

Spettabile
Arco Fuel Cells S.r.l.
Via Ercolana 679
40059 Medicina (BO)

Milano, 19 dicembre 2019

Alla cortese attenzione dell'Amministratore Unico

Parere circa la congruità finanziaria sul valore corrente teorico al 31 dicembre 2018 ("data di riferimento della valutazione") del 100% delle quote della Arco Fuel Cells S.r.l. (nel seguito anche "Arco" o la "Società") nel contesto dell'operazione (nel seguito l' "Operazione") che ha per oggetto una campagna di fundraising tramite equity crowdfunding

Egredi Signori,

Con riferimento alla nostra lettera di incarico ("Lettera di Incarico") da Voi firmata in data 28 ottobre 2019, alleghiamo il nostro parere professionale in merito alla congruità finanziaria sul valore corrente teorico del 100% delle quote della Arco Fuel Cells S.r.l. Vi invitiamo a leggere con attenzione alcune importanti note relative all'oggetto e alle modalità di svolgimento del nostro incarico.

Il nostro lavoro è stato finalizzato il 19 dicembre 2019. Non abbiamo svolto alcun lavoro o effettuato alcuna verifica successivamente a tale data.

Cordiali saluti,

Crowe AS SpA



Giovanni Santoro

(Revisore legale)

1. Oggetto e finalità dell'incarico

Nell'ambito di un progetto di fundraising tramite equity crowdfunding ("Operazione") per la raccolta dei fondi a fronte della cessione di una partecipazione di minoranza nella Società, ci è stato richiesto dall'Amministratore Unico di Arco Fuel Cells S.r.l. un supporto tecnico - metodologico in merito alla congruità del valore corrente teorico del 100% delle quote della stessa ("Parere di Congruità Finanziaria" o "Parere").

Alla luce di quanto sopra riportato, la Direzione di Arco (il "Management") ha determinato il valore corrente teorico della Società nel quadro dell'Operazione descritta in precedenza.

Il Parere di Congruità (Principio I.4.5 dei Principi Italiani di Valutazione) oggetto del presente incarico deriva da un Parere Valutativo (secondo la definizione del Principio I.4.4).

L'incarico affidatoci con lettera da voi firmata in data 28 ottobre 2019 ("Incarico") ha natura volontaria ed i risultati del nostro lavoro saranno utilizzati dall'Amministratore Unico come una delle informazioni di supporto nello svolgimento delle proprie attività ai fini dell'Operazione.

In linea con la natura e lo scopo dell'Incarico conferito dall'Amministratore Unico, la finalità del presente Parere di Congruità Finanziaria è quella di presentare dati e informazioni atti a facilitare l'assunzione da parte dell'Amministratore stesso delle decisioni di loro competenza in relazione all'Operazione in oggetto. Restano comunque di pertinenza esclusiva dell'Amministratore Unico le determinazioni conclusive in merito all'adesione all'Operazione e alle conseguenti modalità di realizzazione.

Resta in ogni caso inteso che il Parere può essere utilizzato dall'Amministratore Unico esclusivamente al solo fine di svolgere le proprie considerazioni nel contesto dell'Operazione.

2. Documentazione utilizzata

La nostra analisi ha riguardato la seguente documentazione principale da Voi fornitaci:

- Business plan 2019-2023 della Società approvato dall'Amministratore Unico in data 15/11/2019
- Draft pitch document dicembre 2019 v14
- Ulteriori informazioni forniteci dal Management ritenute utili ai fini del nostro lavoro.

In aggiunta alla documentazione sopra menzionata, la nostra analisi si è basata su informazioni disponibili al pubblico relative al mercato e al settore di riferimento.

3. La valutazione di Arco da parte del Management

Il Management, sulla base delle informazioni a disposizione e coerentemente con la natura di start-up della Società, ha determinato il Valore Corrente Teorico del 100% delle quote della Società tramite l'applicazione del Discounted Cash Flow Method e del Venture Capital Method.

La data di riferimento della valutazione è il 31 dicembre 2018.

La scelta di tali metodi, secondo il Management, è dettata dalle seguenti constatazioni.

Tra i metodi valutativi maggiormente utilizzati per le start-up rientra sicuramente quello della attualizzazione dei flussi di cassa generati dal business plan dell'iniziativa, il c.d. "Discounted Cash Flow" (o anche "DCF"), anche se in tali fattispecie sono necessarie maggiori cautele rispetto all'utilizzo dello stesso metodo nella valutazione di business più maturi. Infatti, l'aleatorietà dei flussi di cassa prospettici, inevitabilmente insita nei business plan, diventa qui più evidente in quanto è più difficile fare analisi di ragionevolezza delle ipotesi sui business plan delle start-up rispetto a business consolidati.

Pertanto tale metodo, in assenza di accorgimenti adeguati, rischia di portare a valutazioni erranee delle start-up. L'aleatorietà delle proiezioni influenza in modo particolare i singoli anni di business plan, dove una previsione specifica e puntuale è più difficile.

Per tale motivo il Management ha deciso di effettuare una ulteriore simulazione attraverso l'applicazione del Venture Capital Method. Tale variante del metodo DCF esprime il valore economico di un'iniziativa di start-up considerando l'ottica di un potenziale investitore e del rendimento richiesto dallo stesso per la sua partecipazione all'iniziativa. Per il potenziale investitore il valore economico dell'iniziativa a $t=0$ sarà pari al valore economico ipotizzato all'uscita dall'investimento – o Terminal Value a $t=n$ – e attualizzato sulla base di un adeguato tasso di rendimento a lungo termine – o tasso di rendimento richiesto, il "Required Rate of Return" (RRR).

Nel caso di Arco, anche in considerazione della citata maggiore aleatorietà connessa con lo stadio di vita dell'azienda, è stato prudenzialmente considerato uno sconto del 20% sui valori ottenuti tramite l'applicazione delle due metodologie sopra descritte.

4. Presupposti del nostro lavoro

L'incarico è stato svolto facendo riferimento esclusivamente alle informazioni messe a disposizione da Arco e, prevalentemente, al business plan 2019-2023, oltre ad incontri e colloqui telefonici con il Management. La responsabilità dell'informativa economica, patrimoniale e finanziaria include le relative assunzioni su cui si basa il business plan comprese al Management. Inoltre, è responsabilità degli organi amministrativi di Arco Fuel Cells S.r.l. la possibilità di realizzazione o meno degli eventi futuri considerati, nonché delle azioni che essi intendono intraprendere.

Il nostro supporto professionale è stato svolto tenendo conto delle condizioni economiche e di mercato attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili alla data del presente Parere. A questo proposito non può non essere tenuta in debita considerazione la difficoltà di svolgere previsioni nell'attuale contesto economico e finanziario. L'attuale scenario politico e macroeconomico è infatti caratterizzato da una generale situazione di incertezza che si riflette sul sistema finanziario e sulla stabilità dei mercati, in un contesto normativo e regolamentare di particolare complessità e in progressiva evoluzione. Non si può escludere che eventuali sviluppi negativi del quadro sopra descritto, successivi alla data del presente Parere e ad oggi non prevedibili, possano avere un impatto, anche significativo, sulle valutazioni oggetto del presente Parere e sulle relative conclusioni.

Arco è stata analizzata nelle condizioni "normali" di funzionamento ed in ottica "stand alone" (astraendo quindi da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione quali le eventuali sinergie derivanti dall'Operazione in questione), nell'ipotesi di continuità aziendale, sulla base delle informazioni pubbliche disponibili.

Nell'esecuzione del presente incarico non abbiamo effettuato una valutazione della Arco. Il nostro supporto professionale è infatti consistito prevalentemente in una rilettura critica delle analisi effettuate dal Management ed in una attività di *reperforming* dei calcoli svolti.

Lo svolgimento delle attività non determina alcun coinvolgimento di Crowe AS SpA nella gestione e nell'attività di Arco né nelle decisioni aziendali in merito alla fattibilità dell'Operazione a supporto delle quali le nostre attività sono svolte.

Il nostro incarico non costituisce un review del business plan secondo i principi internazionali emanati dall'IFAC e, in particolare, quanto previsto dal principio ISAE 3400 (*"The examination of Prospective Financial Information"*), emanato dall'International Auditing and Assurance Standards Board ("IAASB"). Inoltre, non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile o verifiche e accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di qualsiasi genere, connesse a problematiche non riportate nella documentazione utilizzata nell'analisi. Lo svolgimento del nostro intervento non ha incluso attività di due diligence contabile, legale, giuslavoristico, fiscale, ambientale né consulenza legale e fiscale, con la

conseguenza che Crowe AS SpA non assume alcuna responsabilità riguardante aspetti legali e/o fiscali o di interpretazione contrattuale.

La nostra analisi non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese) relative alla Arco, all'infuori di quelle eventualmente iscritte nella documentazione Voi forniteci.

Il nostro incarico non ha compreso la verifica della completezza, correttezza e accuratezza dei dati, informazioni o spiegazioni relativi alla Arco da Voi forniteci e da noi utilizzate ai fini della nostra analisi. Tali dati, informazioni o spiegazioni rimangono di Vostra esclusiva pertinenza e responsabilità.

Non abbiamo effettuato alcuna indagine sui titoli di proprietà dei beni di proprietà della Arco, né sull'eventuale esistenza di diritti o gravami su di essi; inoltre, non è stata effettuata alcuna verifica sulle licenze, concessioni, permessi e autorizzazioni, nel presupposto che l'attività svolta sia in regola con le normative vigenti.

5. Attività svolte

Ai fini del nostro incarico abbiamo svolto le seguenti attività:

- Discussione con il Management in merito all'attività svolta dalla Arco;
- Esame della documentazione messa a nostra disposizione, in particolar modo il business plan 2019-2023 di Arco;
- Verifica della corretta inclusione dei dati patrimoniali nel modello valutativo e verifica della correttezza matematica del modello stesso;
- Analisi del valore corrente teorico della Arco alla data del 31 dicembre 2018. Ai fini delle nostre verifiche abbiamo adottato il criterio metodologico ritenuto più congruo e verificato che lo stesso conducesse ad un valore corrente teorico ragionevole rispetto al valore "pre-money" determinato dal Management (e compreso nel range tra € 7,9 milioni ed € 8,3 milioni). A tal riguardo si ricorda che non esistono formule e regole definite cui attenersi per effettuare delle valutazioni. La dottrina e la prassi professionale hanno tuttavia sviluppato criteri (e metodologie) che riscontrano generale accettazione presso gli operatori. I criteri di valutazione debbono essere pertanto opportunamente scelti in funzione della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa.

In considerazione dell'oggetto della valutazione e delle informazioni messe a nostra disposizione, abbiamo ritenuto condivisibile l'approccio seguito dal Management e ritenuto ragionevole applicare i metodi Discounted Cash Flow e Venture Capital Method.

- Sviluppo di analisi di sensitività su parametri ritenuti rilevanti ai fini della valutazione. A tal riguardo è necessario evidenziare che il risultato è strettamente correlato all'effettivo verificarsi delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate in merito alle perdite attese future di Arco. Si ricorda che non è oggetto del presente incarico un giudizio di merito sulla capacità del Management di raggiungere i risultati previsti alla base della valutazione e sulla ragionevolezza e sostenibilità delle ipotesi sottostanti e, di conseguenza, sull'ammontare dei risultati stimati.

6. Conclusioni

Le nostre conclusioni devono essere lette ed interpretate nell'ambito delle finalità per le quali il presente Parere a stato predisposto, indicate al paragrafo 1, ed alla luce delle ipotesi e delle limitazioni descritte nel paragrafo 4.

In relazione alle metodologie di analisi finanziaria e di valutazione sopra descritte, evidenziamo le nostre conclusioni sulla determinazione del valore corrente teorico di Arco individuato dal Management:

- le metodologie di analisi finanziaria e di valutazione impiegate sono coerenti rispetto alla configurazione dell'Operazione ed alle informazioni disponibili e risultano altresì in linea con gli approcci riscontrabili sul mercato per operazioni similari;
- gli approcci utilizzati sono ragionevoli e risultano coerenti con le informazioni utilizzate e i risultati ottenuti;
- le analisi e le attività di *reperforming* da noi svolte confortano le conclusioni a cui è pervenuto il Management.

Sulla base delle nostre considerazioni e nei limiti dell'Incarico a noi conferito, siamo dell'opinione che, alla data del presente Parere, il valore corrente teorico di Arco sia compreso in un intervallo di ragionevolezza dal punto di vista finanziario rispetto alle indicazioni del Management cioè nel range tra € 7,9 milioni ed € 8,3 milioni.

Si ricorda che per sua natura, il lavoro di valutazione non può essere considerato come una scienza esatta e le conclusioni a cui esso perviene in molti casi sono soggettive e dipendono da giudizi e opinioni personali. Non è pertanto possibile considerare il valore individuato come unico ed inconfutabile.

In particolar modo si sottolinea che i risultati ottenuti sono da considerarsi subordinati alla ragionevolezza, accuratezza, correttezza e completezza delle ipotesi sottostanti al bilancio, al business plan, ai dati ed alle altre informazioni ottenute. Si ricorda che non è oggetto del presente lavoro la verifica delle ipotesi sottostanti le assunzioni del business plan. Modifiche di tali ipotesi o dei dati invariati potrebbero comportare un risultato sostanzialmente diverso da quello presentato nella presente relazione.

La presente lettera è destinata a Vostro uso esclusivo e non potrà essere distribuita ad altri, ivi inclusi soggetti finanziatori, legali di questi ultimi o altri consulenti, senza un precedente consenso scritto.

Rimaniamo a Vostra disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento e, con l'occasione, inviamo distinti saluti.

Crowe AS SpA



Giovanni Santoro

(Revisore legale)