che rappresenta il metodo prescelto per la valutazione oggetto della presente relazione, se si considerano le approssimazioni che inevitabilmente caratterizzano l'approccio misto utilizzato per la valutazione di controllo, di cui si è detto in precedenza.

Si ritiene, pertanto, di poter confermare il valore ottenuto applicando il metodo finanziario con l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri (metodo del Discounted Cash Flow - DCF) nella variante equity side, i cui risultati sono riportati al paragrafo 4.5.

5. Conclusioni

Sulla base del lavoro svolto sopra illustrato, tenuto conto della natura e dei limiti dell'incarico come espressamente indicati al par. 1.2, dall'applicazione del metodo di valutazione del *Discounted Cash Flow* (DCF) nella variante *Equity side*, il valore economico al 30 aprile 2025 attribuibile al Ramo d'Azienda SEI è stimabile in € 2.500.000,00 (importo arrotondato rispetto al valore matematico di €/000 2.476 riportato al par. 4.5).

Andria, 7 luglio 2025

Prof. Dott. Saverio Petruzzelli

