



**Perizia di Valutazione ai sensi dell'Art 2343 Ter comma due lett b) cod.
civ relativo al 100% del capitale economico di Hyris Ltd**

04/12/2023

PRIMA VERSIONE PRELIMINARE ITALIANA

THE POWER OF UNDERSTANDING
ASSURANCE | TAX | CONSULTING

Spett.le
Hyris Ltd
Lower Ground Floor, One George Yard,
London, United Kingdom, EC3V 9DF

Con riferimento alla nostra lettera di incarico datata 01/12/2023, presentiamo la relazione di stima, redatta ai sensi dell'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile ("**Relazione di Stima**"), del Valore Economico relativo al 100% dell'azienda Hyris Ltd (di seguito anche "**Hyris**" o anche la "**Società**"), e così delle partecipazioni costituenti l'intero capitale della Società, oggetto di conferimento in natura. La struttura della Relazione di Stima è descritta nella pagina seguente.

Sommario

1	Introduzione	4
1.1	Premesse, oggetto del lavoro e termini dell'incarico	4
1.2	Contesto normativo.....	4
1.3	Finalità della relazione di stima.....	5
1.4	Data di riferimento relazione di stima	5
1.5	Documentazione esaminata	6
1.6	Ipotesi e limitazioni	6
1.7	Lavoro svolto	7
2.	Descrizione dell'Operazione	8
3.	Descrizione dell'oggetto di conferimento: Hyris Ltd.....	9
4.	Capitale Economico ed introduzione alle metodologie di valutazione	17
5.	La scelta della metodologia valutativa utilizzata.....	23
6.	Stima del Capitale Economico di Hyris in base alla metodologia di valutazione prescelta: l'Unlevered Discounted Cash Flow	25
7.	Stima del Capitale Economico di Hyris in base alla metodologia di controllo: il metodo dei multipli.....	32
8.	Conclusioni sul valore.....	35

1 Introduzione

1.1 Premesse, oggetto del lavoro e termini dell'incarico

Ci avete informato che Hyris Ltd, è oggetto di un'operazione di aggregazione con Ulisse Biomed SpA (di seguito anche "**UBM**") consistente nel conferimento da parte dei soci proprietari di Hyris (di seguito anche i "**Conferenti**") delle partecipazioni da quest'ultimi detenute, e pari al 100% (cento per cento), del Capitale Sociale di Hyris, a titolo di sottoscrizione di un Aumento di Capitale dedicato di UBM, società quotata nel mercato Euronext Growth Milan di Borsa Italiana Spa.

In tale contesto ci è stato chiesto di svolgere una valutazione finalizzata alla determinazione del valore economico dell'azienda Hyris e così delle partecipazioni costituenti l'intero capitale della Società ai sensi dell'art. 2343-ter, secondo comma, lett. b del Codice Civile.

Si precisa che per valore economico si intende il valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli specifici interessi per eventuali negoziazioni.

Tale valore, pertanto, non tiene conto di eventuali aspettative soggettive, eventuali sinergie, della forza contrattuale delle parti, dei loro interessi che possono influire nella definizione del prezzo nell'ambito di una trattativa tra soggetti indipendenti.

1.2 Contesto normativo

In conformità al disposto dell'articolo 2343 ter comma 2, lett. b) del cod.civ., il valore di conferimento non deve essere superiore al valore risultante da una valutazione che provenga da un soggetto terzo indipendente, dotato di adeguata e comprovata professionalità, riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento, e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento.

Chi conferisce beni o crediti ai sensi dell'articolo 2343 cod.civ. presenta la documentazione dalla quale risulta il valore attribuito ai conferimenti.

La finalità della redazione di una relazione di stima da parte di un esperto indipendente è quella di garantire che il patrimonio della società conferitaria non subisca un'alterazione con possibile danno per i creditori terzi della società, a causa di una sopravvalutazione dei beni oggetto di conferimento.

Ne consegue che il presente lavoro ha avuto come obiettivo l'individuazione, con criteri di estrema prudenza del valore del 100% del capitale economico di Hyris oggetto di conferimento.

1.3 Finalità della relazione di stima

Hyris Limited Uk ha chiesto a RSM (l'«**Esperto**») di redigere una Relazione di Stima ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2343 ter, comma 2, lettera b), c.c. (la «**Relazione**») contenente la valutazione del capitale economico dell'azienda Hyris. In questa sede per azienda si intende il complesso organizzato dei beni e servizi per l'esercizio dell'impresa unitamente ai rapporti giuridici ad essa riferenti. Si precisa che la presente relazione di stima intende esprimere il valore del capitale economico relativo al 100% del capitale sociale di Hyris e così delle partecipazioni costituenti l'intero capitale della Società.

Siamo stati informati della circostanza che Hyris ha approvato un aumento di capitale sociale a titolo oneroso. Si rappresenta che tale circostanza, in ragione delle metodologie di valutazione impiegate¹, non inficia la stima del valore del capitale economico e, conseguentemente, le conclusioni alle quali perviene la presente Relazione.

Si precisa che:

- RSM è soggetto munito di tutta la capacità necessaria per svolgere il presente incarico,
- RSM appartiene al network internazionale di RSM ed è dotato di estesa esperienza nel campo delle valutazioni peritali;
- RSM non intrattiene con alcuno dei soggetti elencati all'articolo 2343 ter, comma 2 lettera b) c.c. rapporti tali da comprometterne l'indipendenza rispetto ai medesimi
- il presente elaborato peritale è stato predisposto tenendo in considerazione la struttura complessiva dell'operazione e le finalità generali che il disposto normativo intende perseguire, ovvero quella di evitare che attraverso una sopravvalutazione del bene conferito si realizzi un'artificiosa sopravvalutazione del Patrimonio della Società Conferitaria.
- con riferimento a tale finalità, la presente relazione, si conclude con l'indicazione del Valore Economico di Hyris.

1.4 Data di riferimento relazione di stima

La data di riferimento per la Valutazione è il 30 giugno 2023 (la "Data di Riferimento") e di conseguenza a tale data sono stati sviluppati gli elementi di base del processo valutativo.

A tale data fa riferimento anche la più recente situazione economico – patrimoniale consolidata di Hyris.

¹ Vedi paragrafo 5

1.5 Documentazione esaminata

1. UBM_Hyris Accordo Quadro - Starclex 30102023 (in Bozza) (di seguito anche “**Accordo Quadro**”)
2. Bilancio consolidato Hyris Ltd al 31.12.2022
3. Situazione contabile consolidata Hyris Ltd al 30.06.2023
4. Piano Industriale: Hyris_BusinessPlan_v40_StandAlone
5. Pjt Ulisse - Preliminary Issue List_Accordo e Patto_1.8.2023_clean
6. Allegato “F” all’Accordo Quadro – Captable Hyris
7. Allegato 1.2.15 all’Accordo Quadro “Controllate Hyris”
8. Allotment_of_shares_-_Written_resolution_of_Directors
9. Allotment_of_shares_-_Written_resolution_of_Shareholders_dated
10. Allotment_of_shares_-_Investor_Majority_Consent_dated

1.6 Ipotesi e limitazioni

Le analisi e la Valutazione sono state sviluppate sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- La Valutazione è stata effettuata in ipotesi di continuità aziendale e in condizioni “normali” di funzionamento di Hyris (astruendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione).
- la Valutazione è stata effettuata alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tiene conto di eventi esterni futuri straordinari o inattesi.
- La presente relazione è stata effettuata facendo riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive di sviluppo conosciute alla data di elaborazione.
- La Valutazione è stata sviluppata sulla base delle proiezioni operative di Hyris predisposte dal Management, con l’ausilio del suo advisor, in capo al quale rimane la responsabilità sulla qualità, correttezza e completezza dei dati e delle informazioni in essi contenuti. È stato assunto che questi siano stati preparati in modo obiettivo, su elementi ed ipotesi che riflettano le migliori previsioni attualmente disponibili per il management della *Società* in relazione ai futuri risultati finanziari e alle condizioni economiche della medesima.
- Le Proiezioni sono state da noi analizzate e verificate solo per ragionevolezza complessiva. **RSM non ha in tal senso provveduto a verificarne la fattibilità, la sostenibilità e la realizzabilità mediante giudizio professionale indipendente (independent business review).**
- Parimenti, ai fini dell’elaborazione della presente relazione RSM **non ha svolto alcuna procedura di revisione contabile** o revisione limitata contabile dei dati e delle informazioni fornite, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica.

- Sebbene la stima del valore sia da considerarsi accurata e completa da un punto di vista sostanziale, nulla di quanto contenuto nella presente relazione deve essere ritenuto una promessa o una rappresentazione dei risultati futuri della Società.
- Le proiezioni, essendo basate su ipotesi di eventi futuri ed azioni, sono caratterizzate da connaturati elementi di soggettività ed incertezza e, in particolare, dal rischio che eventi preventivati ed azioni dalle quali esse trarranno origine possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misura e in tempi diversi da quelli prospettati dal Management, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo attuale. Pertanto, eventuali scostamenti rispetto alle ipotesi e ai risultati attesi dal Management, potrebbero modificare gli esiti della valutazione.
- La presente Relazione di Stima non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo denominato 1.3 e previste dall'art. 2343 ter comma 2, lett b) del Codice Civile. RSM ed i suoi collaboratori non avranno pertanto responsabilità per danni, anche nei confronti di terzi, che derivassero dall'utilizzo della presente Relazione di Stima per finalità diverse da quelle richiamate nel paragrafo 1.3 di cui sopra
- Il management di Hyris dichiara che dalla Data di Valutazione a quella di redazione della presente relazione non sono occorsi eventi, fatti o altri accadimenti gestionali tali, per la loro portata, da ritenere previsioni contenute nel piano industriale II Sem 2023-2028 come non fattibili o non realizzabili.

1.7 Lavoro svolto

Ai fini della stesura della presente relazione di valutazione abbiamo svolto le attività di seguito riportate:

1. comprensione dell'operazione di aggregazione fra Hyris ed UBM
2. comprensione dell'attività svolta dalla Hyris, del modello di business, dei prodotti commercializzati e del mercato in cui quest'ultima opera;
3. analisi nel piano II Sem 2023-2028 redatto dal management di Hyris, con l'ausilio con i propri advisor
4. individuazione delle metodologie di valutazione proposte dalla migliore dottrina tenuto conto
 - della loro idoneità a cogliere le prospettive di valore della Società
 - della loro applicabilità nel contesto di riferimento - Conferimento,
 - della base informativa disponibile;
5. applicazione delle metodologie di valutazione individuate e selezionate sulla base dei punti che precedono
6. individuazione, stima degli input valutativi necessari -. e.g. tasso di sconto
7. verifica delle risultanze valutative mediante metodologie di controllo

2. Descrizione dell'Operazione

In data 25 Maggio 2023, UBM e Hyris hanno sottoscritto una lettera d'intenti al fine di avviare tra le stesse, nonché con i Conferenti, delle trattative volte a definire i principali termini e condizioni relativi, *inter alia*, all'aggregazione fra UBM ed Hyris, a seguito e per effetto dell'acquisizione da parte di UBM del 100% (cento per cento) del capitale sociale di Hyris mediante conferimento della stessa, da parte dei Conferenti, quale modalità di sottoscrizione di un apposito aumento di capitale riservato ai soli conferenti di Hyris (di seguito anche "**Aucap**") di UBM.

In tal senso, all'Art 2.1.1 dell'Accordo viene espressamente disciplinato che i Conferenti si impegnano a sottoscrivere, mediante l'integrale conferimento della Partecipazione di Controllo, l'Aucap riservato che sarà a tal fine deliberato dall'assemblea degli azionisti UBM. Ciò sulla base di un prezzo convenzionale pari alla media ponderata per i volumi dell'andamento del prezzo delle azioni Ulisse sull'Euronext Growth Milan nei sei mesi antecedenti alla data di sottoscrizione degli accordi vincolanti disciplinanti l'operazione (il "**Prezzo Convenzionale Azioni UBM**").

Da un punto di vista strategico le motivazioni dell'operazione sono da rinvenire nello sfruttamento di sinergie industriali, commerciali e del know-how proprietario tanto di UBM quanto di Hyris. In dettaglio:

- le sinergie industriali sono da rinvenire nell'utilizzo della piattaforma di UBM², completa, validata e integrata verticalmente, la quale consentirebbe ad Hyris, soprattutto alla luce del nuovo ed implementando modello di business³, lo sviluppo di nuovi prodotti e soluzioni con costi e tempi sensibilmente inferiori a quelli che altrimenti avrebbe dovuto sostenere. Tale opportunità rappresenta, per il soggetto integrato, un vantaggio competitivo su tutte le componenti del sistema (hardware, software, reagenti)
- le seconde, vertono sulla possibilità di ampliare e caratterizzare l'offerta commerciale verso il mercato mediante la proposizione di soluzioni integrate comprensive di hardware, software e reagenti
- relativamente allo sfruttamento del Know-how proprietario, ci si riferisce al patrimonio intellettuale creato ed accumulato dalle due società in decenni di operatività: le competenze tecnologiche verticali acquisite assicurano una capacità di adattamento istantaneo, anche predittivo, delle piattaforme tecnologiche ai continui e mutevoli cambiamenti del contesto di mercato. Ciò consente di integrare velocemente nuove applicazioni e soluzioni sul sistema, sia in logica di closed-platform (soluzioni chiuse completamente sviluppate internamente) che di open-platform (soluzioni di terze parti integrate sulla piattaforma) riducendo il time to market⁴ e creando barriere competitive verso i proprio competitor.

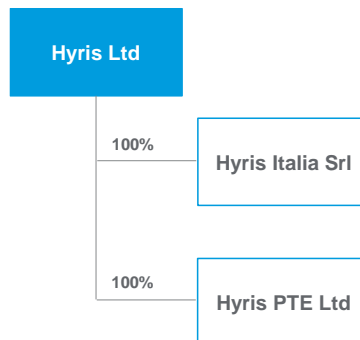
² UBM è proprietaria di tre diverse tipi di piattaforme. Fra di esse quella con maggiori potenzialità è la piattaforma tecnologica per la diagnostica molecolare basata sulla Real Time PCR diretta con analisi della "*melting curve*". Questa piattaforma permette di identificare più patogeni (o genericamente target) in una stessa analisi tramite l'analisi delle curve di melting ad alta risoluzione.

³ Si rimanda ai contenuti esposti nel Piano Industriale di Hyris

⁴ Da intendersi questo come il lasso di tempo intercorrente fra l'ideazione di un prodotto/servizio e la sua commercializzazione sul mercato

3. Descrizione dell'oggetto di conferimento: Hyris Ltd

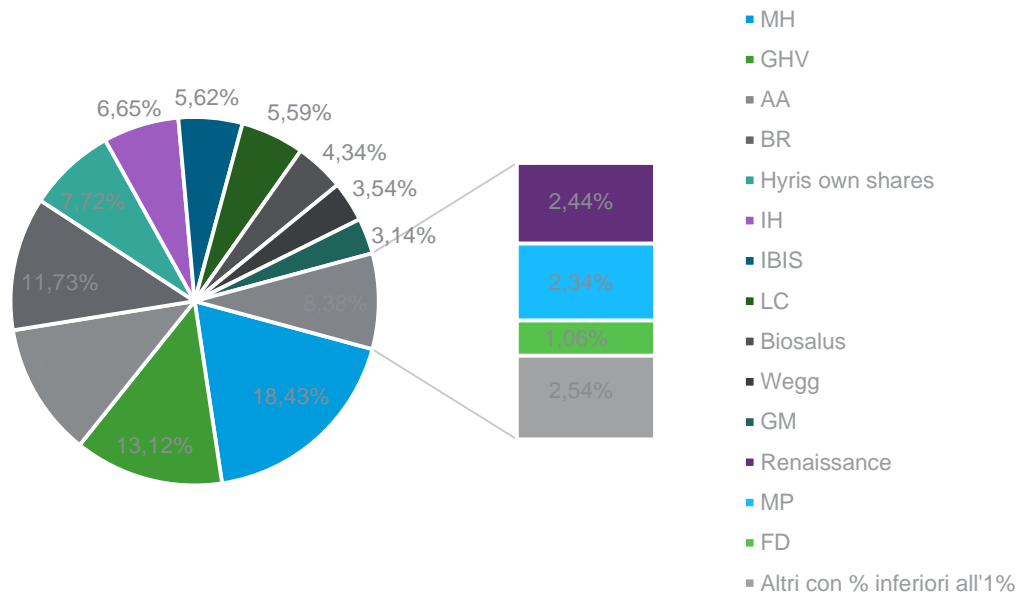
Hyris Limited, è stata costituita in data 5 novembre 2014 ed ha sede legale Londra, è la capogruppo operativa del Gruppo Hyris che commercializza il sistema di proprietà nelle aree economiche non presidiate dalle controllate. Hyris detiene il 100% due partecipate, la filiale italiana e quella singaporiana, titolari della commercializzazione del sistema Hyris nelle rispettive aree geoeconomiche (Europa; APAC)



Il capitale sociale, alla Data di Riferimento, è composto da 25.971.872 azioni ordinarie del valore unitario di Euro 0,001 e 5.535.057 azioni speciali di classe di categoria "A"⁵ del valore unitario di Euro 0,001 e per un totale di 31.506.929 azioni suddivise fra 33 soci persone fisiche e giuridiche, come riportato nello schema che segue⁶

⁵ Azioni di tipo privilegiate

⁶ Per finalità espositive in luogo dei nominativi sono stati riportati gli indicativi



Come già si è avuto modo di rappresentare, il Consiglio di Amministrazione della Società ha approvato un aumento di capitale a titolo oneroso. Conseguentemente la compagine sociale riportata potrebbe subire variazioni che per loro natura risultano del tutto neutre sotto il profilo squisitamente valutativo. Ci è stato inoltre rappresentato che prima del conferimento la Società cesserà di detenere azioni proprie. L'accadimento o il mancato accadimento di questa cessazione delle azioni proprie non inficia le valutazioni peritali dal momento che se le azioni proprie restassero tali e quindi venisse conferita la parte restante del capitale sociale, pur inferiore al 100%, ciò nondimeno la conferitaria acquisirebbe, attraverso la società conferita, anche tali azioni proprie.

Hyris è un'innovation based company attiva nel campo delle biotecnologie, artificial intelligence (AI) e dell'elettronica, che opera mediante, tra l'altro, disruptive technologies che consentono di eseguire test genetici su campioni biologici, in qualsiasi ambiente e in qualsiasi momento; ciò in tempo reale su piattaforme software all'uopo dedicate.

Fra le diverse soluzioni innovative Hyris ha sviluppato una piattaforma tecnologica integrata, composta da software, hardware, e reagenti proprietari, che, incorporando significativi elementi AI, permette di eseguire in maniera intuitiva test molecolari basati su tecnologia real-time PCR su campioni biologici in qualsiasi ambiente e in qualsiasi momento, consentendone l'utilizzo sia a specialisti che ad utenti privi di competenza nel settore della biologia molecolare.

Nel dettaglio Hyris svolge le seguenti attività:

- lo sviluppo e ricerca di strumentazione, software, reagenti e altre tecnologie per la diagnostica, per il test as a service o in generale per l'analisi ed il trattamento

di campioni biologici e ambientali, forniti al mercato direttamente o indirettamente attraverso *marketplace*, alleanze o *partnerships*;

- lo sviluppo di *software* per il trattamento, la trasmissione, l'analisi, l'apprendimento di/da dati biologici e ambientali e la relativa distribuzione, commercializzazione anche attraverso contratti di noleggio operativo, ed assistenza tecnica;
- lo studio, produzione, commercializzazione anche attraverso contratti di noleggio operativo, ed assistenza di strumenti e/o prodotti affini o presentanti interesse nel campo biomedico o in settori a questo collegati;
- la ricerca e lo sviluppo di tecnologie e metodiche applicate alle biotecnologie industriali, mediche, veterinarie, agrarie, farmaceutiche e a tutte le applicazioni in genere, nonché in tali ambiti di produzione, la commercializzazione e/o l'acquisizione di prodotti, studi, ricerche, brevetti, *know-how* e qualsivoglia dato;
- la creazione di reti tra enti pubblici e/o privati al fine di promuovere l'attività di quanto rientrante nell'oggetto sociale;
- le analisi di laboratorio sia in ambito sanitario umano che in altre specialità, presso sedi proprie o di terzi, pubbliche o private, anche attraverso la servitizzazione di piattaforme *hardware* e/o *software* connesse anche alla rete web.

Il modello di business è tipicamente del tipo B2B essendo i clienti finali rappresentati da laboratori per analisi cliniche. Alla Data di Riferimento la Società ha una forza commerciale composta da 3 commerciali – ognuno specializzato per area geoeconomica - e 8 agenti

Si riporta di seguito la situazione contabile consolidata al 31/12/2021;31/12/2022 ed al 30/06/2023:

Conto Economico	2021	2022	I Sem 2023
€'000			
Ricavi delle vendite	9.661	4.251	476
Variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti			
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	48	1.683	19
Altri ricavi e proventi	70		
Valore della produzione	9.779	5.935	703
Costi delle materie prime, sussidiarie e di merci al netto della var. Rimanenze	(3.371)	(2.397)	116
Costi per servizi	(2.838)	(1.382)	(515)
Costi per godimento beni di terzi	(148)	(278)	(150)
Costi del personale	(1.588)	(3.459)	(1.238)
Oneri diversi di gestione	(8)	53	(2)
EBITDA (i)	1.826	(1.528)	(1.294)
Ammortamenti e svalutazioni	(83)	(147)	(97)
Accantonamenti			-
EBIT (ii)	1.744	(1.675)	(1.390)
Proventi e (Oneri) finanziari	(19)	159	(10)
EBT	1.725	(1.516)	(1.401)
Imposte sul reddito	(331)	115	(0)
Risultato d'esercizio	1.393	(1.401)	(1.401)

Stato Patrimoniale Riclassificato	2021	2022	I Sem 2023
€'000			
Immobilizzazioni immateriali	143	171	176
Immobilizzazioni materiali	555	2.271	2.206
Immobilizzazioni finanziarie			
Attivo fisso netto	698	2.441	2.382
Rimanenze	3.408	1.928	2.109
Crediti commerciali	(205)	280	447
Debiti commerciali	(406)	(408)	(413)
Altre attività correnti	75	652	571
Altre passività correnti	(812)	(910)	(321)
Crediti e debiti tributari	89	188	20
Ratei e risconti netti		(42)	
Capitale circolante netto	2.149	1.688	2.412
Fondi rischi e oneri			
TFR	(117)	(196)	(224)
Capitale investito netto (Impieghi)	2.730	3.933	4.570
Debiti finanziari	390	277	208
Altre attività finanziarie correnti			
Disponibilità liquide	(4.265)	(1.814)	(561)
Indebitamento finanziario netto	(3.875)	(1.537)	(353)
Capitale sociale	30	32	32
Riserve	5.181	6.840	6.293
Risultato d'esercizio	1.393	(1.401)	(1.401)
Patrimonio netto (Mezzi propri)	6.605	5.470	4.923
Totale fonti	2.730	3.933	4.570

Con riferimento alle principali voci di Stato Patrimoniale Consolidato si evidenzia quanto segue:

- **Imm.ni Immateriali:** la voce rappresenta il valore contabile dei brevetti proprietari del Gruppo
- **Imm.ni Materiali:** sono massimamente rappresentati da Asset di laboratorio o oggetto di leasing operativo (bCUBE)
- **Magazzino:** sono massimamente rappresentati da prodotti (Hardware destinati alla vendita) unitamente a merci e materiali destinati alla produzione e consumo;
- **Altre Attività Correnti:** rappresentate da una serie di crediti verso soggetti terzi
- **Altre Passività Correnti:** massimamente rappresentati da debiti v.so dipendenti alla Data di Riferimento

Hyris ha creato un proprio sistema (Hyris System) di tipo “chiuso” basato su tre filoni di sviluppo:

1. Hardware (bCUBE): strumento Real Time PCR compatto, connesso, scalabile;
2. Software (bAPP & bDATA): gestione delle macchine mediante web-app, gestione dei protocolli di PCR/LAMP, delle analisi e degli operatori, interpretazione assistita dei risultati;
3. HYRIS bKIT™ Reagenti: sono test diagnostici molecolari basati su tecnologia real-time PCR in un’ampia gamma di applicazioni, garantendo risultati affidabili in molteplici settori.

I kit, tuttora commercializzati dall'azienda, sono perfettamente integrati con software e hardware fin dalle prime fasi di design.

A partire dal 2021 la Società ha avviato una ridefinizione del proprio modello business al fine di ovviare al principale limite rappresentato dalla ridotta ampiezza e spessore di gamma del proprio portafoglio prodotti.

La consistente onerosità dell'attività di ricerca e sviluppo, sia in termini di tempo che di risorse, ha limitato lo sviluppo di prodotti fruibili sia in campo diagnostico/medicale umano, sia, in altri segmenti del mercato (Veterinario, Industria, solo per citarne alcuni).

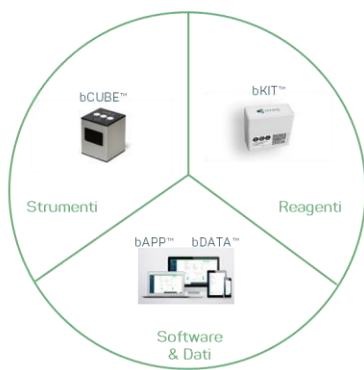
Il modello alternativo si basa sull'apertura dei singoli elementi tecnologici che compongono l'Hyris System verso l'esterno. Tale strategia, definita "*Modello Marketplace*", è stata implementata in modo sistematico da Maggio 2023 (vedi schema sottostante) e si pone i seguenti obiettivi:

1. Offrire prestazioni superiori rispetto ai concorrenti esistenti nel settore del real-time PCR;
2. Semplificare e migliorare l'esperienza dell'utente attraverso un'interfaccia utente intuitiva e procedure semplificate;
3. Essere conforme agli standard di regolamentazione e sicurezza del settore garantendo l'affidabilità delle analisi
4. Fornire una piattaforma versatile con applicazioni in diversi settori, tra cui ricerca, diagnostica m veterinaria e industria alimentare.

Si riporta di seguito una esemplificazione della evoluzione del modello di business di Hyris da quello storico a quello "Marketplace"

Modello storico di Hyris:

- Pacchetto completo di funzionalità di Hyris
- Molto efficiente
- Ha limitazioni strutturali nell'aumentare il numero di prodotti/canali



Modello "Marketplace":

- Sostanziale disaggregazione delle capacità di Hyris
- Centro di gravità sui componenti di maggior valore: Software, Dati, Know-How
- Apertura a un catalogo di prodotti potenzialmente illimitato su modello «Open Platform»
- Sostenere la proliferazione dei canali «go to market»



Il nuovo modello di piattaforma offre dunque numerose **caratteristiche innovative** e **vantaggi competitivi, oltre a**

Il piano industriale Il Sem 2023-2028 (di seguito il "**Piano**"), denominato in euro, di tipo consolidato ovvero comprendente i flussi attesi dalle controllate, nel quale le proiezioni economico-finanziarie sono state predisposte in ipotesi di continuità aziendale e sono basate su concrete aspettative di raggiungimento dei risultati

operativi indicati, prevede il completamento del processo “migratorio” dallo storico modello di business a quello “Marketplace”

Il Piano prevede, in estrema sintesi:

- il passaggio dal vecchio al nuovo modello di business entro il 2028 assumendo che:
 - durante il triennio 2023-2025 si completino gli studi e gli aggiornamenti del modello e si prosegua nella sua implementazione;
 - durante il biennio 2026-2027 il modello arrivi a regime
 - il 2028, immediatamente dopo il primo biennio a regime, vi sia il primo anno di crescita con il nuovo modello consolidato;
- La modifica del modello di produzione che passa da una gestione “per il mercato”, con conseguente gestione dei prodotti e magazzino, ad una di tipo “Just in Time” basata sugli ordini. Tale evoluzione determinerà non solo l’esternalizzazione della parte di assemblaggio/produzione dei sistemi ma anche una riduzione degli impegni di circolante associati al magazzino
- la modifica della struttura dei costi coerentemente rispetto alla progressiva implementazione del nuovo modello di business
- il conseguente adeguamento della struttura organizzativa

Relativamente alle principali voci del Piano

- Ricavi di vendita, derivanti dalla commercializzazione del “Sistema Hyris” articolato in tre linee di prodotto (Test, Software; Hardware) su due tipologie di piattaforme Open e Closed Platform in due macroaree geografiche: Italia ed Estero. Le previsioni di vendite del Sistema sono state elaborate sulla base delle assunzioni in merito a:
 - numero di laboratori che si prevede di contrattualizzare dal II Sem 2023 al 2028 (di seguito anche “**Arco Piano**”), per ognuno delle linee di prodotto (Test, Hardware e Software)
 - capacità acquisitive da parti di quest’ultimi per ognuno delle tre linee di prodotto componenti il sistema Hyris

Sulla base delle ipotesi contenute nel Piano si prevede la seguente distribuzione del sistema Hyris (Test; Software; Hardware) per area geografica e tipologia di piattaforma (anche “**Channel Mix**”) e la correlativa distribuzione del fatturato

Tabella 1: Channel Mix.

[Omissis]

- Costi di acquisto: i costi di acquisto sono stati stimati per ogni singolo item di vendita sulla base delle attuali condizioni di acquisto. Non si prevedono

variazioni dei costi unitari

- Costo del Personale: i costi sono stati stimati sulla base delle retribuzioni lorde e del numero di risorse impiegate anno per anno⁷
- Costi di struttura: quale somma di una serie costi afferenti a ricerca e sviluppo di nuovi prodotti (R&D); Marketing; Consulenze legali e finanziarie; costi generali ed amministrativi. Ognuno di questi costi è stato definito sulla base di specifiche metriche di costruzione
- Ammortamenti: calcolati sulla base delle aliquote civilistiche specifiche per ogni tipologia di attivo. In assenza di investimenti in capitale fisso (Capex) gli ammortamenti rimangono costanti in Arco Piano
- Oneri finanziari: calcolati sulla base di un tasso di interesse del 4% sul debito a medio/lungo termine, pari a 400 €/Mgl, che si prevede verrà tirato nel terzo trimestre del 2023
- Tasse: calcolate in base alla corrente normativa fiscale
- Attivo Fisso Netto: in assenza di Capex, la variazione in Arco Piano è pari all'ammontare degli ammortamenti annuali
- Capitale Circolante Netto (CCN): quale somma, prevalentemente, delle seguenti poste: Magazzino, Crediti Commerciali, Crediti Tributari; Debiti Commerciali; Fondo TFR; Altri debiti. Relativamente alle poste indicate si evidenzia quanto segue:
 - Magazzino: calcolato sulla base dei valori del I sem. 2023 con variazioni stimate sulla base delle attese di vendite annuali
 - Crediti commerciali: applicando una dilazione di incasso (anche Debt Sales Outstanding – DSO) pari a 240 gg ca.
 - Debiti Commerciali: applicando una dilazione di incasso (anche Debt Payment Outstanding – DPO) pari a 120 gg ca..
- Mezzi di Terzi: nel piano si fattorizza l'ottenimento di nuova finanza, nella forma del finanziamento a M/L, per un importo pari a [Omissis]. Il rimborso di quest'ultimo si prevede verrà completato nel 2028.
- Mezzi propri: in data 05/10/2023 mediante risoluzione scritta del Consiglio di Amministrazione di Hyris, approvato in pari data sia da parte dei soci e da quelli di maggioranza, un apporto di mezzi propri mediante aumento di capitale a titolo oneroso per un importo pari a [Omissis]. Nel Piano si ipotizza un aumento di capitale nel 2023 per un totale di [Omissis], nel 2024 di [Omissis] €/Mgl e nel 2025 e 2026, rispettivamente, di ulteriori [Omissis] €/Mgl, per un ammontare complessivo in Arco Piano di [Omissis] €/Mgl. L'aumento di capitale determinerà non solo uno spostamento della struttura finanziaria verso la componente Equity (Mezzi Propri) ma anche un significativo rafforzamento

⁷ Espresse di FTE (Full Time Equivalent) ovvero del numero di risorse calcolate sulla base delle ore di lavoro annuali

patrimoniale della Società.

Date le ipotesi riportate, il Piano prevede:

- ricavi in crescita del [*Omissis*].CAGR 2024-2028⁸) trainato dall'aumento degli items venduti;
- un'Ebitda Margin in costante crescita [*Omissis*]. Il recupero di marginalità è da ascrivere alle performance di vendita previste. Con puntuale riferimento alla dinamica del margine operativo lordo [*Omissis*] si evince che il business non abbia ancora raggiunto una condizione di stazionarietà (altrimenti conosciuta come Steady State), ove per stazionarietà si intende la situazione nella quale le variabili economiche che descrivono un modello di business non cambiano nel tempo e dove quest'ultimo viene a trovarsi quando si esauriscono gli effetti delle forze che ne hanno indotto lo sviluppo;
- una PFN costantemente negativa (eccedenza di cassa rispetto ai debiti finanziari)
- una struttura finanziaria che prevede una progressiva ricomposizione delle fonti a vantaggio del capitale proprio - 100% di Equity entro la fine del 2028.

Figura 1: evoluzione delle principali grandezze economico-finanziarie di Piano

[*Omissis*]

Tabella 2: principali valori ed indici di Piano

[*Omissis*]

⁸ Poiché i dati del 2023 partono dal II sem. 2023, si è proceduto a porre come base del calcolo (primo anno) il 2024

4. Capitale Economico ed introduzione alle metodologie di valutazione

La stima del c.d. “valore” può essere effettuata facendo ricorso a differenti metodologie di valutazione.

Le ricerche economico-aziendali hanno posto in luce come il capitale di impresa costituisca (alla stregua del reddito) un’entità astratta che si presta ad essere apprezzata e quantificata diversamente in relazione alle finalità che, mediante il processo valutativo, si intendono conseguire.

In particolare, è possibile distinguere, tra le altre, le seguenti configurazioni di capitale:

- il capitale di funzionamento, volto a misurare il patrimonio dell’azienda sulla base dei criteri dettati dal legislatore civilistico e dalla prassi contabile per la redazione del bilancio d’esercizio;
- il capitale di liquidazione, stimato in sede di cessazione dell’attività d’impresa per differenza tra il valore di presunto realizzo delle attività e di prevista estinzione delle passività;
- il capitale di trasformazione, quantificato con gli stessi criteri del capitale di funzionamento nel caso di cessazione relativa dell’azienda;
- il capitale di trasferimento, ovvero quella configurazione del capitale d’impresa stimata ai fini della “cessione” del complesso aziendale.

Il capitale di trasferimento, quando viene stimato da un soggetto indipendente rispetto alle parti coinvolte nell’operazione straordinaria, viene definito in dottrina con l’appellativo di “capitale economico”.

La stima del capitale economico, entità astratta e non fondata esclusivamente su dati oggettivi e automaticamente determinabili, impone il ricorso a stime e ipotesi la cui analisi ed interpretazione impone fondati requisiti di razionalità, obiettività, neutralità e generalità.

Il valore cui deve addivenire il perito in sede di stima del capitale economico di un’impresa è, pertanto, un valore “generale” o “comune”, contrapposto al valore “particolare” o “individualizzato”, che riflette la posizione soggettiva del singolo contraente o “*stakeholder*”.

La stima del capitale economico dell’impresa può essere attuata facendo ricorso a differenti criteri di valutazione; ognuno di questi presenta pregi e difetti che lo rendono più o meno confacente all’obiettivo, rispetto agli altri metodi, in relazione alla natura dell’azienda in esame e alle finalità per cui si procede alla stima.

Al riguardo, la dottrina e la pratica professionale hanno individuato, tra le altre, le seguenti possibili metodologie per la stima del capitale economico di un’impresa in funzionamento:

- a) metodi finanziari;
- b) metodi reddituali;
- c) metodi patrimoniali;
- d) metodi misti patrimoniali - reddituali.

A. I metodi finanziari

I metodi finanziari sono molto diffusi nel mondo anglo-sassone e in alcuni ambiti professionali, come quelli delle banche di investimento o degli analisti finanziari.

Tra i vantaggi che sono attribuiti a tale modello viene sottolineata la maggiore oggettività rispetto al criterio reddituale, in quanto esso esclude le voci di costo e di ricavo non aventi natura monetaria, la cui stima è esposta a giudizi soggettivi (ad es. la competenza tra più esercizi).

La teoria finanziaria afferma che il valore di un investimento dipende dal valore attuale dei flussi di cassa che l'investimento stesso genererà in futuro.

La pratica americana considera l'*Unlevered Discounted Cash Flow Analysis* il metodo per eccellenza di stima dei capitali d'impresa.

La formula che esprime tale strumento di valutazione è:

Valore del capitale dell'azienda (W) = I – Passività nette
dove:

Equazione 1: metodo del DCF (versione Unlevered DCF)

$$I = \sum_{t=1}^N \frac{UFCF_t}{(1 + WACC)^n} + TV$$

con:

I = valore dell'investimento netto;

UFCF_t = flussi di cassa "unlevered" attesi anno per anno;

N = durata in anni del periodo di previsione analitica del flusso di cassa;

WACC = coefficiente di attualizzazione determinato come media ponderata del costo delle diverse fonti di capitale (Equity e Debito);

TV = Valore Finale dell'investimento (o anche Terminal Value).

L'elemento chiave dei calcoli riguarda la previsione, anno per anno, dei flussi di cassa. Per un anno qualsiasi il flusso di cassa atteso è, generalmente, così definito:
Flusso di cassa atteso = Utile prima degli interessi e delle imposte (EBIT) – imposte + ammortamenti ed altri costi differiti – investimenti fissi – impieghi di circolante.

Il flusso di cassa viene considerato per un periodo limitato, generalmente per 5 - 10 anni. Il tasso adottato per l'attualizzazione dei cash flow è tipicamente il costo medio ponderato del capitale (WACC).

Per la determinazione del valore finale TV, nella maggior parte dei casi, si ricorre alla stima mediante la formula della rendita perpetua, con:

Equazione 2: calcolo del Valore Finale (o Terminal Value)

$$TV = \frac{UFCF_N * (1 + g_6) * (1 - RR)}{(1 + r)^N * (r - g_\infty)}$$

UFCF = flussi di cassa "unlevered" attesi anno per l'anno N;

WACC = coefficiente di attualizzazione determinato come media ponderata del costo delle diverse fonti di capitale (Equity e Debito);

g₆ = saggio di crescita dei flussi di cassa attesi fra il quinto ed il sesto anno;

g_∞ = saggio di crescita di lungo termine oltre il periodo di previsione analitica;

RR= saggio di reinvestimento dei flussi di cassa necessario a sostenere la crescita prevista oltre il periodo di previsione analitica.

B. I metodi reddituali

I metodi reddituali - nelle due modalità di applicazione di attualizzazione temporanea o perpetua del reddito - sono quelli che fondano la determinazione del valore equo dell'azienda principalmente sulle prospettive di reddito della stessa.

I metodi reddituali hanno come obiettivo quello di determinare il valore di un'impresa attraverso l'attualizzazione dei proventi netti ottenuti durante un determinato periodo di tempo.

Tale metodologia è tipica dell'Europa Continentale, in contrasto con la pratica del mondo anglosassone. Ai metodi reddituali viene generalmente attribuita la capacità di esprimere il livello di reddito effettivamente raggiunto e di poter collegare i risultati certi relativi al passato ai risultati attesi futuri.

I calcoli e le valutazioni effettuati utilizzando tali metodi sono inoltre basati su valori medi futuri, più facili da stimare rispetto ai rendimenti annui.

Si tratta di metodi che godono di spiccato fondamento teorico, dove l'azienda viene considerata quale "bene" da reddito e la determinazione del suo valore nel complesso non può che essere basata, in linea di principio, sull'attualizzazione temporanea o perpetua del suo reddito medio prospettico.

Un ulteriore aspetto è rappresentato dalla possibilità di ricorrere alla "normalizzazione" dei risultati periodici attraverso la redistribuzione di componenti straordinari e l'eliminazione di costi e proventi estranei alla gestione caratteristica. L'orizzonte temporale adottato nell'utilizzo dei metodi reddituali dovrebbe essere indeterminato, in quanto l'impresa viene considerata come una realtà destinata a perdurare nel tempo.

Vige, comunque, la tendenza a limitare la vita dell'impresa e la durata dei flussi attesi a causa della crescente incertezza tipica della stima dei redditi futuri.

Per questo motivo, anche con riferimento ai metodi reddituali, le previsioni credibili sono quelle riferibili ad orizzonti temporali limitati (3-5 anni), oltre tale limite i flussi attesi dipendono da approssimazioni.

I metodi fondamentali in cui può essere declinato il modello reddituale conducono a quattro famiglie di valori:

- valori economici (W_e),
- valori potenziali puri, o *stand alone*, (W_p),
- valori potenziali d'acquisizione (W_{pc}),
- valori potenziali controllabili (W_A).

Tutte queste famiglie di metodi impiegano, quali input fondamentali, nei loro algoritmi di calcolo:

- i flussi reddituali attesi per i primi "n" anni di previsione analitica;
- i flussi reddituali "successivi" sintetizzati nel valore terminale (Terminal Value), espresso o nella variante della rendita perpetua o della attualizzazione temporanea;
- i tassi di attualizzazione: quest'ultimi assumono fondamentalmente due vesti, il C.o.e. (Cost of Equity) ed il WACC (Weighted average cost of capital);
- il tasso di crescita "g", che entra principalmente nella formula del valore terminale.

Le formule utilizzate con riferimento ai metodi reddituali sono:

(a) La formula della rendita perpetua:

$$W = \frac{R}{i}$$

con

R = reddito medio atteso

i = tasso di capitalizzazione

(b) La formula della rendita limitata, nei tre sotto casi:

- con l'uso del reddito medio R:

$$W = R \text{ an} * i$$

- con l'uso dei redditi attesi anno per anno:

$$W = \sum_{t=1}^N R_t * v_t$$

Con v_t fattore di attualizzazione

- con l'uso dei redditi annui per un periodo (fino all'anno m) e del reddito medio per gli anni da m+1 a n:

$$W = \sum_{t=1}^N R_t * v_t + \sum_{t=N+1}^M R_m * v_t$$

(c) La formula della rendita limitata, più il "valore terminale" attualizzato, per tenere conto dell'ulteriore capacità dell'impresa di produrre redditi:

$$W = \sum_{t=1}^N R_t * v_t + TV$$

Il metodo reddituale è un metodo concettualmente valido, ma non trova idonea applicazione quando il processo di formazione del reddito sia incerto, ed evidenzia i suoi limiti allorché la dimensione e la struttura del patrimonio siano elementi troppo rilevanti per poter essere trascurati.

C. I metodi patrimoniali

La stima mediante i metodi patrimoniali si basa sulla valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il "patrimonio netto". Il metodo di valutazione patrimoniale, per la sua carenza di razionalità, non è mai, in sé stesso, un modo accettabile per valutare un'azienda, in quanto trascura l'aspetto reddituale della stessa.

Ciò non toglie che l'informazione patrimoniale sia sempre utile e che in alcune circostanze essa diventi necessaria per dare completezza alle stime o per definirne meglio il contenuto; rappresenta in buona sostanza un elemento di supporto, un'integrazione che in vari modi entra, o può entrare, a comporre le valutazioni vere e proprie, fornendo riferimenti utili o anche necessari.

A seconda che i beni immateriali vengano o meno inclusi nella valutazione si possono distinguere: metodi patrimoniali semplici (considerano solamente i beni materiali, crediti e liquidità) e metodi patrimoniali complessi (caratterizzati dall'apprezzamento anche di una serie di beni immateriali).

Le stime patrimoniali semplici danno un'informazione rilevante per tutte le categorie di aziende. Esse danno luogo alla determinazione del cosiddetto "capitale netto rettificato" (K), che si ottiene apportando al Patrimonio Netto dell'azienda alcune variazioni per tener conto di eventuali valori latenti e inespressi nelle varie poste dell'attivo patrimoniale.

A titolo di esempio si citano:

- le rettifiche al valore delle immobilizzazioni tecniche;
- le correzioni (positive o negative) attinenti alla valutazione dei crediti;
- i costi capitalizzati che non abbiano un effettivo contenuto patrimoniale;
- l'esame di congruità dei fondi di fine rapporto del personale;
- la stima dei rischi connessi a cause passive in corso.

In definitiva avremo che il valore globale dell'impresa (W) sarà la risultante della somma del patrimonio netto contabile e delle rettifiche da apportare alle singole voci di Stato Patrimoniale.

Equazione 3: metodo patrimoniale puro

$W = K$

Con:

K = patrimonio netto rettificato

Nel caso in cui le rettifiche sopraindicate dessero luogo a delle plusvalenze, si renderebbe necessario procedere ad una stima dei carichi fiscali latenti (e quindi, differiti nel tempo) che esse sottendono.

D. I metodi misti patrimoniali - reddituali

Questo metodo rappresenta una buona soluzione per ottenere equilibrio tra obiettività, verificabilità e razionalità. Secondo il metodo misto occorre considerare sia la dimensione e la struttura del patrimonio (il quale in genere è effettivamente tale da non poter essere trascurato) sia la redditività media attesa (altro aspetto molto importante in sede di investimento su unità produttive).

Si tiene inoltre conto sia del "trend" storico sia di quello prospettico, quantificando anche valori non esplicitamente rappresentati da poste di bilancio come "l'avviamento".

Il valore della società viene, in tal caso, determinato rettificando il patrimonio netto - secondo la procedura utilizzata nei metodi patrimoniali - e sommando ad esso l'avviamento o *Goodwill*, definito come sovra-reddito (che può essere positivo o negativo, assumendo in tal caso la denominazione di *Badwill*) che il capitale investito nell'azienda può generare rispetto al reddito normale atteso per il settore e per il tipo di azienda considerata.

In quest'ambito generalmente si individuano due varianti operative:

- il metodo della stima autonoma del *Goodwill* (con capitalizzazione limitata e illimitata);
- il metodo del valore medio.

Il metodo misto, nella sua formulazione originaria, mette in evidenza un valore di avviamento (*Goodwill*) rappresentato dalla differenza fra il risultato della stima reddituale ed il valore patrimoniale.

Equazione 4: metodo misto patrimoniale-reddituale

$$W = K + an * i' (R - iK)$$

con:

K = capitale netto rettificato

R = reddito annuo medio atteso

i = tasso di rendimento normale

i' = tasso di attualizzazione del sopra-reddito o del sotto-reddito (nel caso di *Badwill*).

5. La scelta della metodologia valutativa utilizzata

La scelta del modello di valutazione dipende, come suggerito dalla migliore prassi valutativa, dalla combinazione di quattro fattori:

- i.* obiettivo della valutazione,
- ii.* caratteristiche della valutanda,
- iii.* documentazione a disposizione,
- iv.* orientamenti professionali prevalenti in relazione alla fattispecie oggetto di valutazione e in materia di conferimento

Per quanto attiene il punto *i.* si rileva come oggetto dell'incarico sia la determinazione del Valore Economico dell'azienda Hyris oggetto di conferimento nella UBM e così delle partecipazioni costituenti l'intero capitale della Società.

Relativamente al secondo aspetto come precisato nelle pagine che precedono, la Società è un'*innovation based company* attiva nel campo delle biotecnologie, *artificial intelligence* (AI) e dell'elettronica.

Relativamente al punto *iii.* si è data indicazione in merito alla esistenza di un Piano, articolato e completo di tutti gli elementi necessari per sua valutazione ed utilizzo, elaborato dal management con l'ausilio dei propri advisor

Relativamente al punto *iv.*, si rileva⁹, nel rispetto delle finalità ricercate dal legislatore ispirate al principio di tutela dei creditori e dei terzi, una comune convergenza verso metodologie valutative di matrice patrimoniale atte ad esprimere il c.d. Valore in Atto.

Occorre considerare che nel caso di specie, la scelta del modello valutativo deve necessariamente contemperare unitamente ai profili già richiamati, quelli meramente industriali, strategici nonché le specifiche peculiarità del bene conferito, di cui ne sono la base imprescindibile, ed il cui apprezzamento trova collocazione, fra le altre, nell'ambito delle operazioni di fusione, conferimento e/o cessione.

In tal senso, la peculiarità del presente processo valutativo risiede nell'incompiuto consolidamento del Valore in Atto, ovvero per taluni versi il suo "esaurimento", stante la corrente fase di transizione verso il nuovo modello di business nella quale si trova Hyris. Tale asserzione è corroborata tanto dalle performance che sono state conseguite nel corso dei due anni - nei quali si registra una riduzione del fatturato da 9.7 a 4.2 €/Mln ed un consistente assorbimento di cassa indotto dal programma di investimenti sostenuto dalla Società – quanto dai risultati indicati nel Piano *[Omissis]*.

Ne discende un contesto nel quale l'utilizzo di architetture valutative alternative a quelle basate sull'attualizzazione dei risultati futuri, idonee per loro natura a cogliere la prospettiva temporale necessaria alla stabilizzazione del modello di business della Società e delle sue prospettive industriali, determinerebbe una considerevole compressione delle attese di valore cogliendone solo un profilo – quello in Atto – e non quello correlato alla esecuzione del Piano – quello Potenziale.

⁹ L. Guatri V. Ukmar "Linee guida per le valutazioni economiche", Egea Edizione 2009, pagg. 89 e segg.ti

In ragione di ciò:

- considerando il dettato normativo contenuto nel disposto dell'Art. 2343 Ter Il comma lett. b) Cod. Civ.;
- tenuto conto degli orientamenti professionali in materia di valutazioni economiche e dottrinali relativamente al regime dei conferimenti;
- tenuto conto che nella scelta delle metodologie valutative la preferenza deve essere rivolta verso quelle architetture capaci di esprimere le necessarie caratteristiche di razionalità, dimostrabilità, neutralità e stabilità dei criteri e dei parametri di base del procedimento.
- tenuto conto della necessità di considerare al contempo tanto il Valore in Atto quanto, e soprattutto, quello Potenziale di Hyris;
- tenuto altresì conto che l'operazione di conferimento del 100% di Hyris avverrà in un'unica soluzione,

si è ritenuto corretto identificare e conseguentemente applicare una molteplicità di architetture valutative e nel dettaglio:

- i.* la metodologia finanziaria, basata sull'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici prima del servizio del debito (modello dei Flussi di Cassa Scontati Unlevered Discounted Cash Flow) quale criterio principale di valutazione¹⁰;
- ii.* la metodologia sintetica attraverso il ricorso all'uso di multipli di mercato quale criterio da utilizzare per la verifica e controllo del valore determinato con il metodo principale.

¹⁰ Cfr. G. Olivieri "I conferimenti in natura delle società per azioni", Padova Cedam. 1989, pag. 361. In tal senso "...non dovrebbero sorgere dubbi che...in caso di conferimento di aziende, si imponga l'adozione di un criterio di valutazione analitico essendo questo in grado di garantire - meglio di ogni altro - una stima esatta. Con il che - è bene precisarlo - non si intende certo escludere la possibilità che l'esperto si avvalga anche di altri metodi di calcolo, allo scopo di controllarne i risultati. Né tanto meno, si vuole negare l'esigenza di tener conto - quando vi siano - delle capacità reddituali del complesso produttivo, le quali rappresentano senza meno una componente, talvolta anche notevole, del suo valore. Resta ferma, peraltro, l'esigenza di considerare l'analisi del patrimonio aziendale come la base necessaria, anche se talvolta - da sola - non sufficiente, per effettuare la stima prescritta dall'Art 2343 c.c."

6. Stima del Capitale Economico di Hyris in base alla metodologia di valutazione prescelta: l'Unlevered Discounted Cash Flow

Il metodo dei flussi di cassa scontati determina il valore di Hyris sulla base dell'attualizzazione dei flussi finanziari ottenibili per effetto dell'esercizio di quest'ultima. Considerato che i flussi di cassa impiegati sono nella versione *Asset Side*¹¹, il modello dei flussi di cassa scontati adottato è quello dell'*Unlevered Discounted Cash Flow*.

Sulla base di queste premesse si è proceduto con l'applicazione della seguente formula del DCF:

$$EV = \sum_{t=1}^N \frac{UFCF}{(1+r)^t} + TV + SurplusAssets - PFN$$

$$TV = \frac{UFCF_N * (1+g) * (1-RR)}{(1+r)^N * (r-g)}$$

dove con:

- EV si intende l'Enterprise Value, ossia il valore di Hyris risultanti dalla somma dei flussi di cassa attesi nel periodo di previsione esplicita, del Valore finale (o TV), dei *surplus assets* al netto della Posizione Finanziaria Netta;
- $UFCF_t$ ovvero Flusso di cassa *unlevered* dell'anno t;
- TV, o Valore Terminale (*Terminal Value*), rappresenta il Valore Finale, oltre il periodo di previsione analitica, determinato attraverso impiego della metodologia delle *Perpetuity*¹²;
- g, o *perpetual growth rate*, si intende il tasso di crescita analitica applicato per la determinazione del TV, che nel caso di specie è stato posto pari al 2%;
- r, o *discount rate*, si intende il tasso di sconto utilizzato per l'attualizzazione dei flussi prospettici. Poiché i flussi utilizzati sono Unlevered, il tasso di sconto è una media ponderata espressiva del costo delle fonti di debito e di equity (WACC – Weighted Average Costo of Capital). Poiché i flussi oggetto di attualizzazione sono consolidati nella Hyris Ltd – società di diritto inglese, il tasso di sconto è stato definito avendo riferimento, nella ricerca dei diversi parametri, al mercato di quest'ultima (UK).

La formula utilizzata per il calcolo del WACC risulta la seguente

$$WACC = Coe * \frac{E}{D+E} + Cod * (1-t) * \frac{D}{D+E} +$$

Dove con:

¹¹ Flussi di cassa disponibili sia per i creditori sia per gli azionisti.

¹² Il valore finale è una grandezza di sintesi che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di proiezione. Il TV viene generalmente calcolato secondo due approcci, ognuno dei quali declinato in base alle diverse formule di calcolo proposte: rendita perpetua del flusso di cassa dell'ultimo anno; moltiplicazione di una quantità economica (fatturato, flussi di cassa, EBITDA, EBIT, ecc.), prevista per l'anno n-esimo, per un valore derivante dal confronto con il mercato, replicando, in questa maniera, la logica sottostante al metodo dei multipli di mercato. In entrambi i casi i valori ottenuti debbono necessariamente essere oggetto di attualizzazione. Nel corso della presente relazione, fra i due metodi suggeriti dalla dottrina, si è optato per l'impiego della rendita perpetua (*Perpetuity*).

- *Coe*, si intende il costo del capitale proprio (Cost of Equity). Per la stima del costo del capitale si è utilizzata la metodologia Capital Asset Pricing Model (di seguito anche “**CAPM**”)
 - $\frac{E}{D+E}$, rappresenta la proporzione delle risorse proprie (Equity) sul totale delle risorse di finanziamento (D+E)
 - *Cod*, si intende il costo del debito (Cost of Debt);
 - *t*, si intende il fattore di tassazione fiscale
 - $\frac{D}{D+E}$, rappresenta la proporzione delle risorse di terzi (Debito) sul totale delle risorse di finanziamento (D+E)
- RR, o tasso di reinvestimento (*reinvestment rate*), si intende il tasso di reinvestimento necessario a garantire la produzione dei flussi di cassa prospettici successivi al periodo di previsione analitica. Nel caso di specie in luogo del tasso di reinvestimento si è provveduto a costruire un anno standard aggiuntivo a quello di Piano sui cui valori è stato costruito il Valore Terminale
 - N, rappresenta la durata del periodo di previsione esplicita. Nel caso di specie si è assunto ai fini dell’attualizzazione l’utilizzo del *mid factor* a sostegno della produzione dei flussi in modo lineare nel corso degli esercizi¹³;
 - *Surplus Asset* (di seguito anche SA), rappresentano attivi non funzionali al core business ed in quanto tali cedibili sul mercato. Nel caso di specie si assume l’assenza di SA;
 - PFN, Posizione Finanziaria Netta, quale sommatoria delle esposizioni finanziarie debitorie al netto delle disponibilità liquide. Alla Data di Riferimento la PFN è pari a 256 €/Mgl.

Nell’applicazione della metodologia in oggetto sono state adottate le seguenti assunzioni:

- il periodo di previsione analitica coincide con quella del Piano (II sem 2023-2028)
- i dati utilizzati sono le grandezze economico-finanziarie espressi nel Piano elaborato dalla Società di concerto con il proprio Advisor Finanziario ai quali nono sono stati apportate modifiche/variazioni
- i flussi di cassa utilizzati sono nella configurazione *unlevered* riportati nel Piano e quantificati secondo la seguente metodologia:

$$Flusso\ di\ cassa\ Unlevered = Ebitda - Tasse - \Delta CCN - Capex$$

dove con:

- per *Ebitda* si intende il Margine Operativo Lordo ossia il risultato della gestione caratteristica riportato nel Piano di Hyris;
- Tasse, si intende il carico fiscale effettivo a carico di Hyris previsto anno per anno

¹³ Assenza di ciclicità nella produzione dei flussi economico e/o finanziari

- la variazione annua del Capitale Circolante Netto determinato dalla somma delle variazioni dei crediti commerciali e verso altri, dei debiti commerciali e verso altri, del Fondo TFR e dei Ratei e Risconti;
- *Capex (Capital Expenditure)*, rappresentano deflussi di cassa associati alla realizzazione di investimenti in attività immobilizzate di natura operativa, ovvero degli investimenti in capitale fisso. Nel Piano tale variabile è pari a 0;
- Poiché il Piano postula il non raggiungimento di una condizione di Steady State al termine del periodo di previsione esplicita e considerando che la migliore dottrina asserisce che il flusso da utilizzare per il calcolo del Valore Terminale sia un flusso stabile, replicabile nel tempo e finanziariamente sostenibile, si è provveduto a costruire un anno aggiuntivo le cui performance si ritiene rappresentino risultati realizzabili in perpetuo da Hyris. Le assunzioni usualmente adottate per la costruzione dell'Anno normalizzato prevedono (in linea di principio):
 1. Tasso di crescita anno per anno in linea con le previsioni economiche di lungo termine o con quella del segmento di mercato di riferimento;
 2. Margini economici: sostenibili nel lungo termine
 3. Fattore di tassazione fiscale in linea con la normativa fiscale vigenti
 4. Tasso di reinvestimento così articolato:
 - NWC ratio¹⁴ sostenibile nel lungo termine senza necessità di ulteriore funding da terzi
 - Capex o Sales Ratio¹⁵ consistente rispetto alle ipotesi di crescita di Piano
 - Ammortamenti coerenti rispetto agli investimenti in modo da evitare fenomeni di *Earning Lending/Borrowing*

Per la costruzione dell'Anno normalizzato è stato assunto

1. Fatturato atteso prossimo agli [Omissis], determinato assumendo un tasso di crescita rispetto al valore dell'ultimo anno di piano pari al [Omissis]
2. Ebitda Margin pari al [Omissis] determinato prendendo il valore medio dell'Ebitda margin del 2027-2028
3. Var CCN pari al [Omissis] valore assunto in maniera prudenziale al fine di considerare gli assorbimenti di cassa legati alla crescita del fatturato
4. Tasse (pagate per cassa) pari al [Omissis] del fatturato, valore ricavato dalla media dell'incidenza del carico fiscale sui ricavi del 2027-2028
5. Assenza Capex

Ai fini della determinazione del tasso di sconto

- quale *tasso risk free* (di seguito anche "Rf"), è stato assunto decennale di un titolo di stato inglese.

¹⁴ Quale rapporto fra variazione del capitale circolante netto e fatturato o l'Ebitda dell'anno

¹⁵ Quale rapporto fra gli investimenti in capitale fisso e il fatturato o l'Ebitda dell'anno

- il parametro del rischio sistematico non diversificabile (β) è stato estratto dal sito del Prof. Damodaran¹⁶ prendendo a riferimento un *panel* di società comparabili. Relativamente a quest'ultime, tenuto conto dei prodotti e dei servizi offerti dalla Società sul mercato, del suo modello di business, delle attività di R&D etc. riteniamo che il settore di riferimento sia quello del **Life Science & Healthcare Sector**, a sua volta articolato nei seguenti comparti:
 - Health Care Services
 - Health Care Technology
 - Life Sciences & Pharma Services
 - Medical Devices & Supplies
 - Payors & Payor Services

Riteniamo che la Società sia, prioritariamente, ascrivibile al comparto **Life Science & Pharma Services (di seguito anche "LS&PS")**, ove per LS si intende il settore nel quale operano aziende specializzate in ricerca, sviluppo e produzione di beni legati alla salute, con il fine ultimo dell'immissione sul mercato, e quindi della relativa commercializzazione, di dispositivi e soluzioni tecnologiche ad alto valore aggiunto.

Il settore **LS&PS** è articolato, nel panel del Prof. Damodaran, in diverse subsettori:

- Drugs (Biotechnology)
- Drugs (Pharmaceutical)
- Healthcare Products
- Healthcare Support Services
- Healthcare Information and Technology

Considerando che gli ultimi due subsettori non sono pienamente equiparabili il β è stato costruito quale media dei β *unlevered*¹⁷ dei settori Biotech, Pharma e Healthcare.

Il valore medio dei β *unlevered* estratto dal *panel* del Prof. Damodaran è stato successivamente oggetto di *releveraging*¹⁸ utilizzando il fattore di tassazione fiscale ed il Gearing al 30/06/2023, pari al 14,5%. Quest'ultimo dato è stato ricavato assumendo l'utilizzo di una struttura finanziaria target estratta dal campione del Prof. Damodaran

In ultimo il Beta rilevereggiato è stato aggiustato per la tecnica di Blume¹⁹ generando un valore finale del beta pari a 1,09

- l'*Equity Risk Premium* (di seguito anche "**ERP**") è stato ricavato dal sito del prof. Damodaran ed ha quale riferimento il mercato inglese
- è stato aggiunto un'ulteriore componente di rischio denominato "*Illiquidity premium*" stimato, prudenzialmente, in 100 punti base, da considerarsi in aggiunta al tasso che rappresenta il costo dell'Equity (K_e). L'aggiunta di uno specifico premio al rischio ha come obiettivo di fattorizzare la maggiore

¹⁶ Dati aggiornati a 2023. Panel di imprese europee e US

¹⁷ Ai fini della determinazione dei beta unlevered partendo dai beta di mercato è stata impiegata la seguente formula:

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + (1 - t_c) \frac{D}{E}}$$

¹⁸ La formula impiegata è la seguente: $\beta_l = \beta_u * [1 + (1 - t_c) * \frac{D}{E}]$. Nel caso di specie i parametri utilizzati sono quelli della Valutanda. In questo senso essendo la Rete conferita unlevered il Gearing è stato assunto a 0, mentre il fattore di tassazione fiscale è stato assunto al 42%

¹⁹ Ai fini della stima dei β prospettici è possibile applicare una formula di linearizzazione proposta dal prof. Blume secondo la quale $\beta_{prospettico} = 0,67 * \beta_{storico} + 0,33$

illiquidità di Hyris rispetto al panel di società comparabili caratterizzate da dimensioni più rilevanti e dall'essere quotati sui mercati regolamentati;

- il costo del debito (Cost of Debt - Cod) è stato posto pari al 4%
- il fattore di tassazione fiscale nel caso di specie è stato assunto pari al 25%²⁰,

determinando così un costo medio ponderato del capitale pari all'11,8%

Tabella 3: stima del tasso di sconto

Determinazione WACC		Note
Rf	4,5%	UK Government 10Y Bond Yield
Unlevered b	1,02	
<i>Biotech</i>	1,13	<i>Damodaran</i>
<i>Pharma</i>	0,91	<i>Damodaran</i>
<i>Healthcare Products</i>	1,02	
Levered b	1,13	
Levered b Blume Adj	1,09	
Erp	7,0%	<i>Damodaran</i>
Size Premium		
Premio di Illiquidità	1,0%	
Ke	13,1%	
Kd	4,0%	Ipotesi del Mgmt Case
Aliquota Fiscale	25,0%	KPMG/Damodaran
Net Kd	3,0%	
D	12,6%	Struttura Finanziaria Target <i>Damodaran</i>
E	87,4%	Struttura Finanziaria Target <i>Damodaran</i>
D/E	14,5%	
WACC	11,8%	
Tasso di crescita perpetuo	2,0%	

Si riporta di seguito una tabella riassuntiva con la stima del valore del capitale economico di Hyris determinato utilizzando la metodologia del DCF-UFCF con anno normalizzato.

Considerando quindi le attese di *Piano*, sulla base delle assunzioni in merito al tasso di sconto, ed assumendo un *perpetual growth rate* del 2%, una Posizione Finanziaria Netta alla Data di Riferimento di 256 €/Mgl si stima un *Equity Value*, pari a **26.376 €/Mgl ca.**

[Omissis]

²⁰ Tax Rate: Tax Foundation <https://taxfoundation.org/data/all/global/corporate-tax-rates-by-country-2022/>

Al fine di verificare la bontà e la fondatezza delle stime effettuate si è provveduto a confrontare il multiplo di settore con quello implicito derivante dall'applicazione del modello DCF con normalizzazione.

Il multiplo implicito, pari a [Omissis] è stato ricavato sulla base della seguente formula: $[UFCF \cdot (1+g) \cdot (1+WACC)^n] / [Ebitda_N \cdot (1+g) \cdot (1+WACC)^n]$

Inoltre, al fine di individuare un intervallo di valori riferibili alle quote del Capitale Sociale di Hyris sono state implementate analisi di scenario ("sensitivity analysis"). In particolare, gli scenari sono stati selezionati ipotizzando un incremento/decremento di 50 punti base del tasso di attualizzazione dei Flussi di Cassa (WACC) e del tasso di crescita di lungo termine individuando, in corrispondenza dei valori così ricalcolati delle variabili in oggetto, i corrispondenti valori dell'Equity Value (Capitale economico).

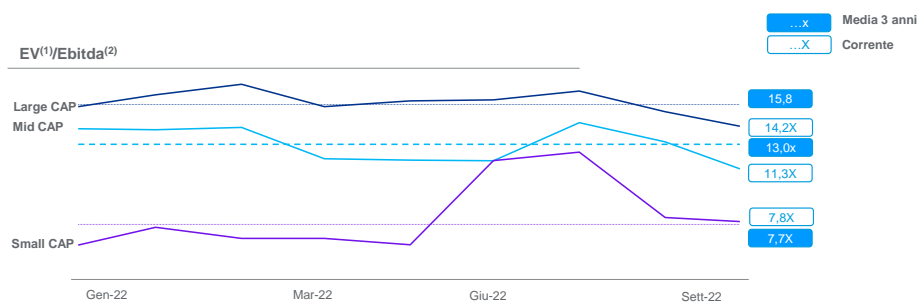
Si riporta di seguito la *sensitivity* sul valore del Capitale Economico alla variazione dei parametri del tasso di sconto e del tasso di crescita.

Tabella 4: sensitivity sull'Equity Value (Asse orizzontale tasso di sconto; asse verticale tasso di crescita di lungo termine)

[Omissis]

Confrontando il valore emergente dal modello DCF con il multiplo medio EV/Ebitda di lungo termine (3 anni) del settore di riferimento - pari a 13,0x come di seguito riportato - si evidenzia uno sconto del 24,1%.

Figura 2 Dinamica multipli Tools&Diagnostics company



Dati @ 09/2022 espressi in S. Dati oggetto di aggiornamento
 Fonte: Bloomberg; KPMG; Capital IQ, and PitchBook
 1. Quale somma della Capitalizzazione di mercato, PFN e Minority
 2. Valore contabile @ 09/2022

A titolo esemplificativo, l'utilizzo del multiplo indicato²¹, avrebbe determinato un valore del Capitale Economico di Hyris di 41.4 €/Mln con un tasso di crescita implicito²² dell'8,49%, come si evince nella tabella di seguito riportata

²¹ EV/Ebitda di settore di Lungo termine

²² Perpetual Growth Rate implicito calcolato sulla base della seguente formula $[(WACC \cdot TV) / (1+WACC)^N] - FCF_n / [FCF_n + (TV / (1+WACC)^N)]$

Tabella 4 : sensitivity sull'Equity Value con Multiplo (Asse orizzontale tasso di sconto; asse verticale Multiplo Media EV/Ebitda del settore di riferimento)

[Omissis]

7. Stima del Capitale Economico di Hyris in base alla metodologia di controllo: il metodo dei multipli

Quale criterio di verifica del metodo principale si è optato per l'uso dei multipli di mercato.

Ai fini della individuazione dei multipli da applicare sono state adottate il seguente approccio:

1. Selezione comparabili

Le società selezionate sono quelle attive nella progettazione, sviluppo e produzione, fra gli altri, di test genetici di campioni biologici (Tool & Diagnostics Company)

Le società selezionate sono state distribuite in tre segmenti in funzione della capitalizzazione di mercato:

- Small Cap
- Mid Cap
- Large Cap

Per ognuno di questi segmenti sono stati estratti i multipli di mercato EV/Sales ed EV/Ebitda

2. Costruzione Multipli

Per ognuno di questi segmenti sono state:

1. Elaborate le KPI (ricavi; Ebitda; Ebitda%) LTM
2. Sono stati ricavati multipli di mercato EV/Sales ed EV/Ebitda
3. Determinati i valori Medi e Mediani

Sulla base della procedura indicata sono stati ricavati i seguenti multipli Valore lordo dell'azienda²³/Ricavi²⁴ e Valore lordo dell'azienda/Ebitda, nell'ordine Large, Small e Mid Cap con riferimento.

Nel caso di specie si è concentrati soprattutto sul multiplo EV/Ebitda per le seguenti ragioni:

- è quello maggiormente utilizzato dagli esperti di valutazione poiché si ritiene posseda maggior potere predittivo del valore
- è quello maggiormente impiegato in operazioni fusioni ed acquisizione
- è quello che consente di neutralizzare gli effetti delle politiche di bilancio sugli ammortamenti e gli effetti della struttura finanziaria

²³ In gergo Enterprise Value

²⁴ In gergo Sales. L'indicazione LTM attiene agli ultimi 12 mesi

Large Cap- Aziende di Strumenti e Diagnostica											
Nome Azienda	Paese	Capitalizzazione	Valore(1)	Prezzo azione (2)	% del massimo di 52 Settimane	Ultimi 12 Mesi				Enterprise Value(4)	
						Ricavi	Crescita RicaviYOY	EBITDA(3)	EBITDA %	Ricavi Ultimi 12 mesi	EBITDA Ultimi 12 mesi
Agilent Technologies	USA	\$36,001	\$37,997	\$121.60	73.4%	\$6,659	8.4%	\$1,922	28.9%	5.7x	19.8x
Avantor	USA	\$13,487	\$19,784	\$20.00	47.1%	\$7,603	8.0%	\$1,565	20.6%	2.6x	12.6x
bioMérieux	Francia	\$9,304	\$9,364	\$78.60	61.5%	\$3,617	7.6%	\$988	27.3%	2.6x	9.5x
Bio-Rad Laboratories	USA	\$12,284	\$11,708	\$412.60	51.6%	\$2,871	(0.3)%	\$726	25.3%	4.1x	16.1x
Bio-Techne	USA	\$11,079	\$11,158	\$282.50	53.1%	\$1,106	18.7%	\$369	33.4%	N.D.	N.D.
Danaher	USA	\$189,209	\$208,055	\$260.10	78.4%	\$30,816	15.3%	\$10,764	34.9%	6.8x	19.3x
Eurofins Scientific	Lussemburgo	\$10,844	\$13,360	\$56.40	49.7%	\$7,168	7.3%	\$1,651	23.0%	1.9x	8.1x
Hologic	USA	\$15,905	\$16,356	\$63.70	79.2%	\$5,226	(7.7)%	\$2,359	45.1%	3.1x	6.9x
Illumina	USA	\$29,390	\$30,653	\$186.80	43.7%	\$4,693	18.3%	\$824	17.6%	6.5x	N.D.
Mettler-Toledo	USA	\$24,854	\$26,672	\$1,104.30	64.4%	\$3,865	11.3%	\$1,139	29.5%	6.9x	23.4x
PerkinElmer	USA	\$14,903	\$19,214	\$118.10	58.1%	\$5,020	3.4%	\$1,729	34.4%	3.8x	11.1x
Qiagen	Paesi Bassi	\$9,313	\$9,937	\$40.90	70.5%	\$2,261	3.3%	\$856	37.8%	4.4x	11.6x
Quest Diagnostics	USA	\$14,262	\$18,109	\$122.30	70.2%	\$10,582	(4.3)%	\$2,481	23.4%	1.7x	7.3x
Repligen	USA	\$10,042	\$9,862	\$181.00	58.9%	\$779	53.1%	\$256	32.8%	N.D.	N.D.
Roche Holding	Svizzera	\$259,622	\$281,837	\$315.60	77.3%	\$72,650	9.3%	\$24,803	34.1%	3.9x	11.4x
Sartorius	Germania	\$21,822	\$23,576	\$339.90	56.1%	\$4,056	33.4%	\$1,142	28.2%	5.8x	20.6x
Thermo Fisher Scientific	USA	\$199,287	\$227,659	\$508.70	75.7%	\$42,820	11.9%	\$12,744	29.8%	5.3x	17.9x
Waters Corp.	USA	\$16,196	\$17,346	\$270.50	71.7%	\$2,901	8.6%	\$998	34.4%	6.0x	17.4x
Media		\$49,878	\$55,147		63.4%	\$11,927	11.4%	\$3,740	30.0%	4.4x	14.2x
Mediana		\$15,404	\$18,662		62.9%	\$4,857	8.5%	\$1,353	29.6%	4.2x	12.6x
Nome Azienda	Paese	Capitalizzazione	Valore(1)	Prezzo azione (2)	% del massimo di 52 Settimane	Ultimi 12 Mesi				Enterprise Value(4)	
						Ricavi	Crescita RicaviYOY	EBITDA(3)	EBITDA %	Ricavi Ultimi 12 mesi	EBITDA Ultimi 12 mesi
10x Genomics	USA	\$3,339	\$2,938	\$29.30	15.6%	\$498	-22.7%	(\$112)	(22.6)%	5.9x	N.D.
Abcam	Regno Unito	\$3,333	\$3,462	\$14.60	77.0%	\$426	-	\$94	22.1%	8.1x	N.D.
AbCellera Biologics	Canada	\$2,689	\$1,703	\$9.40	45.6%	\$507	13.3%	\$287	56.5%	3.4x	5.9x
Azenta	USA	\$3,233	\$790	\$43.40	34.8%	\$555	385.8%	\$59	10.6%	1.4x	13.4x
Bruker Corp.	USA	\$7,247	\$7,706	\$48.90	56.1%	\$2,476	9.3%	\$519	21.0%	3.1x	14.8x
DiaSorin S.p.A.	Italia	\$5,922	\$6,929	\$111.00	56.6%	\$1,472	38.8%	\$552	37.5%	4.7x	12.5x
Exact Sciences	USA	\$5,657	\$7,385	\$32.00	30.6%	\$1,938	13.3%	(\$539)	(27.8)%	3.8x	N.D.
Genscript Biotech	Cina	\$4,745	\$3,991	\$2.20	41.5%	\$586	29.1%	(\$147)	(25.0)%	6.8x	N.D.
Guardant Health	USA	\$5,069	\$5,210	\$49.60	39.2%	\$408	26.1%	(\$447)	(109.6)%	N.D.	N.D.
Maravai LifeSciences	USA	\$3,302	\$3,331	\$25.10	50.3%	\$920	66.7%	\$361	39.2%	3.6x	9.2x
Natera	USA	\$4,181	\$3,944	\$43.10	35.6%	\$723	43.3%	(\$558)	(77.1)%	5.5x	N.D.
Oxford Nanopore Technologies	Regno Unito	\$2,105	\$1,624	\$2.60	32.3%	\$239	58.3%	(\$154)	(64.3)%	6.8x	N.D.
QuidelOrtho	USA	\$4,677	\$7,163	\$69.90	38.8%	\$2,762	50.4%	\$1,542	55.8%	2.6x	4.6x
Sotera Health	USA	\$2,023	\$3,720	\$7.20	26.1%	\$971	10.2%	\$472	48.6%	3.8x	7.9x
Tecan Group	Svizzera	\$4,152	\$4,209	\$326.30	54.1%	\$1,127	23.1%	\$190	16.8%	3.7x	22.2x
Media		\$4,112	\$4,274		42.3%	\$1,041	52.7%	\$141	(1.2)%	4.5x	11.3x
Mediana		\$4,152	\$3,944		39.2%	\$723	26.1%	\$94	16.8%	3.8x	10.9x
Nome Azienda	Paese	Capitalizzazione	Valore(1)	Prezzo azione (2)	% del massimo di 52 Settimane	Ultimi 12 Mesi				Enterprise Value(4)	
						Ricavi	Crescita RicaviYOY	EBITDA(3)	EBITDA %	Ricavi Ultimi 12 mesi	EBITDA Ultimi 12 mesi
Adaptive Biotechnologies	USA	\$944	\$605	\$6.60	17.6%	\$160	19.7%	(\$215)	(134.5)%	3.8x	N.D.
Akoya Biosciences	USA	\$416	\$384	\$11.00	66.3%	\$64	33.8%	(\$53)	(82.6)%	6.0x	N.D.
Biodesix	USA	\$50	\$51	\$1.20	14.2%	\$31	(59.4)%	(\$47)	(151.4)%	1.6x	N.D.
Cue Health	USA	\$437	\$133	\$3.00	16.1%	\$683	210.7%	\$51	7.5%	0.2x	2.6x
Cytek Biosciences	USA	\$1,715	\$1,380	\$12.70	48.1%	\$148	34.5%	\$4	2.5%	9.3x	N.D.
Invitae Corp.	USA	\$555	\$1,581	\$2.40	7.9%	\$501	28.7%	(\$736)	(146.9)%	3.2x	N.D.
IsoPlexis Corp.	USA	\$69	\$49	\$1.70	10.3%	\$19	31.3%	(\$90)	(481.6)%	2.6x	N.D.
Meridian Bioscience	USA	\$1,384	\$1,332	\$31.60	92.0%	\$344	12.3%	\$102	29.7%	3.9x	13.1x
Myriad Genetics	USA	\$1,468	\$1,285	\$18.20	54.9%	\$672	1.5%	(\$40)	(6.0)%	1.9x	N.D.
NanoString Technologies	USA	\$588	\$566	\$12.60	24.7%	\$143	7.0%	(\$125)	(87.3)%	4.0x	N.D.
Nautilus Biotechnology	USA	\$253	(\$17)	\$2.00	30.8%	\$0	0.0%	(\$62)	n/a	N.D.	N.D.
NeoGenomics	USA	\$1,049	\$1,195	\$8.30	15.2%	\$489	0.1%	(\$106)	(21.6)%	2.4x	N.D.
Olink Holding	Svezia	\$1,555	\$1,464	\$13.10	37.3%	\$114	63.8%	(\$21)	(18.9)%	N.D.	N.D.
Personalis	USA	\$133	(\$43)	\$2.90	13.3%	\$76	(7.4)%	(\$87)	(114.4)%	N.D.	N.D.
Seer	USA	\$492	\$71	\$7.90	20.2%	\$12	573.8%	(\$82)	(676.5)%	5.8x	N.D.
SOPHIA GENETICS	Svizzera	\$172	(\$28)	\$2.70	14.0%	\$44	28.3%	(\$88)	(201.8)%	N.D.	N.D.
Veracyte	USA	\$1,213	\$1,067	\$17.00	31.3%	\$268	70.4%	(\$39)	(14.6)%	4.0x	N.D.
Media		\$735	\$652		30.2%	\$222	61.7%	(\$96)	(131.1)%	3.7x	7.8x

Una volta ricavati i multipli si è provveduto ad applicarli alle grandezze di Hyris. A tal fine corre l'obbligo di ricordare che Hyris, come già indicato nelle pagine che precedono, è impegnata nel passaggio dallo storico modello di business a quello di tipo Marketplace.

Come si è avuto modo di rappresentare, da un punto di vista temporale, il primo anno a regime del nuovo modello è previsto nel 2026.

Ciò è sostenuto anche dalle previsioni numeriche riportate nel Piano: *[Omissis]*. Stante tale premessa si è ritenuto corretto applicare il multiplo EV/Ebitda avendo quale base i valori aziendali che rispecchiano la compiuta evoluzione della Società, che si assume siano quelli attesi nel biennio 2026-2027, verso il nuovo modello commerciale, stante il pericolo di una non corretta valutazione che rispecchi e contemperino le ragioni sottostanti l'operazione di aggregazione fra Hyris ed UBM.

Sulla base di quanto ora premesso, si riporta la stima del valore del Capitale Economico di Hyris con il metodo dei multipli di mercato.

Enterprise Value (EV)	28.249
PFN	(256)
Surplus Asset	
Equity Value	28.505

Come si ha modo di osservare il valore ricavato mediante l'applicazione del metodo di controllo conferma le attese ottenute con il metodo principale.

8. Conclusioni sul valore

La presente Relazione di Stima è stata predisposta ai fini dell'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile e le nostre conclusioni devono essere lette ed interpretate nell'ambito delle finalità per le quali la presente Relazione di Stima è stata predisposta ed alla luce delle ipotesi e delle limitazioni descritte nel capitolo 1.

Sulla base di quanto premesso, e tenuto conto delle risultanze derivanti dall'applicazione del metodo dei flussi di cassa scontati (UDCF) e delle verifiche condotte con il criterio di controllo (multipli di mercato), ai sensi dell'art. 2343-ter comma 2, lett. b) del Codice Civile, attestiamo che **il valore relativo al 100% del Capitale Economico di Hyris è pari a quello determinato mediante metodologia finanziaria (UDCF) e quindi pari a Euro 26.370.000 (ventiseimilionitrecentosettantamila).**

Milano, li 04 dicembre 2023

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Calogero Montante'.

Calogero Montante
(Socio – Revisore Legale)