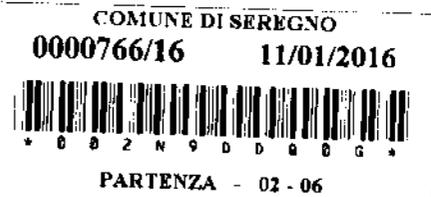




Città di Seregno



Al Consigliere Comunale

Tiziano Mariani

t.mariani@marianiassicuratori.it

OGGETTO: Interrogazione Farmacia Bovisio Masciago (prot. 0056268/24.11.2015) n. 46/A.

Con riferimento alla Sua interrogazione in oggetto, si trasmette copia della lettera dell'AEB SpA del 10.12.2015 prot. 000547, ns. prot. 10.12.2015 prot. 0058688, con tutte le relative risposte.

Cordiali saluti.

all. c.s.

Giacinto Mariani
~~Assessore alla cultura, grandi eventi,~~
bilancio, società partecipate e sicurezza

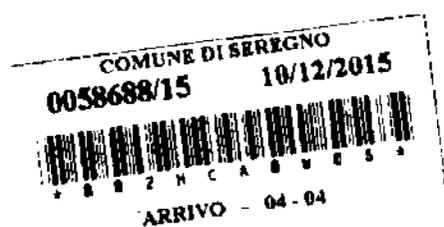
Edoardo Mazza
Sindaco



AEB Ambiente
Energia
Brianza

AEB SpA
20031 Seregno (MI)
Via Palestro, 33
Tel. 0362-2251
Fax 0362-237136

info@aebonline.it
info@per.aebonline.it
www.aebonline.it



Seregno, **10 DIC. 2015**

Spettabile

COMUNE DI SEREGNO

*Alla cortese attenzione del Dirigente Area Politiche
Economiche e Servizi alla città dott. Corrado Viscardi*

Prot. **000547**

Oggetto: Interrogazione prot. 0056268/15 - 24.11.2015

Riscontriamo Vostra nota del 04.12.2015, cui era allegata l'interrogazione in oggetto e, come da Voi richiesto, di seguito forniamo puntuale risposta alle interrogazioni del Consigliere Tiziano Mariani facendo riferimento a quanto già esposto nel bilancio esercizio 2011.

Nella relazione sulla gestione del bilancio esercizio 2011 l'operazione viene così descritta:

- In data 24 maggio 2011 la società ha sottoscritto davanti al dott. Luigi Roncoroni, notaio in Desio, l'atto di acquisto dal Comune di Bovisio Masciago del 100% della società MBM SpA, regolarizzata finanziariamente mediante la cessione di azioni proprie. La società acquisita gestiva la farmacia del comune di Bovisio Masciago, era proprietaria del complesso aziendale reti gas dello stesso comune, possedeva, inoltre, il 1,236% di Gelsia Srl.
- In data 29 novembre 2011 davanti al dott. Luigi Roncoroni, notaio in Desio, la società ha perfezionato l'operazione di fusione per incorporazione della società MBM SpA con efficacia fiscale e contabile dal 1° gennaio 2011.

Ne consegue che la scrivente ha realizzato un progetto di aggregazione societario al fine di razionalizzare l'intera struttura delle partecipate in Brianza e rafforzare ulteriormente il proprio ruolo di controllo del Gruppo e non ha acquistato singolarmente una farmacia.

Di seguito provvediamo a rispondere alle specifiche domande poste dal Consigliere Tiziano Mariani.

Domanda Consigliere: su quando è stato realizzato l'acquisto della farmacia citata e sulla durata complessiva del periodo di ammortamento.

Risposta: come sopra precisato la scrivente in data 24.05.2011 ha acquisito il 100% del capitale sociale della società MBM SpA realizzando uno scambio azionario il 24.05.2011 e la società acquisita gestiva anche una farmacia.

L'avviamento della farmacia comunale di Bovisio Masciago, come specificato nella nota integrativa del bilancio esercizio 2011, è ammortizzato in 21 anni come previsto dal contratto di servizio che ricomprende la proroga di 12 anni dopo la prima scadenza.

Domanda Consigliere: su quali criteri sono stati adottati per la quantificazione del valore della farmacia citata e da chi, e se è stata fatta una perizia, da chi e a quali eventuali costi.



AEB Ambiente
Energia
Brianza

AEB SpA
20831 Seregno (MB)
Via Palestro, 33
Tel. 0362-2251
Fax 0362-237136

info@aebonline.it
info@per.aebonline.it
www.aebonline.it

Risposta: Come è possibile verificare dalla "Relazione di congruità circa il numero delle azioni delle società AEB SpA da assegnare in sostituzione delle azioni della società MBM SpA" redatta dal dott. Marco Ettore dottore commercialista, revisore contabile con studio in Galleria S. Carlo, 6, 20122 Milano (CBA Studio Legale e Tributario), che contiene al suo interno "la preliminare indicazione di valore di MBM SpA nell'ottica di una potenziale operazione di acquisizione da parte di AEB SpA" redatto da Profilo Merchant del Gruppo BancaProfilo, la valutazione ha riguardato l'intera società e i criteri di valutazione utilizzati sono stati: metodo patrimoniale, metodo del DCF (discount cash flow) e il metodo dei multipli di mercato.

Come già precisato "la preliminare indicazione di valore di MBM SpA nell'ottica di una potenziale operazione di acquisizione da parte di AEB SpA" è stata redatta da Profilo Merchant per un corrispettivo pari a Euro 17.751,40; la "Relazione di congruità circa il numero delle azioni delle società AEB SpA da assegnare in sostituzione delle azioni della società MBM SpA" è stata redatta dal dott. Marco Ettore dottore commercialista, revisore contabile con studio (CBA) in Galleria S. Carlo, 6, 20122 Milano per un corrispettivo pari a Euro 12.480,00.

Domanda Consigliere: sulle motivazioni economiche, strategiche e di servizio che hanno spinto all'acquisto di una farmacia lontana dal contesto urbano di Seregno.

Risposta: AEB SpA ha realizzato un'operazione di aggregazione societaria con una società (MBM SpA) che gestiva anche una farmacia, che non ha dato luogo a nessun esborso finanziario. Con riferimento alla domanda, considerato che le decisioni sono state assunte da precedente Consiglio di Amministrazione, si riporta stralcio del Bilancio d'esercizio 2011:

Pag.7	Il settore farmacie che, ad oggi, risulta foriero di opportunità di sviluppo è regolato da una normativa di settore che permette ulteriori aggregazioni. I Comuni della Brianza, alcuni già nella compagine societaria, hanno in gestione alcune farmacie pubbliche e stanno valutando la possibilità di dismetterle o di aggregarsi ad altri soggetti pubblici. Questo perché sono necessarie dimensioni di fatturato importanti per reggere la sempre maggiore concorrenza derivante dalla liberalizzazione di prodotti prima riservati esclusivamente alle farmacie e dal futuro incremento del numero di farmacie previste dalla legge "cresci Italia".
-------	---

Con i migliori saluti.

AEB S.p.A.

Il Presidente

Alessandro Boneschi

All.: Relazione di congruità e allegati;

Delibera Assemblea AEB SpA del 23/05/2011.



35° VERBALE DI ASSEMBLEA ORDINARIA AEB S.p.A.

Alle ore 16,00 del giorno 23.05.2011, previa convocazione prot. n. 472 del 12.05.2011, recapitata ai Soci via fax o a mani, trasmessa agli Amministratori e al Collegio Sindacale, a mezzo posta elettronica, nei termini stabiliti nello Statuto sociale, si è riunita presso la Sala Consigliare di AEB S.p.A. in Seregno, via F.lli Bandiera n. 30, l'Assemblea ordinaria degli azionisti della Società AMBIENTE ENERGIA BRIANZA S.p.A., Codice Fiscale 02641080961, capitale sociale sottoscritto e versato Euro 82.412.000,00, iscritta al Registro delle Imprese di Monza e Brianza con il numero di codice fiscale 02641080961, numero REA MB-1518951, durata al 31.12.2050, per discutere e deliberare, ai sensi dell'art. 18 dello Statuto, sul seguente

ORDINE DEL GIORNO

1. **Acquisizione partecipazione totalitaria in Multiservizi Bovisio Masciago S.p.A. mediante accollo mutuo Comune Bovisio Masciago e cessione azioni proprie.**

Assume la Presidenza dell'Assemblea, ai termini dell'art. 16 dello Statuto sociale, il Presidente del Consiglio di Amministrazione dott. Maurizio Bottoni.

Il Presidente constata e dà atto che:

- sono intervenuti in proprio e per delega i seguenti azionisti:

Azionista	Nominativo	Qualifica	Num. Azioni	% Azioni
Comune di Biassono	Luciano Casiraghi	Assessore - delegato	1.604	0,195
Comune di Carate Brianza	Luca Veggian	Assessore - delegato	282	0,034
Comune di Giussano	Enrico Viganò	Assessore - delegato	27.555	3,343
Comune di Muggiò	Nadio Bonfante	Assessore - delegato	16.087	1,952
Comune di Seregno	Giacinto Mariani	Sindaco	601.132	72,942
		TOTALE	646.660	78,466

- sono assenti i seguenti azionisti:

Azionista	Num. Azioni	% Azioni
Comune di Cabiato	4.148	0,504
Comune di Cesate	75	0,009
Comune di Limbiate	45.484	5,519
Comune di Meda	25.068	3,042
Comune di Sovico	17.529	2,126
Comune di Trezzo Sull'Adda	30.771	3,734
Comune di Varedo	23.110	2,804
Comune di Verano Brianza	350	0,043
	TOTALE	146.535

- la Società detiene in portafoglio 30.925 azioni proprie per una percentuale del 3,753% del capitale sociale, il cui diritto di voto è sospeso, ma vengono tuttavia computate nel capitale ai fini del calcolo delle quote richieste per la costituzione e per le deliberazioni dell'Assemblea;
- tutti i Soci risultano regolarmente iscritti nel Libro Soci alla data odierna. Inoltre gli stessi Soci hanno depositato da oltre cinque giorni i rispettivi titoli azionari il tutto in conformità al disposto dell'art. 15 del vigente Statuto sociale;

- risultano presenti i componenti del Consiglio di Amministrazione di seguito elencati:
 - Boltoni Maurizio, Presidente del Consiglio di Amministrazione;
 - Ciafrone Valerio, Consigliere di Amministrazione.

- risultano assenti giustificati i componenti del Consiglio di Amministrazione di seguito elencati:
 - Borgato Massimo, Consigliere di Amministrazione;
 - Sandrini Danilo, Consigliere di Amministrazione;

- assistono i componenti effettivi del Collegio Sindacale di seguito elencati:
 - Bolis Giovanni, Sindaco effettivo;
 - Colombo Laura, Sindaco effettivo;

- sono assenti giustificati i componenti effettivi del Collegio Sindacale di seguito elencati:
 - Confalonieri Franco, Presidente del Collegio Sindacale;

- sono presenti, in quanto invitati:
 - il Direttore Attività Dirette, Massimo Frettoli;
 - il Direttore Supporti Operativi ing. Alberto Rivolta;
 - il Responsabile del Servizio Legale, avv. Carlo Corneo.

Il Presidente dichiara quindi l'Assemblea validamente costituita ed atta a deliberare sugli argomenti posti all'ordine del giorno in quanto alle ore 16,05 è rappresentata la maggioranza del capitale sociale, con soci che possiedono complessivamente n. 646.650 azioni per una percentuale del 78,466% del capitale sociale, oltre a n. 30.925 azioni proprie pari ad una percentuale 3,753% del capitale sociale.

Il Presidente propone, ricevendone consenso unanime da parte dei presenti, di far svolgere le funzioni di Segretario della seduta all'avv. Carlo Corneo, che accetta.

Delibera n. 1 - Acquisizione partecipazione totalitaria in Multiservizi Bovisio Masciago S.p.A. mediante accollo mutuo Comune Bovisio Masciago e cessione azioni proprie.

Il Presidente introduce l'argomento all'ordine del giorno e procede all'illustrazione dell'operazione straordinaria che dovrebbe comportare l'acquisizione della partecipazione totalitaria in MBM S.p.A., attualmente partecipata dal socio unico Comune di Bovisio Masciago, mediante accollo di un mutuo acceso dal Comune di Bovisio Masciago e cessioni di azioni proprie al suddetto Ente locale.

Il dott. Bottoni evidenzia che MBM S.p.A. trae origine dalla società Metangas S.p.A. (costituita nel 1939), concessionaria del servizio di distribuzione e vendita del gas metano nel territorio del comune di Bovisio Masciago.

Nel novembre 2005 la società, detenuta dall'unico socio Comune di Bovisio Masciago, ha cambiato la propria denominazione sociale nell'attuale ed è divenuta società *in house del* Comune stesso, assumendo la gestione dei seguenti servizi nel Comune di Bovisio Masciago:

- dal 2006 il servizio affissioni e pubblicità;
- dal 2007 la gestione della parte logistica del servizio di sosta a pagamento;
- dal 2008 il servizio di manutenzione del cimitero comunale, di illuminazione votiva e i servizi connessi al rilascio delle concessioni cimiteriali;
- dal 2007 la gestione della farmacia comunale.

La società ha la piena proprietà delle reti e degli impianti gas metano nel comune di Bovisio Masciago e detiene una partecipazione in Gelsia S.r.l. pari al 1,236% del capitale sociale.

In sede di elaborazione del progetto di aggregazione del Comune di Bovisio Masciago nella compagine sociale di AEB S.p.A., si è proceduto alla valutazione di MBM S.p.A. conferendo specifici incarichi a soggetti indipendenti:

- alla società Praxi S.p.A. che ha periziato e valutato in 5,2 milioni di Euro le immobilizzazioni tecniche di pertinenza del servizio gas costituite dalle reti di distribuzione (compresi gli apparati di riduzione della pressione e le apparecchiature di misura) e da immobili strumentali;
- alla società Profilo Mechant Co., facente parte del gruppo Banca Profilo, che ha valutato l'intera partecipazione detenuta dal Comune di Bovisio Masciago in MBM S.p.A., utilizzando il metodo della rendita perpetua, tra 1957 e 2392 migliaia di Euro.

Da ultimo, di comune accordo con il Comune di Bovisio Masciago, è stato conferito incarico per la valutazione della congruità circa il numero di azioni di AEB S.p.A. da assegnare in sostituzione delle azioni di MBM S.p.A. per un valore complessivo di 2.250 migliaia di Euro.

Il Presidente illustra quindi la struttura dell'operazione proposta articolata attraverso le diverse fasi così sintetizzate:

- la retrocessione da MBM Spa al Comune di Bovisio Masciago dei servizi di gestione parcheggi, gestione cimiteri, illuminazione votiva e pubbliche affissioni;
- la cessione dell'intero pacchetto azionario di MBM SpA da parte del Comune di Bovisio Masciago ad AEB S.p.A.;
- l'accollo da parte di AEB S.p.A. del mutuo residuo acceso dal Comune di Bovisio Masciago con la società Dexia Crediop S.p.A., pari oggi a 3.555 migliaia di Euro in linea capitale, ed il contestuale rilascio di garanzia fideiussoria;
- l'assegnazione al Comune di Bovisio Masciago di n. 12.032 azioni di AEB S.p.A. dalla medesima detenute, pari all'1,46% del capitale sociale, al valore di 187 Euro cadauna, come da perizia rilasciata dal dott. Ciceri il 16/11/2009 e utilizzata con riferimento alle precedenti operazioni straordinarie intervenute nel corso dell'anno 2010, ossia il riacquisto delle azioni AEB S.p.A. detenute da Pragma S.p.A. e l'aggregazione del Comune di Biassono.

Il dott. Bottoni evidenzia quindi che, all'esito dei contatti intercorsi con il Comune di Bovisio Masciago, quest'ultimo ha provveduto con deliberazione Consigliare in data 10/05/2011 ad approvare il progetto di valorizzazione della società MBM S.p.A. e a procedere all'attuazione dello stesso nei termini sopra descritti, internalizzando contestualmente i servizi di pubbliche affissioni e pubblicità, di manutenzione del cimitero, di illuminazione votiva e connessi al rilascio delle concessioni cimiteriali, di gestione della parte logistica del servizio di sosta a pagamento.

Il Presidente sottolinea che per portare a termine l'operazione è necessario il consenso dei soci di AEB S.p.A., che devono autorizzare la cessione di n. 12.032 azioni proprie al Comune di Bovisio Masciago per un valore complessivo di Euro 2.250.000,00.

Il Presidente comunica altresì ai presenti che il processo di aggregazione del Comune di Bovisio Masciago in AEB S.p.A. non è limitato all'acquisto della partecipazione totalitaria in MBM S.p.A., bensì alla fusione di quest'ultima in AEB S.p.A. con acquisizione degli assets, operazione che potrà partire solo dopo l'acquisizione della partecipazione ed in ordine alla quale l'Assemblea sarà chiamata ad esprimersi, una volta redatto il progetto di fusione.

Il dott. Bottoni evidenzia che l'acquisizione della partecipazione in MBM S.p.A. è senza dubbio un'operazione molto importante:

- in primo luogo perché, attraverso di essa, un nuovo socio (il Comune di Bovisio Masciago) entrerebbe a far parte della compagine sociale di AEB S.p.A. confermando che le strategie seguite dal Gruppo AEB - Gelsia sono condivise e ritenute più che apprezzabili;
- in secondo luogo, perché consente la migliore valorizzazione del patrimonio di MBM S.p.A. e quindi del Comune di Bovisio Masciago, attraverso il suo inserimento in una struttura in grado di garantire continuità, stabilità ed economie di scala;
- in terzo luogo, perché consente al Comune di Bovisio Masciago di entrare a far parte della compagine sociale della società capogruppo in luogo della partecipazione indiretta nella Multiutility Gelsia Srl;
- in quarto luogo poiché si inserisce perfettamente nel progetto di patrimonializzazione della partecipata Gelsia Reti S.r.l. in corso di realizzazione.

Segue ampia discussione nel corso della quale il Presidente fornisce agli azionisti i chiarimenti e le delucidazioni richieste in merito ai termini dell'operazione.

Terminata la discussione, il Presidente invita l'Assemblea a deliberare in merito agli argomenti trattati e alle proposte dal medesimo illustrate.

L'Assemblea, a voti unanimi favorevoli dei soci presenti espressi per alzata di mano,

DELIBERA

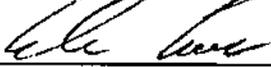
- di condividere la proposta illustrata dal Presidente del Consiglio di Amministrazione per l'entrata del Comune di Bovisio Masciago in AEB S.p.A. con cessione della partecipazione totalitaria in MBM S.p.A.;
- di autorizzare la cessione di n. 12.032 azioni proprie al Comune di Bovisio Masciago per un valore complessivo di Euro 2.250.000,00, pari ad un valore unitario di 187 Euro, entro e non oltre il 31.12.2011;
- di liberare per le azioni cedute la riserva indisponibile iscritta a bilancio.

* * * * *

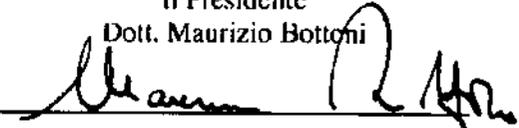
Il Presidente constatato che l'ordine del giorno è esaurito e che non vi è più alcuno che chiede la parola, ringrazia i sigg. Soci, i colleghi Consiglieri, il Collegio Sindacale, i dirigenti della Società e i dipendenti per la loro partecipazione e scioglie l'Assemblea alle ore 16,50.

Letto, approvato e sottoscritto.

Il Segretario
Avv. Carlo Corneo

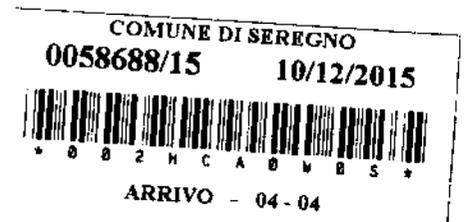


Il Presidente
Dott. Maurizio Bottoni





STUDIO
LEGALE E TRIBUTARIO



MBM S.p.A.

Relazione di congruità circa il numero di azioni della società AEB S.p.A. da assegnare in sostituzione delle azioni della società MBM S.p.A.

A cura dell'esperto

Marco Ettore

Dottore Commercialista, Revisore Contabile

Galleria S. Carlo, 6, 20122 Milano

Milano, 28 Aprile 2011





1. **PREMESSA: SCOPO DELLA RELAZIONE**

La società AEB S.p.A. (nel seguito anche "AEB") intende procedere ad aggregare la società MBM S.p.A. (nel seguito anche "MBM") mediante assegnazione di azioni proprie in favore dei soci della società oggetto di aggregazione.

Il rapporto di concambio è stato stabilito, per quanto riguarda le azioni di MBM S.p.A., sulla base delle valutazioni specificamente compiute dalla società Profilo Merchant, parte del Gruppo Banca Profilo, e, per quanto riguarda le azioni proprie di AEB S.p.A., sulla base del valore, debitamente aggiornato, ricavato dalla perizia rilasciata dal Ragionier Rodolfo Ciceri in data 16 novembre 2009 con riferimento alla situazione risultante dal bilancio di esercizio al 31 dicembre 2008.

In particolare, sulla base della documentazione messa a nostra disposizione, risulta che il concambio delle azioni di MBM S.p.A. con le azioni di AEB S.p.A. sarebbe stato determinato in modo tale che il Comune di Bovisio Masciago (unico socio di MBM), a fronte delle azioni detenute in MBM S.p.A., riceva n. 12.032 azioni di AEB al prezzo di € 187 ciascuna e quindi che lo scambio avvenga per complessivi 2.250 migliaia di euro.

In relazione a quanto sopra, ci è stato chiesto di predisporre una relazione circa la congruità del concambio pattuito con particolare riguardo alla valorizzazione compiuta per le partecipazioni nella società MBM S.p.A. fermo restando che, in linea con precedenti analoghe transazioni compiute da



AEB, il prezzo per azione di AEB è stato assunto in € 187 (d'ora innanzi "Relazione" o "Relazione finale").

Conformemente al mandato ricevuto, la nostra attività verrà svolta sulla base della documentazione e delle informazioni predisposte dalle società coinvolte senza che il prezzo per azione di AEB (assunto in € 187) formi oggetto di indagine né che siano analizzati ulteriori elementi dell'offerta, quali ad esempio le pattuizioni inerenti ai canoni per l'affidamento del servizio di distribuzione del gas ed ai canoni per l'impiego delle reti e dei relativi impianti.

Resta pertanto inteso che non rientra nello scopo della presente relazione quello di esprimere un qualsivoglia giudizio né sulla veridicità, accuratezza, correttezza e completezza della documentazione e delle informazioni messeci a disposizione né sul prezzo attribuito alle azioni di AEB, né sugli ulteriori elementi dell'offerta (quali ad esempio le pattuizioni inerenti ai canoni per l'affidamento del servizio di distribuzione del gas ed ai canoni per l'impiego delle reti e dei relativi impianti), elementi che assumiamo siano stati adeguatamente valutati dai diversi soggetti coinvolti nell'operazione qui analizzata. A questo riguardo, teniamo ulteriormente a rilevare come dalle relazioni degli organi di controllo della società riferite agli ultimi bilanci approvati non emergano elementi tali da poter far ritenere che le situazioni patrimoniali ed economiche utilizzate dalle parti per la determinazione del concambio siano affette da vizi tali da renderle inidonee ad esprimere la nostra valutazione, da compiersi nei termini sopra descritti, circa la congruità del numero di azioni di AEB da assegnare in sostituzione delle azioni di MBM.



Evidenziamo, infine, come la presente relazione ha carattere riservato ed è stata predisposta al solo scopo di riassumere - ad esclusivo beneficio dei soggetti partecipanti alla presente operazione - quanto emerso a seguito dell'attività da noi svolta circa la congruità del concambio pattuito.

Peraltro, tutte le eventuali comunicazioni, verbali e scritte, a Voi fornite in relazione al presente incarico, comprese bozze e comunicazioni precedenti all'incarico (collettivamente, "Relazioni"), saranno soggette alle condizioni e limitazioni qui previste. Da parte nostra non esiste alcun obbligo di aggiornare il contenuto delle Relazioni alla luce di accadimenti ed operazioni aziendali occorsi dopo la data di emissione della Relazione finale. Resta inteso che Vi impegnate ad esaminare le Relazioni con prontezza al fine di indicarci tempestivamente eventuali procedure supplementari che riterrete necessario farci svolgere o altre aree da prendere in esame. I destinatari della Relazione finale - segnatamente AEB ed i soci di AEB - sono autorizzati ad utilizzarla solo ai fini per i quali è stata predisposta ed inoltre la stessa non potrà essere distribuita a terzi o citata dai destinatari senza il nostro preventivo consenso scritto. Non potremo, quindi, essere ritenuti responsabili di qualsiasi danno che il destinatario o terzi possano subire a causa dell'uso improprio della nostra Relazione ed AEB ed i soci di AEB ci terranno indenni da qualsiasi reclamo, danno e passività che dovessero sorgere a causa di un uso non autorizzato della stessa. Potrebbe accadere che Voi ci richiediate di distribuire a terzi una copia della nostra Relazione; in tali casi ci riserviamo di acconsentire a tale divulgazione sulla base di determinati fattori quali l'identità dei terzi e l'utilizzo che tali terzi vogliono farne. Nel caso dovessimo acconsentire alla distribuzione della Relazione a

terzi, Vi impegnate a procurare preventivamente (prima della consegna della Relazione) ed a farci pervenire una dichiarazione di rinuncia dei medesimi secondo un testo da noi proposto e da noi preventivamente approvato per iscritto. Non avremo alcun obbligo di fornire copia della Relazione ad MBM al fine di richiedere ad essa conferma dell'accuratezza delle informazioni presentate nella Relazione stessa. Qualora ci venga richiesto di far esaminare la nostra Relazione ad MBM, ci riserviamo di acconsentire a tale divulgazione a condizione che sia Voi che MBM ci manteniate indenni da qualsiasi controversia che potrebbe insorgere come conseguenza di tale fatto. Prendete infine atto che, anche se la nostra Relazione potrà fornire anche indirettamente consigli e raccomandazioni, la responsabilità di tutte le decisioni relative all'implementazione di tali consigli e raccomandazioni ricadrà unicamente su AEB ed i soci di AEB. I risultati del nostro esame non rappresenteranno infatti delle raccomandazioni sul fatto di procedere o meno con l'operazione al Vostro esame.

2. LINEAMENTI DELL'OPERAZIONE

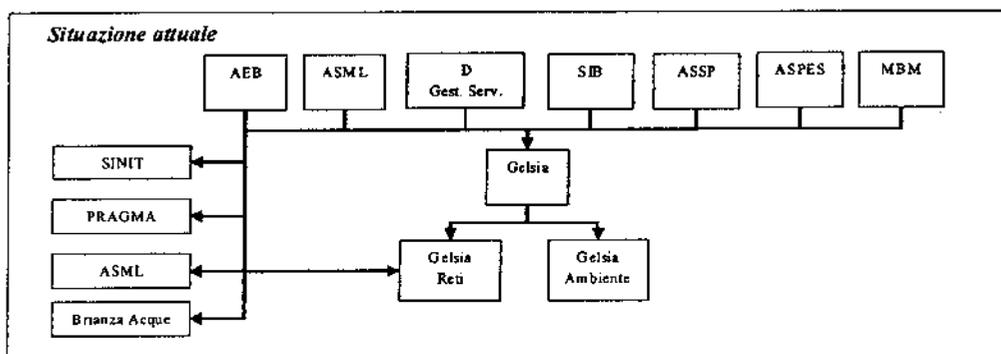
2.1 Finalità e oggetto dell'operazione di aggregazione

Come è stato evidenziato in premessa, la società AEB intende aggregarsi con la società MBM, attualmente detenuta dal Comune di Bovisio Masciago, il quale diverrà socio di AEB.

Tale aggregazione verrà realizzata sottoforma di scambio di partecipazioni mediante permuta, in quanto l'aggregazione si perfezionerà attribuendo al Comune di Bovisio Masciago, unico socio di MBM, azioni proprie di AEB.

Sia AEB che MBM detengono una partecipazione nel Gruppo GELSIA, una delle prime *multi utility* lombarde che opera in numerosi comuni delle provincie di Monza e Brianza, Milano e Como gestendo i servizi pubblici locali quali la distribuzione e la vendita di energia elettrica e gas metano, la gestione della rete di teleriscaldamento, il ciclo idrico integrato, igiene urbana ed illuminazione pubblica e votiva.

La struttura societaria attuale del gruppo GELSIA può essere così schematicamente rappresentata.



Sia AEB che MBM, insieme alle altre società ASML, ASSP e GSD, oltre a partecipare nel Gruppo Gelsia, rivestono anche il ruolo di società patrimoniali in quanto detengono la proprietà delle reti tecnologiche utilizzate da Gelsia Reti per svolgere le proprie attività di distributore.

Il meccanismo di offerta prevede che AEB, a fronte di 200.00 azioni di MBM (100%), assegni al Comune di Bovisio Masciago azioni proprie al valore di concambio di Euro 187 per azione di AEB. Per effetto dell'aggregazione, la quota di AEB in Gelsia S.r.l. diventerà pari al 72,89% del capitale.

2.2 Oggetto della relazione

La presente relazione ha ad oggetto la valutazione della congruità del rapporto di cambio pattuito per l'operazione di aggregazione che interessa:

- in qualità di **società aggregante**: AEB S.p.A., con sede in Seregno (MB), via Palestro 33, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di 02641080961, REA 1518951;
- in qualità di **società aggregata**: MBM S.p.A., con sede in Bovisio Masciago (MB), via Volta 3, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di 00883650152, REA 280023.

Il perimetro dell'operazione include:

- ✓ servizi: farmacia comunale;
- ✓ attività: tra le altre, immobili, rete di distribuzione gas, partecipazione detenuta in Gelsia S.r.l.;
- ✓ passività: tra le altre, mutuo di Euro 3.671mila del Comune di Bovisio Masciago.

In particolare, la presente relazione ha ad oggetto la verifica della congruità del concambio pattuito tra le parti con particolare riferimento alla valorizzazione compiuta per le partecipazioni nella società MBM fermo restando che, in linea con precedenti analoghe transazioni compiute dalla Vostra Società, il prezzo per ciascuna azione di AEB viene assunto pari ad Euro 187 e che non rientrano nella presente valutazione altri elementi

dell'offerta quali ad esempio le pattuizioni inerenti ai canoni per l'affidamento del servizio di distribuzione del gas ed ai canoni per l'impiego delle reti e dei relativi impianti.

3. CRITERI DI DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO E VALUTAZIONE DELLA CONGRUITA' DEL CONCAMBIO PATTUITO

Il rapporto di concambio rappresenta l'elemento fondamentale di un'operazione di scambio di partecipazioni mediante permuta in quanto la sua determinazione presuppone una valutazione non solo individuale ma anche comparata del valore economico di tutte le diverse società che partecipano all'operazione.

Tale valutazione deve in particolare essere compiuta ricorrendo alle metodologie individuate dalla scienza aziendalistica per la valutazione d'azienda.

La stessa si ispira a concetti, criteri e metodi ai quali si chiede di esprimere una misura dotata del più alto grado possibile delle seguenti caratteristiche:

- a) di razionalità, nel senso che essa deve derivare da un processo logico, chiaro, convincente e quindi come tale largamente condivisibile; tutto ciò deve pertanto essere tradotto in una formula valutativa dotata di tali caratteristiche;
- b) di dimostrabilità, nel senso che deve essere possibile attribuire ai fattori che entrano nella formula valori e grandezze supportate da dati controllabili;

- c) di neutralità, nel senso di escludere scelte meramente soggettive, arbitrarie, non disinteressate che possano influire sul risultato delle stime;
- d) di stabilità, intesa nel senso di evitare continue oscillazioni di valore legate a fatti contingenti o a variazioni di prospettive dipendenti da opinioni soggettive rispetto ad elementi oggettivi.

Il valore cui deve addivenire il processo di stima dell'azienda è pertanto un valore generale, differente sia dal valore puramente contabile del patrimonio netto di bilancio dell'azienda sia dal valore particolare o individualizzato, che riflette le posizioni soggettive dei singoli contraenti o "stakeholder".

Vi è infatti una profonda e sostanziale differenza tra valore del "capitale economico" dell'impresa (valore di trasferimento di un complesso aziendale) e prezzo effettivamente negoziato. La differenza è data proprio dal principio di neutralità della stima, che deve rimanere estranea agli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione; si tratta di escludere quegli elementi che si possono definire "condizioni soggettive di negoziazione" a cui è imputabile il divario tra "prezzo" e valore del "capitale economico".

Nel caso si intenda esprimere valutazioni circa l'adeguatezza di un rapporto di concambio tra azioni, l'esigenza di neutralità delle valutazioni richiede ulteriormente che le stesse siano compiute ricorrendo a metodi tra loro omogenei.

Tali criteri sono stati da noi seguiti per individuare le metodologie da adottare al fine di poter esprimere un parere circa l'adeguatezza del rapporto

di concambio pattuito per l'assegnazione di azioni di AEB in sostituzione delle azioni di MBM.

Nel prosieguo, dopo aver illustrato in generale i principali metodi di valutazione, avremo cura di illustrare e giustificare il rapporto di concambio adottato, indicando altresì i criteri di determinazione dello stesso e segnalando, ove presenti, le eventuali difficoltà di valutazione incontrate.

3.1 Metodi di valutazione

Come già visto in precedenza, la determinazione circa la congruità del rapporto di concambio presuppone una valutazione comparata del valore economico delle diverse società coinvolte in un'operazione di scambio di partecipazioni.

Nel caso di specie, tale rapporto di concambio dovrà essere determinato applicando i metodi per la valutazione delle aziende identificati dalla dottrina aziendalistica e dalla prassi vigente per tali tipi di operazioni.

I diversi metodi, a seconda dell'impostazione seguita, si possono suddividere in:

✓ **METODI AD IMPOSTAZIONE ECONOMICO FINANZIARIA**

Valori-flusso (Valori di capitale economico o potenziali)

➤ *Metodo reddituale;*

➤ *Metodo finanziario;*

✓ **METODI AD IMPOSTAZIONE PATRIMONIALE**

Valori stock

➤ *Metodo patrimoniale semplice;*

➤ *Metodo patrimoniale complesso;*



✓ **METODI AD IMPOSTAZIONE MISTA**

Sintesi di valori-flusso e di valori stock

- *Metodi misti patrimoniale/reddituale con stima autonoma del goodwill/badwill;*

✓ **METODI AD IMPOSTAZIONE EMPIRICA**

Valori dedotti dal mercato o dall'esperienza (prezzi probabili)

- *Metodo delle società comparabili;*
- *Metodo delle acquisizioni comparabili;*
- *Metodo del brek-up;*
- *Grandezze orientative dedotte dall'esperienza;*

Valori di liquidazione

- *Metodo di liquidazione.*

Nelle prossime pagine si procederà ad una sintetica descrizione delle impostazioni ritenute più idonee alla stesura della presente relazione.

Metodi fondati sui flussi

I metodi fondati sui valori-flusso (reddituale e finanziario) sono strettamente correlati al valore del "capitale economico" dell'impresa e si tratta dei soli criteri razionali ed universali.

L'universalità dei metodi valutativi fondati sui flussi può essere dimostrata, tra l'altro, anche sulla base dei seguenti aspetti:

- l'ampia diffusione in tutti i Paesi e presso tutte le categorie di esperti interessati;

- la possibilità del loro utilizzo per tutti i fini e gli obiettivi attinenti alle valutazioni dei capitali d'impresa;
- la combinazione e l'ottimizzazione delle caratteristiche giudicate positive ai fini della stima dell'impresa.

I metodi fondati sui flussi si distinguono a loro volta in:

- a) metodi reddituali;
- b) metodi finanziari.

Dal punto di vista teorico, la valutazione dell'impresa fondata sui flussi reddituali o finanziari consiste nella determinazione dell' "equivalente certo" di un flusso futuro di risultati incerti; sia nei metodi finanziari sia in quelli reddituali vige pertanto il principio di attualizzazione di tutti i flussi attesi.

Occorre fare una precisazione terminologica. Nella pratica di valutazione delle aziende si propongono spesso le seguenti definizioni:

- il tasso di capitalizzazione (i o i'') è inteso come il divisore che applicato ad un numero espressivo di un flusso medio annuale atteso e perciò incerto determina l'equivalente certo, cioè il valore del capitale W , al momento t della stima;
- il tasso di attualizzazione (i') è destinato a riportare al momento t della stima una serie di flussi incerti $f_1 f_2 \dots f_n$ che si prevedono ottenibili ai momenti $t_1 t_2 \dots t_n$ della quale W rappresenta l'equivalente certo al momento t_0 .

Il convincimento cui si è pervenuti è che sui flussi attesi, come sulla loro durata, regni l'incertezza, mentre per quanto concerne il tasso esistono

possibilità di misurazione del rischio, in riferimento ai rendimenti correnti di investimenti omogenei (c.d. “investimenti alternativi a parità di rischio”).

Tale interpretazione è accolta, tra l'altro, dalla dottrina anglo-sassone. L'esempio classico, ma non unico, di determinazione del tasso è il modello CAPM (Capital Asset Pricing Model), in cui il “coefficiente Beta” ed il “premio” per il rischio azionario dedotto dal mercato ($R_m - R_f$) rappresentano una forma di valutazione obiettiva, od almeno un tentativo in tal senso.

La formula è la seguente:

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

dove:

i = tasso di capitalizzazione, assunto uguale al costo dei mezzi propri (K_e) ed eventualmente rettificato per tenere conto dell'inflazione;

R_f = tasso di rendimento per investimenti senza rischio;

Beta = coefficiente Beta che misura il rischio della specifica azienda e/o settore, espresso dalla volatilità del suo rendimento rispetto a quello dell'intero mercato;

R_m = tasso di rendimento di mercato;

$R_m - R_f$ = premio per il rischio di mercato che costituisce una maggiorazione percentuale del tasso precedente quale premio richiesto da un potenziale investitore per partecipare al rischio d'impresa tipico del settore cui appartiene l'azienda oggetto di valutazione.

Il punto focale del metodo in esame è il coefficiente Beta; tale metodo stabilisce infatti che la maggiorazione per il rischio azionario vada

moltiplicata per il Beta di ogni specifica società e/o settore, per misurare così i c.d. rischi “non diversificabili”.

Questi ultimi possono essere definiti partendo dall’assunto che l’investimento in azioni di una qualsiasi società quotata genera due tipi di rischio. Un primo tipo legato all’andamento della stessa società, un secondo tipo legato invece all’andamento generale dell’economia, che si ripercuote variamente sui vari settori e sulle aziende.

Il rischio del primo tipo può essere eliminato dai singoli investitori tramite la diversificazione del portafoglio; il secondo non può essere eliminato dalla diversificazione (è detto perciò rischio “non diversificabile”). Il coefficiente Beta sarebbe, appunto, una misura del rischio non diversificabile, che quindi non è riflesso dalla maggiorazione (media) per il rischio azionario.

Sulla base delle considerazioni sopra esposte, ne consegue che uno dei principali problemi applicativi di tali metodi è proprio la scelta del tasso di attualizzazione che dovrebbe allineare nel tempo e riferire al tempo attuale i valori dei flussi attesi variamente dispersi nel tempo.

Metodo reddituale

Secondo il metodo reddituale il valore di un’azienda deriva dalla sua attitudine a generare reddito e quindi a produrre nuova ricchezza.

Nell’approccio reddituale il patrimonio assume rilievo solo in quanto strumento per la produzione del reddito e viene considerato esclusivamente per gli effetti che esso produce sui risultati di gestione.

I metodi reddituali sono basati principalmente sui flussi attesi di reddito, attraverso una chiara definizione del concetto di risultato economico.

L'utile di bilancio è una rappresentazione incompleta e talora inquinata del risultato economico. Il flusso reddituale, ai fini della stima, deve quindi essere integrato e rettificato con un serie di interventi riassumibili in tre processi:

- a) normalizzazione;
- b) integrazione, per esprimere nel risultato la dinamica dei beni immateriali e di altri valori non contabilmente espressi;
- c) allineamento/adeguamento per eliminare in taluni casi gli effetti distorsivi dell'inflazione, nel senso di rendere omogenea la successione temporale dei dati, e cioè di trasformare il reddito "nominale" in reddito "reale".

La normalizzazione dei risultati storici è un'elaborazione tecnica comprendente:

- la redistribuzione nel tempo di proventi e costi "straordinari";
- l'eliminazione di proventi e costi estranei alla "gestione";
- la neutralizzazione di politiche di bilancio giudicate distorsive rispetto al fine (comprese quelli fiscali).

Il primo obiettivo che si persegue con la "normalizzazione" è quello di rendere omogenea la successione dei dati annuali, mediante la sottrazione od una diversa redistribuzione temporale degli elementi positivi o negativi di reddito straordinari. I costi ed i proventi straordinari sono componenti non ripetitivi del risultato d'esercizio, si pensi, ad esempio, alla realizzazione di

un cespite importante come un immobile posseduto da molti anni.
L'eventuale plusvalore deve essere ridistribuito nel tempo, al fine di sostituire una grandezza casuale, con un valore medio, evitando che alcuni esercizi risultino esaltati nei loro risultati ed altri depressi per l'irregolare manifestarsi degli eventi.

Il processo di normalizzazione passa anche attraverso l'eliminazione degli effetti di proventi e costi estranei alla gestione, cioè di fatti che non hanno attinenza alla gestione caratteristica o di beni che sono giudicati estranei.

Il punto di maggior importanza in materia di normalizzazione riguarda comunque la neutralizzazione delle politiche di bilancio giudicate distorsive rispetto al fine di una corretta misura dei risultati conseguiti (esempio, ammortamenti anticipati, svalutazione e accantonamenti a fondi rischi, valutazione del magazzino).

I metodi reddituali presentano nell'esperienza vari possibili orizzonti temporali, il cui limite minimo è di pochi anni (anche se di solito mai inferiore a tre/cinque), ed il cui limite massimo teorico è l'infinito.

All'interno di tali intervalli di valori, il perito dovrà valutare quale sia il tempo ritenuto ragionevole.

Le formule matematiche applicabili per l'attualizzazione dei flussi reddituali attesi si possono sostanzialmente ridurre a tre:

- la formula della rendita perpetua:

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

in cui "W" è il valore dell'azienda, "R" è il reddito medio atteso ed "i" è il tasso di capitalizzazione.

➤ la formula della "vita limitata" dell'impresa che prevede tre sottocasi:

a) uso del reddito medio

$$W = R \cdot \frac{a}{n} \cdot \frac{1}{i}$$

b) uso dei redditi attesi anno per anno per "n" anni

$$W = \sum_{l=1}^n R_l \cdot \frac{1}{(1+i)^l}$$

c) uso dei redditi anno per anno per un periodo (fino all'anno m) e del reddito medio da "m" ad "n" anni:

$$W = \sum_{l=1}^m R_l \cdot \frac{1}{(1+i)^l} + \sum_{l=m}^n R_m \cdot \frac{1}{(1+i)^l}$$

➤ formula "a due stadi" composto dall'utilizzo della formula della vita limitata nelle sue varianti per il primo periodo, più il valore finale all'anno "n" attualizzato o Terminal Value (per tenere conto dell'ulteriore capacità dell'impresa a produrre reddito):

$$W = \sum_{l=1}^n R_l \cdot \frac{1}{(1+i)^l} + V_f \cdot \frac{1}{(1+i)^n}$$

Oppure "a tre stadi":

$$W = \sum_{l=1}^m R_l \cdot \frac{1}{(1+i)^l} + \sum_{l=m}^n R_m \cdot \frac{1}{(1+i)^l} + V_f \cdot \frac{1}{(1+i)^n}$$

Metodo finanziario

La valutazione d'azienda con il metodo finanziario ha il vantaggio di rispecchiare la logica di un ipotetico investitore che, a fronte di un immediato esborso, si attende una serie di flussi di cassa futuri.

Il metodo finanziario identifica il valore di un'azienda con la sommatoria dei futuri flussi monetari che l'azienda stessa sarà in grado di generare, attualizzati ad un tasso appropriato.

In pratica si tratterà di calcolare la somma del valore attuale dei flussi monetari disponibili negli anni futuri, dove il flusso calcolato per l'anno n comprende la liquidazione del patrimonio d'azienda.

La formula su cui si basa il metodo finanziario, nella versione attualmente più utilizzata (l'Unlevered Discounted Cash Flows Analysis), è la seguente:

$$I = \sum_{i=1}^n CF_i \cdot v_i + V_f \cdot v_f$$

$$W = I - Da$$

con:

I = valore dell'investimento netto;

CF = flussi di cassa attesi anno per anno;

n = durata (in n anni) del periodo di previsione analitica del flusso di cassa;

v = coefficiente di attualizzazione in base al costo medio ponderato del capitale;

V_f = valore finale, cioè dell'anno n, dell'investimento (Terminal Value). Il flusso di cassa atteso non si arresta all'anno "n", cioè alla fine del

periodo di valutazione, in quanto la vita dell'azienda normalmente dura ben più in la nel tempo. La definizione del valore finale V_f è il modo per tener conto, in modo sintetico ed indiretto, dei flussi annuali imprevedibili, cioè di tutti quelli al di là della soglia di prevedibilità analitica.

Da = valore attuale dei debiti finanziari (talora sostituito dal valore nominale).

L'attualizzazione dei debiti deve avvenire con riferimento ai debiti a medio/lungo termine, per i quali si possono verificare differenze tra tassi negoziati e tassi di mercato. Se il tasso di attualizzazione di detti debiti è superiore rispetto al tasso iniziale, il valore degli stessi scende al di sotto del valore nominale e viceversa, qualora il tasso di attualizzazione sia inferiore. In presenza di debiti a tassi variabili, che si adattano all'andamento generale del mercato difficilmente il valore nominale del debito potrà variare in funzione della dinamica dei tassi. Esso potrà variare in funzione del rischio specifico di impresa.

Il valore di I (investimento netto) già tiene conto dei debiti non finanziari, cioè di quelli non compresi in D .

Nella determinazione del tasso di attualizzazione si deve inoltre considerare il fattore "g" ossia il tasso medio ponderato di crescita a lungo termine. Le variabili da assoggettare, ai fini delle valutazioni, a ricerche che si concludono con espressioni quantitative sono pertanto: CF , n , il tasso di capitalizzazione, V_f (che a sua volta può avere varie componenti), Da .

La nozione flusso di cassa nella pratica può essere rappresentato dal seguente prospetto:

Fatturato
- Costo del venduto (esclusi gli interessi passivi e le imposte)
= EBIT
+ Ammortamenti su beni materiali ed immateriali
= EBITDA
- Imposte pagate (per cassa)
+ Accantonamenti
± Δ Capitale circolante operativo
± Δ Capitale fisso operativo
= Free Cash Flow (flusso monetario netto della gestione caratteristica)

La previsione dei flussi di cassa attesi non presenta, fino al livello di EBIT e quindi di EBITDA, problemi diversi rispetto a quelli che si rilevano nella previsione dei flussi reddituali. In ciò il metodo finanziario si differenzia da quello reddituale per alcune rettifiche fondamentali necessarie per il passaggio dal flusso di “competenza” al flusso di “cassa”.

Tali modifiche sono inerenti:

- a) agli investimenti;
- b) al capitale circolante netto;
- c) alle imposte;
- d) agli accantonamenti.

In merito al primo punto, la scelta è tra una previsione puntuale, anno per anno, con riguardo al mantenimento e rinnovo della capacità produttiva e ai

suoi eventuali ampliamenti, e l'assunzione di convenzioni colleganti gli investimenti allo sviluppo delle vendite; ciò può avvenire adottando il coefficiente

$$f = \frac{\Delta \text{capitale fisso}}{\Delta \text{vendite}} \text{ (con } \Delta \text{ espressivo della variazione annuale).}$$

Il legame tra fatturato e dinamica del capitale circolante è più stretto. In questo caso il coefficiente storico $v = (\Delta \text{ capitale circolante}) / (\Delta \text{ fatturato})$ rimane valido nel tempo, a meno che vengano poste in essere politiche di intervento volte ad una più efficiente gestione del capitale circolante.

In merito alle imposte, la deduzione delle medesime è orientata verso le imposte pagate nell'esercizio (*cash tax-rate*), fatta salva l'esistenza di perdite fiscali pregresse che può incidere su tale posta fino al suo annullamento.

L'aggiunta degli accantonamenti è da intendersi riferita a tutte le componenti (t.f.r., fondi rischi, fondi spese future, ecc.) che non generano uscite di cassa.

Un tema rilevante in merito al metodo finanziario riguarda la durata del periodo di valutazione nel quale devono essere determinati i flussi di cassa.

Il periodo di valutazione con tale metodo arriva fino a 10 anni, o per i più prudenti tra 7 e 9 anni.

In ogni caso con il metodo finanziario i flussi riferiti a periodi così estesi potrebbero esprimere la valutazione di un capitale potenziale e non di un capitale economico.

Metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali costituiscono solo in particolari circostanze forme compiute di valutazione. Ciò per esempio avviene in presenza di "società-



contenitori”, del tipo delle holding pure e delle società immobiliari pure, che sono mere detentrici di beni e non partecipano alle capacità di flusso ed ai rischi incorporati negli assets di cui sono titolari.

La stima patrimoniale si fonda sul tradizionale principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell’attivo e del passivo che compongono il capitale. Mentre gli elementi passivi sono sempre tutti considerati, gli elementi attivi sono variamente trattati. Entrano sempre nei calcoli, infatti, gli elementi attivi dotati di materialità, oltre naturalmente i crediti e la liquidità, mentre atteggiamenti diversi possono essere adottati in relazione ai beni immateriali.

Infatti a seconda che i beni immateriali siano o non siano considerati e del modo, nella prima ipotesi, in cui lo sono, si possono distinguere i seguenti metodi di stima e precisamente:

- stime patrimoniali semplici, che presentano all’attivo solo i beni materiali, oltre ai crediti ed alla liquidità;
- stime patrimoniali complesse, che comprendono la valorizzazione di uno o più beni immateriali (Intangibles), con procedimenti appropriati allo scopo, come si dirà successivamente.

Metodo patrimoniale semplice

La stima patrimoniale semplice esprime il cosiddetto “capitale netto rettificato”, designato con il simbolo “K”.

L'informazione patrimoniale semplice assume normalmente, come punto di partenza, il capitale netto di bilancio, o comunque il capitale netto espresso da una situazione patrimoniale contabile.

Il "netto" comprende anche l'utile dell'esercizio, con esclusione degli importi per i quali è stata o sta per essere operata la distribuzione (dividendi, compensi agli amministratori, ecc.).

Nel caso di situazione infra-annuale, le deduzioni possono, se del caso, essere stimate in via d'approssimazione, considerando le politiche di distribuzione adottate negli ultimi esercizi.

Partendo dal capitale netto contabile così stabilito, si procede in successione:

- alla revisione contabile degli elementi attivi e passivi;
- a riesprimere in termini di valori correnti (di mercato o di stima) gli elementi attivi non monetari (immobilizzazioni tecniche, rimanenze di magazzino, titoli, partecipazioni, ecc.) determinando così una serie di plusvalenze o di minusvalenze;
- eventualmente ad attualizzare il valore dei crediti e di debiti differiti senza interessi, o con interessi non in linea con il mercato.

Tutte le operazioni sopra descritte devono fare riferimento ad una data specifica, che è appunto detta data di riferimento della valutazione.

La revisione contabile può essere (e viene normalmente) omessa quando il bilancio è certificato. In tal caso è dovere dell'esperto prendere visione della relazione dei certificatori osservando e valutando le eventuali eccezioni da questi sollevate.

In assenza di certificazione del bilancio gli elementi attivi e passivi del capitale devono essere sottoposti a revisione, al fine di verificare, in generale, la loro corrispondenza a corrette regole contabili, di generale accettazione. In particolare si deve verificare:

- che tutte le attività e passività siano contabilizzate;
- che le poste attive siano fondate su validi documenti inventariali;
- che i crediti tengano conto delle effettive possibilità di recupero;
- che gli accantonamenti del passivo corrispondano a quanto effettivamente o probabilmente maturato (fondi spese future, fondi rischi, ecc.);
- che le poste attive e passive calcolate in proporzione al tempo (ratei e risconti) siano analiticamente determinate;
- che siano adeguatamente valutati i rischi espressi nei conti d'ordine o non espressi affatto (garanzie a favore di terzi, rischi di regresso, ecc.).

Dalla revisione contabile può derivare una serie di rettifiche, negative o positive, ad esempio:

- per tutte le categorie di aziende che concedono largo credito ad una clientela molto frazionata è opportuno che anche sui crediti non contenziosi o dubbi si calcolino percentuali forfetarie di abbattimento, ciò in quanto anche i crediti che possono qualificarsi come buoni e recuperabili possono essere origine di perdite, sia pur contenute;

- i costi capitalizzati che non abbiano un effettivo contenuto patrimoniale, nel senso che non hanno una residua utilità nel tempo è bene che siano annullati;
- i fondi t.f.r. devono essere valutati nella loro congruità e correttezza;
- devono essere valutati i rischi connessi a cause passive in corso, accertamenti fiscali, ecc.;
- devono essere valutati i rischi indicati tra i conti d'ordine, al fine di accertare se sia o meno opportuno effettuare una rettifica.

I principali criteri di valutazione utilizzati per ottenere una situazione patrimoniale rettificata possono essere così sintetizzati:

- gli aggregati destinati, o destinabili, alla vendita, escluso il magazzino, vengono valutati in base al loro valore di mercato;
- il magazzino viene valutato al minore tra il costo di acquisto o di produzione più recente ed il costo medio di vendita al netto degli oneri di commercializzazione;
- i beni strumentali sono valutati in base al costo di ricostruzione a nuovo, inteso come il costo necessario per costruire o acquistare gli stessi beni basandosi su tecnologie e materiali correnti, ed in modo tale che essi siano in grado di rimpiazzare quelli attualmente in uso presso l'azienda, mantenendo la medesima capacità produttiva e resa;
- i crediti e debiti sono esposti al valore netto di presunto realizzo od estinzione, tenendo inoltre conto, per i debiti gravati da interessi, del livello dei tassi corrisposti agli enti finanziatori.



Metodo patrimoniale complesso

Nella valutazione con il metodo patrimoniale complesso, oltre ad adottare i criteri sopra esposti con riferimento al metodo patrimoniale semplice, si dovrà procedere ad una valorizzazione dei beni immateriali.

I beni immateriali vengono definiti dalla dottrina aziendale come quell'insieme di risorse basate sulle informazioni di cui le imprese sono dotate.

Le informazioni possono essere sia interne che esterne all'impresa: un classico esempio di informazioni interne è costituito dal know-how tecnologico, mentre un esempio di informazioni esterne è costituito dalla stima e reputazione di cui l'impresa gode nell'ambito del proprio settore di appartenenza.

Per affrontare in modo razionale la stima del valore dei beni immateriali, si deve quindi preliminarmente individuare se essi possiedono le seguenti caratteristiche:

- il valore dei beni deve essere misurabile;
- i beni devono aver dato origine in passato a costi la cui utilità risulti, almeno in parte, differibile nel tempo;
- il bene immateriale deve essere trasferibile, cioè cedibile a terzi.

Particolare rilevanza assume tale ultima caratteristica. In sostanza, il bene immateriale, per poter essere oggetto di valorizzazione, deve poter essere estraibile dall'azienda in cui si è formato e cedibile.

Il requisito della trasferibilità si intende soddisfatto anche qualora il bene sia cedibile congiuntamente ad altri beni, materiali o immateriali.

In caso di utilizzo del metodo patrimoniale complesso, è poi necessario rivolgere una particolare attenzione ad evitare duplicazioni.

Infatti, accade di considerare come beni differenti ciò che non è altro che un modo diverso di intendere la medesima realtà. Molto spesso tale problema è risolto considerando un unico valore di avviamento, in cui si fanno confluire tutti i beni immateriali.

I beni immateriali possono essere suddivisi in due principali categorie:

- 1) beni immateriali relativi all'area del marketing aziendale (ad esempio, i marchi);
- 2) beni immateriali relativi alle aree della ricerca e della produzione (ad esempio, brevetti, processi e formule).

La dottrina aziendale ha sviluppato criteri alternativi di stima dei beni immateriali: criteri analitici, fondati sull'esame e valutazione di serie storiche di dati, e criteri empirici, basati sull'osservazione e valutazione dei prezzi espressi dal mercato per transazioni aventi per oggetto analoghi beni.

I metodi di valutazione analitica di comune utilizzo nella pratica aziendale sono i seguenti:

A) metodi del costo nelle varianti rappresentate:

- 1) dal metodo del **costo residuale** secondo cui il valore è costituito dal valore residuo dei costi effettivamente sostenuti per l'ottenimento dei beni;
- 2) dal metodo del **costo di riproduzione** secondo cui il valore è costituito dalla somma dei costi necessari per ricreare i beni

immateriale. Il costo di riproduzione può essere ottenuto per via analitica o sintetica mediante l'utilizzo di appositi indici;

B) metodi economici nelle varianti rappresentate:

- 1) dal metodo di attualizzazione dei **redditi differenziali** conseguibili per effetto del possesso dei beni;
- 2) dal metodo del costo della perdita consistente nella stima del danno, in termini di riduzione del margine di contribuzione e presenza di eccessivi costi di struttura, dovuto al venire meno dei beni immateriali;

C) metodi empirici fondati sui dati di mercato nelle varianti rappresentate:

- 1) dal metodo dei tassi di *royalties* comparabili secondo cui il valore delle immobilizzazioni immateriali è determinato sulla base del valore attuale delle *royalties* derivanti dalla cessione in uso a terzi di tali beni immateriali;
- 2) dal metodo dei moltiplicatori secondo cui il valore dei beni immateriali è determinato sulla base dell'applicazione a varie grandezze contabili di moltiplicatori dedotti dal mercato.

Per quanto riguarda i criteri di valutazione empirici, si osserva come l'utilizzo di tali metodologie, basate su formule pratiche atte a valorizzare i beni immateriali, risulti strettamente legato alla disponibilità di aggiornate informazioni in merito a trattative di compravendita relative ad aziende analoghe a quella che detengono i beni oggetto di valutazione.

L'estrema variabilità nel tempo delle condizioni praticate e la scarsa disponibilità di informazioni rendono tali criteri di non facile applicazione.

Le considerazioni sopra svolte evidenziano come la stima dei beni immateriali risulti estremamente complessa e presenti notevoli difficoltà.

Il metodo patrimoniale complesso conduce alla determinazione di un capitale netto rettificato che comprende anche i beni immateriali ed è rappresentato dalla formula:

$$KP = K + I(1-r)$$

Dove:

KP = capitale netto rettificato, comprensivo dei beni immateriali;

K = capitale netto rettificato al netto dell'incidenza degli oneri fiscali potenziali;

I = valore beni immateriali;

r = incidenza oneri fiscali potenziali.

Si rileva come l'eventuale incidenza degli oneri fiscali non deve essere considerata nell'ipotesi in cui gli stessi incidano esclusivamente in capo alla società che compie il trasferimento (Guatri).

Metodi misti

I metodi misti sono largamente utilizzati nella pratica, in quanto compendiano gli elementi di certezza e verificabilità tipici del metodo patrimoniale, con la validità concettuale di quelli finanziario o reddituale.

Tali metodi ricorrono in modo particolare quando i risultati forniti dal metodo patrimoniale e da quello finanziario (o reddituale) differiscono in misura considerevole. Nel caso in cui l'utilizzo del secondo criterio dia

luogo ad un risultato superiore rispetto al valore patrimoniale, quindi, si evidenzierà un *goodwill*. Nel caso opposto, si parlerà di *badwill*.

Del *goodwill* (o *badwill*) inteso come differenza tra valore patrimoniale e finanziario o reddituale si tiene generalmente conto in misura limitata, sia perché il risultato derivante da una sua accettazione totale sarebbe pari al valore finanziario o reddituale (e non avrebbe quindi senso parlare di metodo misto), sia perché le incertezze che caratterizzano i procedimenti finanziari e reddituali consigliano una certa cautela nel calcolo.

Nell'ipotesi di esistenza di un *badwill*, inoltre, questo potrà portare ad un abbattimento del valore patrimoniale: il risultato finale, in tal caso, non potrà comunque mai scendere al di sotto del valore di liquidazione per stralcio delle attività dell'impresa. Tale valore di liquidazione costituirà pertanto il limite minimo nella valutazione di un'azienda.

Il metodo della media aritmetica

I metodi misti possono basarsi su diversi criteri, tra i quali i più diffusi sono il metodo della media e quello basato sulla stima autonoma del *goodwill*.

Il metodo della media viene applicato semplicemente assoggettando a media aritmetica (semplice o ponderata secondo i casi) i risultati ottenuti col metodo finanziario o reddituale e quelli conseguiti col metodo patrimoniale.

Il metodo patrimoniale/reddituale con stima autonoma del Goodwill/Badwill

Il metodo basato sulla stima autonoma del *goodwill*, detto anche Metodo U.E.C. o metodo patrimoniale con correzione reddituale, tende invece a

determinare il *goodwill* (o il *badwill*), da aggiungere (o sottrarre) al valore patrimoniale, mediante un procedimento di “stima autonoma”.

Può essere presentato nelle seguenti principali varianti:

- metodo misto con capitalizzazione limitata del reddito medio, di cui si fornirà di seguito la relativa formula;
- metodo misto con capitalizzazione del reddito di alcuni esercizi. Tale metodo è utilizzabile solo per le valutazioni di aziende che hanno sviluppato sofisticate tecniche di *budgeting*;
- metodo misto con capitalizzazione illimitata del reddito medio.

La formula che rappresenta il metodo misto con capitalizzazione limitata del reddito medio è la seguente:

$$W_m = K + \frac{a}{n} \cdot \frac{R - i \cdot K}{i}$$

dove:

K è al solito, il capitale netto rettificato (che per talune aziende può essere sostituito dal capitale netto comprensivo dei valori attribuiti ai beni immateriali);

R è il reddito medio normale atteso per il futuro;

n è un numero definito e limitato di anni;

i è il tasso d’interesse “normale” rispetto al tipo d’investimento considerato;

i’ è il tasso di attualizzazione del profitto o sovrareddito.

- Il valore del patrimonio netto rettificato “K” (comprensivo o no anche dei beni immateriali) viene determinato attraverso il processo

indicato nel paragrafo dedicato al metodo di stima patrimoniale (semplice o complesso);

- il valore di “R” viene determinato attraverso il procedimento di normalizzazione del risultato d’esercizio, già esaminato in sede di commento al metodo di valutazione reddituale;
- il valore di “n” di norma viene stabilito in un minimo di 3/5 anni e nel caso di aziende dotate di elevata e stabile redditività, per le quali previsioni e attese possono spingersi in la nel tempo, i valori di “n” possono raggiungere anche i 10 anni;
- il valore di “i”, ovvero il tasso d’interesse normale applicato al capitale netto rettificato, viene determinato secondo il processo indicato in sede di commento dei metodi di valutazione fondati sui flussi (supra paragrafo 4.2).
- il valore di “ i ”, strumento finanziario da utilizzarsi per ricondurre alla data di valutazione i “sovraredditi” che si realizzeranno in futuro.

I metodi empirici – il metodo dei multipli

Nella stima del valore di un’azienda si ricorre sovente all’utilizzo di metodi empirici, in cui la stima del valore del capitale economico viene quantificata sulla base del confronto rispetto al valore di “attività” simili oggetto di negoziazione sul mercato.

Nell’ambito dei suddetti metodi empirici, uno dei metodi più utilizzati è il metodo dei multipli di mercato, mediante il quale il valore dell’azienda oggetto di valutazione viene stimato ricorrendo a multipli, riferiti alle principali grandezze aziendali (i.e. utile netto, Ebit, Ebitda) espresse dal mercato con riferimento a società con analoghe caratteristiche settoriali.

Il sempre più frequente ricorso al metodo dei multipli trova giustificazione nella possibilità di calcolare con immediatezza un valore di transazione connesso al bene oggetto di valutazione.

Tuttavia, il metodo dei multipli fornisce un'indicazione estremamente sintetica della realtà analizzata, proprio perché attribuisce un valore unitario al bene oggetto di valutazione, prescindendo dai singoli, diversi e complessi elementi che lo compongono. Pertanto, il carattere empirico del metodo porta ad una valutazione concisa ed immediata dell'azienda, distinguendosi da altri metodi quale quello reddituale e il DCF per un minor approfondimento e per l'utilizzo di componenti più sintetiche.

Per questa ragione, i multipli sono spesso utilizzati come metodo di controllo dei risultati ottenuti con altri metodi, piuttosto che come metodo principale.

I principali multipli utilizzati ai fini della valutazione di stima possono essere classificati all'interno delle seguenti macrocategorie:

- Multipli Asset Side (multipli dell'attivo);
- Multipli Equity Side (multipli del capitale).

I primi sono multipli determinati dal rapporto tra il valore di mercato dell'attivo dell'impresa (c.d. Enterprise Value (EV)) e configurazioni differenti del risultato economico (principalmente l'utile, l'Ebit, l'Ebitda, ecc.).

I secondi pongono al numeratore il prezzo del titolo azionario ed al denominatore l'utile netto.

Passando ad un'indicativa rassegna dei multipli maggiormente significativi, generalmente vengono utilizzati i seguenti indicatori:

- Per i multipli Asset Side, rilevano “Enterprise Value/Utile”, “Enterprise Value/Ebit”, “Enterprise Value/Ebitda”.
- Per i multipli Equity Side, rilevano principalmente il “Price/Earning” (P/E), il “Price/Cash Flow”, ed il “Price/Sales”. Fra questi il più significativo ed utilizzato risulta essere il P/E che in sostanza permette di esprimere la valutazione di un'azienda sulla base della sua performance, l'utile netto.

3.2 I criteri di determinazione del rapporto di concambio pattuito dalle società coinvolte nell'operazione

Come già indicato in premessa, la determinazione del rapporto di cambio pattuito è avvenuta, per quanto riguarda MBM, sulla base delle valutazioni effettuate in data 11 aprile 2011 dalla società Profilo Merchant, parte del Gruppo Banca Profilo (**Allegato 1**), mentre, per quanto riguarda le azioni proprie di AEB, è stato preso a riferimento il valore debitamente aggiornato risultante dalla perizia di valutazione effettuata dal Ragionier Rodolfo Ciceri in data 16 novembre 2009, basato sulla situazione risultante dal bilancio di esercizio al 31 dicembre 2008 (**Allegato 2**).

Stando alla documentazione in nostro possesso, la società Profilo Merchant ha preliminarmente determinato un intervallo di valorizzazione del 100% del capitale economico di MBM utilizzando tre differenti metodi di valutazione:

- ✓ metodo patrimoniale: metodo principale, al quale è stato attribuito un peso del 45%;
- ✓ metodo del DCF: metodo principale, anch'esso con un peso del 45%;
- ✓ metodo dei multipli di mercato: metodo di controllo, con un peso attribuito del 10%.

Il peso relativo attribuito a ciascuno dei differenti metodi discende principalmente dall'assunzione secondo la quale vi sarebbe una sorta di equivalenza di affidabilità dei metodi principali, alla quale si contrappongono le difficoltà legate nell'utilizzo dei metodi dei multipli di mercato.

I risultati delle valutazioni effettuate con i tre diversi metodi sono contenuti nel documento redatto da Profilo Merchant allegato alla presente relazione (**Allegato 1**).

Al termine del processo di valutazione, il valore economico di MBM è stato assunto pari a 2.250.000,00 Euro, corrispondente ad Euro 11,250 per azione.

Il valore economico di AEB, per contro, è più semplicemente il risultato di un aggiornamento del valore economico che alla stessa società era stato attribuito in occasione di una perizia di valutazione redatta dal Ragionier Ciceri nel novembre del 2009 (**Allegato 2**), all'interno della quale era stato utilizzato il metodo di valutazione patrimoniale semplice e, indirettamente, per quanto più oltre chiarito, il metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del *goodwill*.

La scelta di tale metodologia di valutazione fu giustificata in considerazione della peculiarità della stessa AEB la quale, svolgendo sia attività operativa sia funzioni di holding, di fatto aveva (ed ha tutt'ora) un patrimonio quasi interamente formato da immobilizzazioni materiali e dalla partecipazione in Gelsia S.r.l..

In particolare, le immobilizzazioni furono valutate a valori correnti di mercato tenendo conto della vetustà e della utilità futura delle stesse, mentre la quota partecipativa in Gelsia S.r.l. fu valutata utilizzando il metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma del *goodwill*. Lo stesso metodo venne utilizzato per la valutazione delle partecipazioni che la stessa Gelsia S.r.l. deteneva nelle società operative Gelsia Ambiente S.r.l., Gelsia Calore S.r.l., Gelsia Energia S.r.l. e Gelsia Reti S.r.l..

Tale valutazione condusse alla determinazione di un valore economico pari ad Euro 148.873.000,00, corrispondenti ad Euro 180,74 per azione.

Ai fini della determinazione del rapporto di cambio per lo scambio di partecipazioni in oggetto, tale valore è stato aggiornato ed è stato aumentato ad Euro 154.110.440,00, portando il valore di ogni singola azione ad Euro 187.

Il rapporto tra i valori economici delle due società coinvolte ha determinato un rapporto di cambio pari a 0,060160428.

In conseguenza di ciò, il Comune di Bovisio Masciago, a fronte delle azioni detenute rappresentanti l'intero capitale di MBM, dovrebbe ricevere 12.032 azioni di AEB al prezzo di 187 Euro ciascuna.

3.3 Valutazione circa la congruità del rapporto di concambio pattuito dalle parti

Come indicato al precedente paragrafo 3.1, al fine di stabilire la congruità del concambio tra le azioni di MBM e le azioni di AEB occorre procedere ad una valutazione comparata delle società coinvolte.

In considerazione dell'incarico affidatoci, assumendo che la documentazione e le informazioni messeci a disposizione siano dotate dei necessari requisiti di veridicità, accuratezza, correttezza e completezza, considerato che in ogni caso dalle relazioni degli organi di controllo delle società riferite agli ultimi bilanci approvati non emergono elementi tali da poter far ritenere che le situazioni patrimoniali ed economiche utilizzate dalle parti per la determinazione del concambio siano affette da vizi tali da renderle inidonee ad esprimere una nostra valutazione, abbiamo preliminarmente provveduto a verificare la correttezza dei calcoli compiuti dalle parti ai fini del concambio. Al riguardo nulla è emerso.

Svolta tale verifica preliminare, è stata nostra cura procedere a verificare la congruità del concambio pattuito adottando, a differenza di quanto fatto dalle parti, metodi di valutazione tra loro omogenei.

A tale scopo, atteso l'incarico conferitoci di verificare la congruità del concambio pattuito in relazione alla valorizzazione della sola MBM, abbiamo proceduto a valutare le partecipazioni in tale società adottando metodologie analoghe a quelle utilizzate dal Ragionier Ciceri per la valutazione di AEB.

Atteso che AEB è stata valutata in via diretta con il metodo patrimoniale semplice ed in via indiretta con il metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del *goodwill*, MBM è stata dunque corrispondentemente valutata con il medesimo metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del *goodwill*. Tale valutazione è stata compiuta prendendo a riferimento le risultanze emergenti dalle situazioni patrimoniali ed economiche indicate nel documento predisposto da Profilo Merchant, opportunamente rettificata con riguardo al valore della partecipazione in Gelsia S.r.l. così da renderle omogenee con le valutazioni fatte dal Ragionier Ciceri per AEB.

I calcoli compiuti possono essere così riepilogati.

1) Determinazione del capitale netto rettificato "K"

Come riferimento iniziale è stata presa la situazione patrimoniale contabile al 31 dicembre 2010:

STUDIO
LEGALE CTRIBUTARI

Stato patrimoniale ATTIVO		2010 FY
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti		
B) Immobilizzazioni		
I) Immobilizzazioni immateriali		1.641,00
II) Immobilizzazioni materiali		765.954,00
III) Immobilizzazioni finanziarie		904.876,00
Totale Immobilizzazioni		1.672.471,00
C) Attivo Circolante		
I) Rimanenze		149.201,00
II) Crediti		609.962,00
<i>Esigibili entro l'esercizio successivo</i>		<i>604.390,00</i>
<i>Esigibili oltre l'esercizio successivo</i>		<i>5.572,00</i>
IV) Disponibilità liquide		2.897,00
Totale Attivo Circolante		762.060,00
D) Ratei e risconti attivi		820,00
TOTALE ATTIVO		2.435.351,00
Stato patrimoniale PASSIVO		2010 FY
A) Patrimonio Netto		
I) Capitale Sociale		104.000,00
III) Riserve di rivalutazione		
a) Legge 342/2000		151.726,00
b) D.L. 185/2008		154.219,00
IV) Riserva Legale		20.800,00
VII) Altre riserve		
01 riserva straordinaria		109.742,00
02 ris. avanzo da annullamento fusione		643.239,00
03 riserva arrotondamento euro		- 3,00
IX) Utile (perdita) dell'esercizio		- 21.092,00
Totale Patrimonio Netto		1.162.631,00
B) Fondi per rischi e oneri		14.841,00
C) Trattamento di fine rapporto		34.692,00
D) Debiti		1.223.187,00
<i>Esigibili entro l'esercizio successivo</i>		<i>1.223.187,00</i>
<i>Esigibili oltre l'esercizio successivo</i>		-
E) Ratei e risconti passivi		-
TOTALE PASSIVO		2.435.351,00

Come è stato diffusamente spiegato nel precedente paragrafo 3.1, al fine di determinare il patrimonio netto rettificato "K", gli elementi attivi non monetari (immobilizzazioni tecniche, rimanenze di magazzino, titoli,

partecipazioni, ecc.) devono essere riespressi in termini di valori correnti (di mercato o di stima).

Per tale motivo si è preliminarmente proceduto a rettificare principalmente tre poste, ossia:

- ✓ terreni e fabbricati, il cui valore corrente è stato determinato sulla base di una perizia di stima redatta dall'Arch. Domingo Buraggi nell'aprile 2009;
- ✓ rete e impianti di distribuzione gas, il cui valore corrente è stato determinato sulla base di una perizia di stima redatta dalla società Praxi S.p.A.;
- ✓ partecipazione in Gelsia S.r.l., la cui valutazione, rispetto a quella effettuata da Profilo Merchant, è stata effettuata per un valore pari a quello risultante dalla perizia di valutazione di AEB redatta dal Ragionier Ciceri, al fine di rendere completamente omogenei tra loro i valori di capitale netto rettificato "K" di AEB ed MBM.

Sono stati inoltre considerati gli effetti della contabilizzazione del *leasing* secondo le regole dello IAS 17.

Infine, rispetto alla valutazione effettuata da Profilo Merchant, è stato rettificato anche il valore di patrimonio netto contabile al 31 dicembre 2010 in modo che lo stesso risultasse pari a quello risultante dalla bozza del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2010 come approvato dall'organo amministrativo di MBM.

L'analisi condotta prescinde dagli effetti fiscali latenti generati sui plusvalori dal momento che non è attualmente ipotizzabile che gli stessi possano realizzarsi lungo l'orizzonte temporale di riferimento. Tali plusvalori, inoltre, potrebbero nei fatti finire per essere riassorbiti dalle dinamiche dei redditi futuri.

Le rettifiche effettuate sono riassunte nella seguente tabella:

	K (€ / 1000)
PN al 31/12/2010 (iniziale)	1.168,00
Partecipazioni (VContabile)	- 905,00
Partecipazioni (VCorrente)	1.291,00
Terreni e fabbricati (Vcontabile)	- 285,00
Terreni e fabbricati (Vcorrente)	447,00
Impianti e macchinari (Vcontabile)	- 417,00
Impianti e macchinari (Vcorrente)	5.234,00
Debiti muto Comune Bovisio Masciago	- 3.671,00
PN al 31/12/2010 (rettificato)	2.862,00
Differenza IAS	- 128,00
Differenza elaborazioni PN (Ris IAS)	- 16,00
Arrotondamenti	1,00
PN al 31/12/2010 (per perizia B Profilo)	2.719,00
PN al 31/12/2010 (B Profilo)	- 1.168,00
PN al 31/12/2010 (da bilancio)	1.163,00
Partecipazioni (VC - B Profilo)	- 1.291,00
Partecipazioni (VC - Dott. Ciceri)	1.001,25
Differenza IAS	
Differenza elaborazioni PN (Ris IAS)	
PN al 31/12/2010 (omogeneizzato)	2.424,25

Il valore del capitale netto rettificato "K" risulta pertanto pari ad Euro 2.424.250.

2) Determinazione del reddito medio atteso "R"

Il reddito medio atteso "R" è stato determinato avendo riguardo ai redditi prospettici di MBM, come risultanti dal documento predisposto da Profilo Merchant (Allegato 1). La scelta compiuta è da ricondurre alla circostanza



che, come risulta dalla stessa lettera di offerta, i ricavi ed i costi di MBM saranno significativamente influenzati da nuovi specifici canoni previsti sia per quanto concerne l'affidamento del servizio di distribuzione gas sia per quanto riguarda utilizzazione della rete e dei relativi impianti.

Di seguito si riporta una tabella che illustra l'evoluzione del conto economico di MBM per il periodo 2011-2013:

Conto economico	2011 E	2012 E	2013 E
	Euro '000	Euro '000	Euro '000
Ricavi per servizi di farmacia	862	883	905
Variazione delle rimanenze di prodotti	0	0	0
Variazione dei lavori in corso su ordinazione	0	0	0
Incrementi di imm. per lavori interni	0	0	0
Corrispettivi per utilizzo impianti	100	150	150
Valore della produzione	962	1.033	1.055
<i>y to y</i>	0	0	0
Consumi di materie prime, sussidiarie	- 553	- 564	- 575
Costi per servizi	- 47	- 48	- 49
Costi per godimento beni di terzi	- 20	- 21	- 21
Costi del personale	- 164	- 168	- 171
Oneri diversi di gestione	- 1	- 1	- 1
Margine operativo lordo	176	232	238
<i>y to y</i>	2	0	0
Ammortamenti immateriali	-	-	-
Ammortamenti materiali	- 9	- 9	- 9
di immobilizzazioni	-	-	-
€1.000 di ammortamenti	-	-	-
Reddito operativo	168	223	230
<i>y to y</i>	2	0	0
Proventi finanziari/(oneri finanziari)	- 52	- 52	- 52
Rettifiche di valore di attività finanziarie	-	-	-
Proventi straordinari/(oneri straordinari)	-	-	-
Risultato ante imposte	115	171	177
<i>y to y</i>	1	0	0
Imposte sul reddito esercizio	- 45	- 62	- 64
Utile (perdita) d'esercizio	71	109	113

La media aritmetica dei risultati economici del periodo considerato è quindi pari a 98 mila Euro.



Per completezza di esposizione, si segnala che, qualora il reddito medio atteso "R" fosse stato determinato considerando anche l'andamento di esercizi passati, esso sarebbe risultato pari a 49,4 mila Euro.

3) Valutazione finale

A questo punto è possibile applicare la formula per la valutazione con metodo patrimoniale reddituale con stima autonoma del *goodwill*, ovvero:

$$W_m = K + \frac{a}{n} \left[\frac{R - i \cdot K}{i} \right]$$

dove:

- ✓ "K" è il patrimonio netto rettificato precedentemente individuato pari ad Euro 2.424,25 mila;
- ✓ "R" è il reddito medio atteso precedentemente calcolato pari ad Euro 98 mila;
- ✓ "n" è l'orizzonte temporale di riferimento, nel caso di specie pari a 4 anni;
- ✓ i è il tasso d'interesse "normale" rispetto al tipo d'investimento considerato (7,67%, conformemente al tasso utilizzato da Profilo Merchant);
- ✓ i' è il tasso di attualizzazione del profitto o sovra reddito (7,67%, conforme al tasso utilizzato da Profilo Merchant).

Alla luce di quanto sopra, il valore economico di MBM utilizzando il metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del *goodwill* è risultato essere pari ad Euro 2.129.717,37. Il valore unitario delle n. 200.000

azioni rappresentanti l'intero capitale sociale di MBM è dunque pari ad Euro 10,649 a cui corrisponderebbe un rapporto di concambio delle azioni di MBM con le azioni di AEB pari a 0,056944315 con una differenza del 5,35% rispetto al concambio di 0,060160428 pattuito tra le parti.

L'applicazione di tale rapporto rispetto a quello pattuito comporterebbe che il Comune di Bovisio Masciago, a fronte della cessione dell'intero pacchetto azionario di MBM, dovrebbe ricevere 11.388,86 invece di 12.032 azioni di AEB, al prezzo di Euro 187, cadauna.

Una siffatta differenza, pari a 643,14 azioni proprie di AEB da attribuire in meno al socio di MBM, corrisponde in termini di valori economico-monetari ad Euro 120.266,62.

Tale differenza, pur rimettendo ogni decisione alle parti dell'operazione, non costituisce a nostro avviso un'indicazione sufficiente a far ritenere di per se incongruo il rapporto di concambio pattuito in quanto la stessa potrebbe sia essere il frutto delle particolarità del metodo di valutazione adottato ai fini della presente relazione sia essere il frutto delle dinamiche di negoziazione che di per se possono portare a divergenze tra valori economici e prezzi pattuiti.

Nel caso fosse stato assunto un reddito medio atteso pari a 49,4 mila Euro la sopra menzionata differenza di Euro 120.282,63 sarebbe salita ad Euro 281.329,11. Riteniamo peraltro che considerare una siffatta maggiore differenza, impregiudicata ogni considerazione a cura delle parti circa gli altri elementi dell'offerta, ai fini di esprimere una valutazione sulla congruità del rapporto di concambio rischierebbe di portare a risultati che non tengono

adeguatamente conto degli effetti per MBM dovuti alle modifiche nei canoni rispettivamente previsti per l'affidamento del servizio di distribuzione del gas e per l'utilizzo delle reti e dei relativi impianti.

4. CONCLUSIONI

In conclusione, sulla base delle valutazioni effettuate, rimessa alle parti ogni valutazione circa le pattuizioni inerenti gli altri elementi dell'offerta quali ad esempio le pattuizioni inerenti ai canoni per l'affidamento del servizio di distribuzione del gas ed ai canoni per l'impiego delle reti e dei relativi impianti i quali non rientrano nell'ambito dell'incarico affidatoci, si può affermare che il rapporto di cambio pattuito dalle società coinvolte nell'operazione di scambio di partecipazioni possa considerarsi di per se congruo atteso che la differenza riscontrata tra il concambio determinato in questa sede ed il concambio pattuito, rimanendo confinata nei limiti del 5,35%, non è tale da rendere quest'ultimo inidoneo ad esprimere i valori in gioco e potrebbe piuttosto dipendere sia dal metodo di valutazione adottato ai fini della presente relazione sia dalle particolare dinamiche di negoziazione.

In fede



Marco Ettore

ELENCO ALLEGATI

1. Valutazione della società MBM S.p.A. effettuata in data 11 aprile 2011 da Profilo Merchant Co.;
2. Perizia di valutazione al 31 dicembre 2008 della Società AEB S.p.A. effettuata in data 16 novembre 2009 dal Dottor Rodolfo Ciceri.



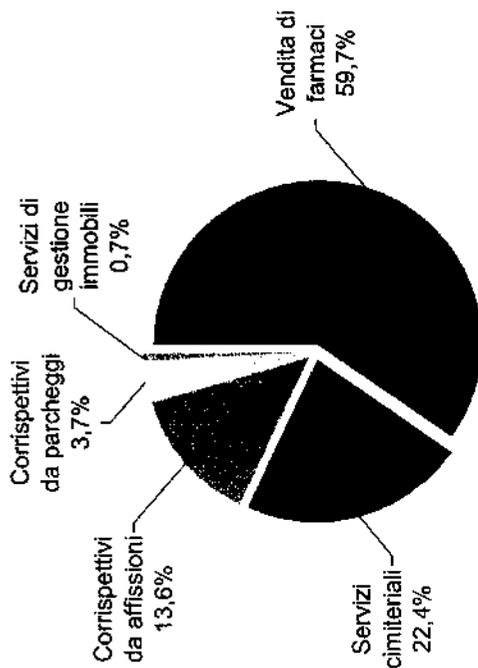
ALLEGATO 1

**Valutazione della società MBM S.p.A.
effettuata in data 11 aprile 2011
da Profilo Merchant Co.**

1. Overview di MBM SpA - Generazione di ricavi

Ricavi di vendita 2009

➤ Di seguito si riporta la scomposizione della voce "Ricavi di vendita" così come da bilancio di esercizio 2009.



Dati SBU 1 - Farmacia comunale

➤ La seguente tabella riporta i principali dati fisici di business ed economici relativi al servizio di gestione della farmacia comunale (SBU 1) per il periodo 2008-09.

SBU 1 - Farmacia	2008	2009	%
Ricavi di vendita (Eur/000)	614	649	5,7%
Ebitda (Eur/000)	(73)	(106)	
Ebitda IAS 17 (Eur/000)	(34)	(64)	
N. scontrini emessi	31.077	31.527	1,4%
N. ricette gestite	10.531	10.822	2,8%

Fonte: dati societari

Indice

1. **Overview di MBM SpA**
2. **Financial Highlight 2007-2009**
3. **Ipotesi di operazione**
4. **Indicazione preliminare di valore**
5. **Allegati**



Strettamente riservato e confidenziale

Seregno, 11 aprile 2011

**Aggiornamento del documento datato 22/11/2010 contenente
elementi, dati e riferimenti relativi alla preliminare indicazione
di valore di MBM SpA nell'ottica di una potenziale operazione
di acquisizione da parte di AEB SpA**



Indice

1. **Overview di MBM SpA**
2. **Financial Highlight 2007-2009**
3. **Ipotesi di operazione**
4. **Indicazione preliminare di valore**
5. **Allegati**

1. Overview di MBM SpA - Attività

Overview
MBM SpA

- > **Multiservizi Bovisio Masciago SpA** (di seguito anche "**MBM**" o la "**Società**"), costituita nel **2005** quale continuazione della ex **Metangas SpA** (sul mercato dal **1939**), fino ad allora concessionaria del servizio di vendita e distribuzione di gas metano sul territorio del Comune di Bovisio Masciago, è la società posseduta al 100% dal **Comune di Bovisio Masciago (MB)** (di seguito anche il "**Comune**") attiva nel settore dei servizi di pubblica utilità.

- > Le attività di MBM riguardano principalmente quattro differenti tipologie di *business*, svolte entro i confini del territorio comunale di Bovisio Masciago:
 - ✓ **SBU 1** servizio di farmacia comunale (dal novembre 2007);
 - ✓ **SBU 2** servizi cimiteriali (dal luglio 2008);
 - ✓ **SBU 3** servizio di affissioni e pubblicità (dal 2006);
 - ✓ **SBU 4** servizio di parcheggio a pagamento (dal luglio 2007);

- > MBM è inoltre azionista di Gelsia Srl, costituita nel 2008 che ad oggi rappresenta una tra le prime multiutility in Lombardia per fatturato e numero di clienti serviti, attiva nei settori dell'energia elettrica, del gas e del calore, nonché nei servizi ambientali.

1. Overview di MBM SpA - Azionisti e Governance

Azionariato
MBM SpA

> Il capitale sociale di MBM SpA, interamente sottoscritto e versato, risulta essere pari a Eur 104.000, costituito da n. 200.000 azioni del valore nominale di Eur 0,52 cadauna.

> La Società è controllata al 100% dal Comune di Bovisio Masciago, come mostrano la tabella e il grafico di seguito riportati. Nel mese di giugno 2009 Emanuele Galimberti è stato eletto Sindaco di Bovisio Masciago, alla guida di una coalizione di centro-destra.

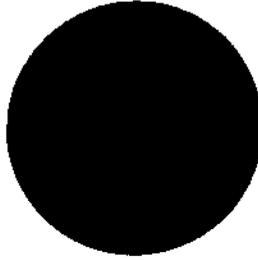
Azionisti	Capitale	Quota
Comune di Bovisio Masciago	104.000	100,0%
Totale	104.000	100,0%

Fonte: bilancio 2010

Partecipate	Sede	Quota Rapporto
Gelsia Srl	Seregno (MB)	1,236% Diretto

Fonte: bilancio 2010

Comune di
Bovisio
Masciago;
100,0%



Corporate
governance

> Di seguito si riporta la composizione dei principali organi di corporate governance di MBM SpA al 31 dicembre 2010.

CdA	Ruolo
Norberto Villa	Presidente
Mario Giuseppe Cerliani	Consigliere
Gaetano Luigi Sala	Consigliere

Fonte: dati societari

Collegio Sindacale	Ruolo
Marco Meloro	Presidente
Giovanni Bolis	Sindaco effettivo
Fulvio Canepa	Sindaco effettivo

Fonte: dati societari

2. Financial Highlight 2007-2009 - Conto Economico (1/2)

Conto economico	2007 FY		2008 FY		2009 FY	
	Euro '000	%	Euro '000	%	Euro '000	%
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	247	79,9%	973	92,1%	1.087	93,9%
Altri ricavi e proventi	62	20,1%	83	7,9%	70	6,1%
Valore della produzione	310	100,0%	1.057	100,0%	1.158	100,0%
			241,2%		9,6%	
Consumi di materie prime, sussidiarie y to y	(37)	-12,0%	(459)	-43,4%	(495)	-42,8%
Costi per servizi	(237)	-76,5%	(370)	-35,0%	(512)	-44,2%
Costi per godimento beni di terzi	(8)	-2,7%	(60)	-5,7%	(63)	-5,4%
Costi del personale	(53)	-17,2%	(207)	-19,6%	(230)	-19,8%
Oneri diversi di gestione	(8)	-2,6%	(6)	-0,6%	(3)	-0,2%
Margine operativo lordo	(34)	-11,1%	(46)	-4,3%	(145)	-12,5%
Ammortamenti immateriali	(2)	-0,8%	(2)	-0,2%	(0)	0,0%
Ammortamenti materiali	(48)	-15,6%	(47)	-4,4%	(46)	-4,0%
Reddito operativo	(85)	-27,4%	(94)	-8,9%	(191)	-16,5%
Proventi finanziari/(oneri finanziari)	2	0,5%	3	0,2%	13	1,2%
Proventi straordinari/(oneri straordinari)	11	3,5%	92	8,7%	62	5,4%
Risultato ante imposte	(73)	-23,4%	1	0,1%	(115)	-9,9%
Imposte sul reddito esercizio	9	2,8%	(5)	-0,5%	(2)	-0,2%
Utile (perdita) d'esercizio	(64)	-20,7%	(5)	-0,4%	(117)	-10,1%
EBITDA IAS 17	(31)	-10,0%	(6)	-0,6%	(102)	-8,8%

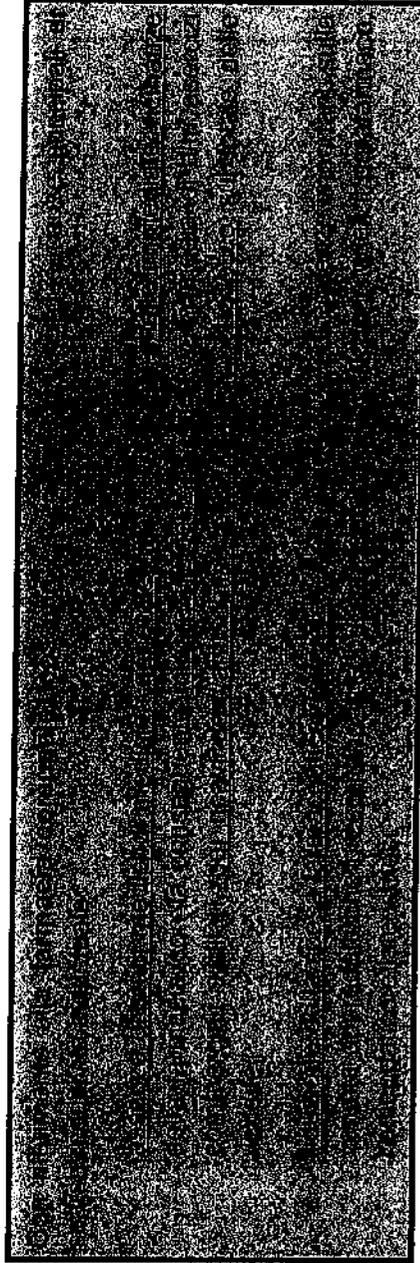
MBM SpA mostrava nel 2009 un valore della produzione pari a Eur 1.158 mila, mentre il margine operativo lordo era negativo per Eur 145 mila (-12,5%).

Fonte: bilancio di esercizio 2007, 2008 e 2009

2. Financial Highlight 2007-2009 - Conto Economico (2/2)

Dettagli sul
margine
operativo
lordo

- La società ha registrato nel corso dell'ultimo triennio un margine operativo lordo stabilmente negativo. Tra le principali cause della scarsa redditività di MBM SpA si annoverano:
 - ✓ per i servizi di gestione cimiteriale, l'incidenza del costo della cooperativa che svolge il servizio di manutenzione, tumulazione ed esumazione; non è possibile prevedere miglioramenti significativi della marginalità senza un preventivo accordo di riorganizzazione del servizio con il Comune;
 - ✓ per il servizio di affissioni e pubblicità, l'impossibilità di compiere interventi per ottenere maggiori incassi, stante il contesto operativo che ha raggiunto una fase di maturità;
 - ✓ per il servizio di parcheggio a pagamento, lo storno parziale dei ricavi in favore del Comune, a fronte di costi totalmente a carico della società.



La contrattazione di maggiori sconti sulle scorte di prodotti farmaceutici dai principali fornitori e l'incremento del fatturato verificatosi nei primi mesi del 2010 conducono a ritenere probabile una definitiva affermazione dell'attività sul territorio.

2. Financial Highlight 2007-2009 - Stato Patrimoniale

Stato
Patrimoniale
2007-09
Riclassifica
civiltistica

Stato patrimoniale	2007 FY		2008 FY		2009 FY	
	Euro '000	%	Euro '000	%	Euro '000	%
Rimanenze	79	12,2%	106	9,7%	115	6,2%
Crediti verso clienti	100	15,3%	191	17,5%	380	20,5%
Debiti verso fornitori	(438)	-67,1%	(277)	-25,4%	(308)	-16,6%
Capitale circolante netto	(159)	-24,4%	36	3,3%	216	11,7%
Altre attività	152	23,4%	87	8,0%	64	3,5%
Altre passività	(53)	-8,1%	(70)	-6,4%	(35)	-1,9%
Capitale investito lordo	5	0,7%	3	0,2%	2	0,1%
Immobilizzazioni immateriali	603	92,5%	823	75,4%	799	43,1%
Partecipazioni	288	44,2%	288	26,4%	905	48,8%
Capitale investito netto	737	113,0%	1.150	105,3%	1.923	103,7%
TFR	(3)	-0,4%	(12)	-1,1%	(23)	-1,2%
Altri fondi	(82)	-12,6%	(46)	-4,2%	(46)	-2,5%
Capitale investito netto	652	100,0%	1.092	100,0%	1.854	100,0%
Debiti finanziari verso controllanti/partecipate	389	59,6%	665	60,9%	795	42,9%
Debiti finanziari	(127)	-19,5%	(231)	-21,2%	(124)	-6,7%
Disponibilità liquide	261	40,0%	434	39,8%	671	36,2%
Posizione finanziaria netta	104	16,0%	104	9,5%	104	5,6%
Capitale sociale	351	53,8%	558	51,1%	1.196	64,5%
Riserve	(64)	-9,8%	(5)	-0,4%	(117)	-6,3%
Patrimonio netto	391	60,0%	658	60,2%	1.183	63,8%
Totale fonti	652	100,0%	1.092	100,0%	1.854	100,0%
PFN IAS 17	422	64,7%	565	51,8%	771	41,6%

A fine 2009, i debiti accesi verso il Comune di Bovisio Masciago erano pari a Eur 619 mila, verso Gelsia Energia Srl pari a Eur 176 mila. Debiti verso leasing pari a Eur 100 mila.

Fonte: bilancio di esercizio 2007, 2008 e 2009

2. Financial Highlight 2007-2009 - Rendiconto finanziario

Rendiconto Finanziario	2008 FY	2009 FY
	Euro '000	Euro '000
Reddito d'esercizio	(5)	(117)
Oneri/(Proventi) finanziari	(3)	(13)
Altri oneri/(proventi)	(92)	(62)
Ammortamenti immateriali	2	0
Ammortamenti materiali	47	46
Variazione fondo TFR	9	11
Variazione altri fondi	(36)	(0)
Flusso di cassa gestione caratteristica	(78)	(136)
Variazione crediti clienti	(91)	(189)
Variazione magazzino	(26)	(9)
Variazione debiti fornitori	(161)	31
Variazione altre attività correnti	66	23
Variazione altre passività correnti	17	(36)
Variazione CCN	(195)	(180)
Flusso di cassa attività operativa	(273)	(316)
(Investimenti)/Disinvest. imm. mat.	(266)	(23)
(Investimenti)/Disinvest. imm. fin.	0	(617)
Flusso di cassa attività di investimento	(266)	(639)
Surplus/(Fabbisogno) finanziario	(539)	(955)
Incremento/(Riduzione) debiti m/l termine	277	129
Oneri/(Proventi) finanziari	3	13
Altri oneri/(proventi)	92	62
Variazioni patrimonio netto	271	643
Flusso di cassa attività finanziaria	643	848
Flusso di cassa complessivo	104	(107)
PFN a breve iniziale	127	231
PFN a breve finale	231	124

Fonte: bilancio di esercizio 2007, 2008 e 2009

Indice

1. **Overview di MBM SpA**
2. **Financial Highlight 2007-2009**
3. **Ipotesi di operazione**
4. **Indicazione preliminare di valore**
5. **Allegati**

3. Ipotesi di operazione - Premessa

<p style="text-align: center;"><u>AZIONARIATO DELLE CONTROPARTI</u></p>	<p style="text-align: center;"><u>STRUTTURA DELL'OPERAZIONE</u></p>
<div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> <div style="text-align: center;"> <p>BIDDER</p> <div style="display: flex; justify-content: space-around; width: 100%;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: 30%;">COMUNE DI SEREGNO</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: 30%;">ALTRI COMUNI</div> </div> <p style="margin-left: 10px;">72,94%</p> <div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; width: 30%; margin-left: 10px;">AEB SPA</div> </div> <div style="text-align: center; margin-left: 20px;"> <p>TARGET</p> <div style="display: flex; justify-content: space-around; width: 100%;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: 30%;">COMUNE DI BOVISIO MASCIAGO</div> </div> <p style="margin-left: 10px;">100%</p> <div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; width: 30%; margin-left: 10px;">MBM SPA</div> </div> </div>	<p>➤ Il Comune di Bovisio Masciago cede la partecipazione detenuta in MBM SpA, pari al 100% del capitale azionario, alla società AEB SpA.</p> <p>➤ Il perimetro dell'operazione include:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ servizi: farmacia comunale (SBU 1); ✓ attività: tra le altre, immobili, rete di distribuzione gas, partecipazione detenuta in Gelsia Srl; ✓ passività: tra le altre, mutuo di € 3.671mila del Comune di Bovisio Masciago. <p>➤ Di conseguenza, la quota di AEB SpA in Gelsia Srl diventerà pari al 72,89% del capitale.</p>
<p style="text-align: center;"><u>MECCANISMO DI OFFERTA</u></p> <p>➤ Un'ipotesi preliminare di meccanismo di offerta correlato all'operazione potrebbe essere strutturata prevedendo:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ l'acquisto di n. 200.000 azioni di MBM SpA (100%) da parte di AEB SpA; ✓ il pagamento del corrispettivo mediante girata di azioni proprie al valore di concambio di € 187 per azione di AEB SpA. 	<p style="text-align: center;"><u>TEMPISTICA DESIDERATA</u></p> <p>➤ Un'ipotesi preliminare di tempistica prevede la chiusura dell'operazione entro il 31 maggio 2011, o al più tardi nel giugno 2011, secondo le esigenze dell'Amministrazione Comunale, fatto salvo il verificarsi di eventi ad oggi non prevedibili.</p>

Indice

1. **Overview di MBM SpA**
2. ***Financial Highlight 2007-2009***
3. **Ipotesi di operazione**
4. **Indicazione preliminare di valore**
5. **Allegati**

4. Indicazione preliminare di valore - Metodologie valutative

Metodologie adottate	
	<p>➤ I metodi comunemente adottati per la valutazione del capitale economico si distinguono nelle seguenti principali categorie:</p> <ul style="list-style-type: none">✓ Discounted Cash Flow o DCF: metodo che si basa sul ritorno finanziario atteso dell'investimento, cioè sui flussi di cassa che esso è in grado di generare nel futuro, dal momento attuale alla sua completa liquidazione;✓ metodo reddituale: valuta i redditi che l'investimento è atto a produrre nel futuro;✓ metodo patrimoniale: si basa sul "valore patrimoniale" odierno;✓ metodo misto patrimoniale-reddituale: unisce i principi essenziali dei procedimenti reddituali e patrimoniali;✓ metodo dei multipli di mercato: basato sull'analisi comparativa di aziende simili quotate e transazioni comparabili. <div data-bbox="861 302 1189 1579" style="background-color: #cccccc; padding: 5px; margin: 10px 0;"><p>Il presente documento è riservato ai clienti del Gruppo Profilo Merchant e non deve essere distribuito pubblicamente. Per informazioni, contattare il Servizio Clienti al numero 11211.</p></div> <p>➤ L'attribuzione del peso relativo tra i differenti metodi è stata guidata dall'ipotesi di <u>equivalenza di affidabilità dei metodi principali</u>, da contrapporre alle <u>difficoltà legate nell'utilizzo del metodo dei multipli di mercato</u>.</p>

4. Indicazione preliminare di valore - Metodo patrimoniale

Metodo patrimoniale

- Il metodo patrimoniale è applicabile qualora i beni che compongono il patrimonio aziendale sono caratterizzati da un proprio valore, rilevante ed autonomo. È inoltre da osservare che il patrimonio è comunque un indice significativo del valore aziendale in quanto il suo ammontare è interpretabile come uno dei risultati della gestione passata, ed il punto di partenza per la gestione futura.
- La logica di questo metodo è infatti basata sulla determinazione del **patrimonio netto rettificato**, ovvero il patrimonio netto riespresso a valori correnti, determinato sommando al valore del patrimonio netto contabile le rettifiche per le valutazioni a valori di mercato in sostituzione di quelle al costo.

$$Eq. V. = PN + rettifiche$$

- A tal fine è necessario redigere una situazione patrimoniale al momento della valutazione. Tale situazione ha le seguenti caratteristiche:
 - ✓ è di natura extracontabile, anche se il punto di partenza sono i saldi contabili al momento della valutazione;
 - ✓ presuppone una conoscenza approfondita dell'azienda che si sta valutando;
 - ✓ deve indicare anche le passività potenziali non inserite in bilancio;
 - ✓ non deve indicare i beni non necessari all'attività di impresa, il cosiddetto patrimonio accessorio (ad esempio i fabbricati acquistati come investimenti immobiliari in momenti di forte liquidità);
 - ✓ prevede la compilazione di "scritture di assestamento" al momento della data della valutazione;
 - ✓ i criteri di valutazione applicati non sono quelli di funzionamento.

4. Indicazione preliminare di valore - *Discounted cash flow*

Discounted cash flow

- > Il metodo del *discounted cash flow* è il metodo comunemente ritenuto il più razionale e metodologicamente sviluppato, in quanto pone enfasi sulla capacità di generazione di valore per gli azionisti.
- > Tale metodo determina l'Enterprise Value di una società, sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa da essa generati, secondo la seguente formula:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{UCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

dove:

- EV = Enterprise Value;
 - n = numero di anni di previsione esplicita del piano;
 - UCF = flussi di cassa *unlevered* (flussi di cassa che non considerano le remunerazioni finanziarie quali dividendi, interessi e le variazioni della posizione finanziaria netta);
 - WACC = costo medio ponderato del capitale;
 - TV = valore terminale oltre il periodo di previsione esplicita del piano.
- > UCF è determinato sulla base della seguente proxy:
 - EBITDA dell'esercizio
 - /+ variazione CCN (stimata pari al 10% dell'Ebitda)
 - investimenti di mantenimento
 - = UNLEVERED CASH FLOW
 - > WACC: stimato pari al 7%, coerentemente con quanto riportato nelle *equity research* prodotte da primarie banche d'affari su titoli di società *utilities* quotate italiane;
 - > g: tasso di crescita stimato pari all'1%.

4. Indicazione preliminare di valore - Metodo dei multipli (1/2)

Multipli di mercato	<p>➤ L'applicazione del metodo dei multipli di mercato si sostanzia nei seguenti momenti:</p> <ul style="list-style-type: none">✓ determinazione di un <u>campione di società</u> quotate in Borsa <u>ritenute comparabili</u> (di seguito "Peer Group") per attività, marginalità, prospettive di crescita, etc.;✓ <u>individuazione dei moltiplicatori</u> che meglio si prestano ad essere utilizzati, anche in funzione delle osservazioni disponibili;✓ <u>applicazione di tali multipli ai parametri economici dell'azienda oggetto di valutazione.</u> <p>➤ In particolare, per quanto riguarda la scelta dei moltiplicatori, la prassi finanziaria li distingue in <u>due categorie</u>:</p> <ul style="list-style-type: none">✓ <u>multipli dell'attivo (asset side)</u>, si riferiscono al valore totale dell'impresa (cosiddetto "Enterprise Value" o "EV"). In questo caso il numeratore è il valore dell'impresa, pari alla somma tra capitalizzazione di borsa e il debito finanziario netto. Si segnalano i moltiplicatori solitamente utilizzati:<ul style="list-style-type: none">❖ EV/fatturato;❖ EV/margine operativo lordo;❖ EV/reddito operativo✓ <u>multipli di capitale (equity side)</u>, esprimono rapporti calcolati con riguardo al valore di mercato del solo capitale ("Equity Value" o "Eq.V"). In questo caso il numeratore è il prezzo di borsa delle azioni o la capitalizzazione di borsa. Si segnalano i moltiplicatori solitamente utilizzati:<ul style="list-style-type: none">❖ P/utile netto;❖ P/patrimonio netto;❖ P/dividendi
----------------------------	---

4. Indicazione preliminare di valore - Metodo dei multipli (2/2)

Avvertenze
sui multipli di
mercato

➤ Si segnala che Profilo Merchant Co Srl nel caso specifico non ha ritenuto opportuno utilizzare i moltiplicatori dell'*equity side*, in quanto spesso influenzati da politiche di bilancio.

➤ In applicazione del metodo dei multipli di mercato, l'Equity Value di un'azienda, a seconda della categoria scelta (*asset side* o *equity side*), è pari rispettivamente a:

Formule

$$\text{Eq.V} = (M \times \text{FS}_{\text{As}}) - \text{PFN} \quad \text{oppure} \quad \text{Eq.V} = (M \times \text{FS}_{\text{Es}})$$

dove:

M = multiplo;

FS_{As} = fattore scala *asset side* (o dato di *performance* annuale della società);

FS_{Es} = fattore scala *equity side* (o dato di *performance* annuale della società);

PFN = posizione finanziaria netta dell'azienda oggetto di valutazione.

4. Indicazione preliminare di valore - Difficoltà applicative

Criticità emerse nel processo di valutazione

- Di seguito, si riportano le **principali difficoltà di valutazione** incontrate nello svolgimento del nostro incarico al fine della redazione del presente documento (di seguito anche il "Documento"):
- ✓ stima dell'Ebitda a regime della nuova società: difficoltà a valutare l'effetto combinato della crescita dei ricavi dell'attività di farmacia e dell'efficientamento legato all'ottenimento di maggiori sconti di acquisto dei medicinali da parte dei fornitori;
 - ✓ multipli di mercato: problematiche legate alla individuazione e alla quantificazione dei parametri più idonei per la valutazione della società oggetto di analisi, stante la peculiarità del *business* che sarà esercitato da MBM SpA.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, le indicazioni contenute nel presente Documento sono da intendersi come assolutamente preliminari e puramente indicative.

4. Indicazione preliminare di valore - MBM SpA patrimoniale

Valore del patrimonio netto rettificato	
	<p>➤ Nelle pagine seguenti si riportano i risultati della preliminare ipotesi di indicazione di valore del capitale economico di MBM SpA condotta sulla base del metodo patrimoniale.</p> <p>➤ Il patrimonio netto rettificato è stato determinato prendendo a riferimento la valutazione civilistica delle attività e delle passività di MBM SpA, rettificando - sulla base delle informazioni disponibili - la <u>valutazione di tre poste</u> di seguito elencate:</p> <ul style="list-style-type: none">✓ <u>terreni e fabbricati</u>: valore determinato sulla base di una perizia di stima redatta dall'Arch. Domingo Buraggi nell'aprile 2009; trattasi di <u>due immobili</u> detenuti dalla società a Bovisio Masciago e precisamente:<ul style="list-style-type: none">❖ <u>immobile sito in Via Volta, 3</u> costituito da un fabbricato edificato nel <u>1960</u> e adibito quale <u>sede degli uffici amministrativi</u> di MBM SpA e Gelsia Energia Srl (163 mq) e dal relativo <u>terreno</u> (280 mq);❖ <u>immobile sito in Via Europa</u>, costituito da un fabbricato edificato prima del <u>1970</u> destinato a <u>cabina di decompressione</u> collocato in adiacenza al centro sportivo (161 mq) e dal relativo <u>terreno</u> (833 mq).✓ <u>rete e impianti di distribuzione gas</u>: valore determinato sulla base di una perizia di stima redatta dalla società Praxi SpA;✓ <u>partecipazione in Gelsia Srl</u>: valutazione della partecipazione sulla base dell'Equity Value della partecipata, determinato in base all'applicazione dei metodi <i>discounted cash flows</i>, multipli di mercato e transazioni comparabili (vedi sez. 5 del Documento). <p>➤ <u>L'analisi condotta prescinde dalla valutazione degli effetti fiscali latenti generati sui plusvalori.</u></p>

4. Indicazione preliminare di valore - MBM SpA patrimoniale

Situazione patrimoniale al 31/12/2010
Riclassifica civilistica

Stato patrimoniale	2009 FY		2010 FY	
	Euro '000	%	Euro '000	%
Rimanenze	115	6,2%	149	7,1%
Crediti verso clienti	380	20,5%	546	26,8%
Debiti verso fornitori	(308)	-16,6%	(229)	-10,8%
Capitale circolante netto	216	11,7%	473	22,4%
Immobilizzazioni immateriali	2	0,1%	2	0,1%
Immobilizzazioni materiali	799	43,1%	769	36,4%
Partecipazioni	905	48,8%	905	42,8%
Capitale investito lordo	1.923	103,7%	2.149	101,6%
TFR	(23)	-1,2%	(35)	-1,6%
Altri fondi	(46)	-2,5%	0	0,0%
Capitale investito netto	1.854	100,0%	2.115	100,0%
Debiti vs banche a breve	0	0,0%	49	2,3%
Debiti finanziari verso controllanti/partecipate	795	42,9%	900	42,6%
Disponibilità liquide	(124)	-6,7%	(3)	-0,1%
Posizione finanziaria netta	671	36,2%	946	44,8%
Capitale sociale	104	5,6%	104	4,9%
Riserve	1.196	64,5%	1.080	51,1%
Risultato d'esercizio	(117)	-6,3%	(15)	-0,7%
Patrimonio netto	1.183	63,8%	1.168	55,2%
Totale fonti	1.854	100,0%	2.115	100,0%
PFN IAS 17	771	41,6%	1.019	48,2%

I debiti finanziari secondo il bilancio civilistico ammontano a Eur 949 mila vs. 795 mila del 2009. I debiti verso leasing stimati al 31/12/2010 sono pari a Eur 72 mila.

Fonte: situazione contabile al 31/12/2010; PFN IAS 17 rielaborazioni Profilo Merchant sulla base dei dati disponibili.

4. Indicazione preliminare di valore - MBM SpA patrimoniale

Situazione patrimoniale al 31/12/2010 proforma IAS 17

Stato patrimoniale	2010 FY		SCORPORO		SIT. PATR. INIZIALE	
	Euro '000	%	Euro '000	%	Euro '000	%
Rimanenze	149	6,9%		0,0%	149	7,4%
Crediti verso clienti	546	25,2%	(269)	172,3%	277	13,8%
Debiti verso fornitori	(229)	-10,5%	145	-92,7%	(84)	-4,2%
Capitale circolante netto	473	21,8%	(124)	79,6%	349	17,3%
Altre attività	50	2,3%		0,0%	50	2,5%
Altre passività	(43)	-2,0%		0,0%	(43)	-2,2%
Capitale circolante netto	473	21,8%	(124)	79,6%	349	17,3%
Immobilitazioni immateriali	2	0,1%		0,0%	2	0,1%
Immobilitazioni materiali	769	35,4%	(45)	29,1%	724	35,9%
Partecipazioni	905	41,7%		0,0%	905	44,9%
Beni in leasing	56	2,6%		0,0%	56	2,8%
Capitale investito lordo	2.205	101,6%	(170)	108,6%	2.036	101,1%
TFR	(35)	-1,6%	13	-8,6%	(21)	-1,1%
Altri fondi	0	0,0%		0,0%	0	0,0%
Capitale investito netto	2.171	100,0%	(156)	100,0%	2.014	100,0%
Debiti vs banche a breve	49	2,3%		0,0%	49	2,5%
Debiti finanziari verso controllante/partecipata	900	41,5%	(28)	18,2%	872	43,3%
Debiti verso società di leasing	72	3,3%		0,0%	72	3,6%
Debiti per mutuo Comune di Bovisio Masciago					0	0,0%
Disponibilità liquide	(3)	-0,1%		0,0%	(3)	-0,1%
Posizione finanziaria netta	1.019	46,9%	(28)	18,2%	990	49,2%
Capitale sociale	104	4,8%		0,0%	104	5,2%
Delta valore equity	0,0%	0,0%	(128)	81,8%	(128)	-6,3%
Riserve	1.080	49,7%		0,0%	1.080	53,6%
Riserve IAS	(16)	-0,8%		0,0%	(16)	-0,8%
Risultato d'esercizio	(15)	-0,7%		0,0%	(15)	-0,8%
Patrimonio netto	1.152	53,1%	(128)	81,8%	1.024	50,8%
Totale fonti	2.171	100,0%	(156)	100,0%	2.014	100,0%

Fonte: situazione contabile al 31/12/2010; PFN IAS 17 rielaborazioni Profilo Merchant sulla base dei dati disponibili.

4. Indicazione preliminare di valore - MBM SpA patrimoniale

Valore del patrimonio netto rettificato - Dettagli

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

Stato patrimoniale	SIT. PATR. INIZIALE		VALORI CORRENTI	
	Euro '000	%	Euro '000	%
Terreno in Via Volta, 3	120	15,4%	120	2,1%
Terreno in Via Europa	25	3,2%	25	0,4%
Fabbricato in Via Volta, 3	127	16,3%	240	4,2%
Fabbricato in Via Europa	12	1,5%	62	1,1%
Totale	284	36,4%	447	7,8%
Rete di distribuzione	144	18,5%	4.057	70,4%
Allacciamenti e prese	255	32,6%	1.021	17,7%
Impianti di decompressione e misura	15	1,9%	154	2,7%
Impianto di protezione catodica	2	0,3%	0	0,0%
Impianto di allarme farmacia	2	0,3%	2	0,0%
Totale	418	53,6%	5.234	92,1%
Mobili e arredi	2	0,3%	2	0,0%
Macchine elettriche varie	(0)	0,0%	(0)	0,0%
Macchine elettriche farmacia	1	0,2%	1	0,0%
Automezzi	0	0,0%	0	0,0%
Strumenti e attrezzature farmacia	19	2,4%	19	0,3%
Totale	21	2,7%	21	0,4%
Asset materiali	724	92,8%	5.703	99,0%
Totale	780	100,0%	5.759	100,0%

NB: valore dei beni in leasing stimato sulla base dei dati disponibili

Perizia di stima dell'Arch. Domingo Buraggi dell'aprile 2009

Perizia di stima della società Praxi SpA del mese di aprile 2011

4. Indicazione preliminare di valore - MBM SpA patrimoniale

Valore del patrimonio netto rettificato - Dettagli

PARTECIPAZIONE IN GELSIA SRL

- MBM SpA detiene una partecipazione nel capitale azionario di Gelsia Srl pari all'1,24%.
- Il valore del 100% del capitale economico di Gelsia Srl è stato determinato integrando i risultati ottenuti applicando differenti metodi di valutazione (DCF, multipli di mercato, transazioni comparabili).
- Una preliminare ipotesi di valorizzazione del capitale economico di Gelsia Srl ottenuta sulla base dell'analisi presentata alla sezione 5 del presente Documento è pari a Eur 104.131 mila.
- Il **valore della partecipazione detenuta da MBM SpA in Gelsia Srl espressa a valori correnti è stimato pari a Eur 1.291 mila**.

4. Indicazione preliminare di valore - MBM SpA DCF

Discounted cash flow

- Nelle pagine seguenti si riportano i risultati della preliminare ipotesi di indicazione di valore del capitale economico di MBM SpA condotta sulla base del metodo del DCF.

- In prima istanza, sono stati determinati i **flussi di cassa unlevered** per il periodo 2011-13, a partire dall'EBITDA di MBM SpA calcolato considerando delle seguenti ipotesi:
 - ✓ **ricavi di vendita**: sviluppo del fatturato dell'attività di farmacia pari al 3,5% nel 2011, al 2,5% per il biennio 2012-13; registrazione di ricavi per corrispettivo per utilizzo degli impianti riconosciuto dal distributore;
 - ✓ **costi di acquisto delle merci**: efficienze sui costi di acquisto dei medicinali pari al 5% nel 2011, guidati dall'ottenimento di scontistiche da fornitori; crescita del 2% per il periodo 2012-13;
 - ✓ **altri costi operativi**: crescita del 2% annuo per il periodo 2012-13;
 - ✓ **ammortamenti**: costanti rispetto al 2010;
 - ✓ **oneri finanziari**: oneri legati al mutuo di Dexia Crediop sottoscritto dal Comune di Bovisio Masciago e che sarà conferito in MBM SpA;
 - ✓ **imposte**: applicazione di aliquota figurativa pari al 31,4%;
 - ✓ **flusso di cassa legato al CCN**: stimati pari al 10% dell'Ebitda a regime;
 - ✓ **investimenti**: pari solo agli importi per il mantenimento.

- ✓ Successivamente, sono stati applicati i seguenti **parametri di valutazione**:
 - ✓ **WACC**: stimato pari al 7%, coerentemente con quanto riportato nelle *equity research* prodotte da primarie banche d'affari su titoli di società *utilities* quotate italiane;
 - ✓ **g**: tasso di crescita stimato pari all'1%.

4. Indicazione preliminare di valore - MBM SpA DCF

Discounted
cash flow

- Di seguito si riporta l'evoluzione del conto economico di MBM SpA per il periodo 2009-13.
- Durante il triennio 2011-13, è stata prevista la corresponsione da parte di Gelsia Reti Srl:
 - ✓ al Comune di Bovisio Masciago di un canone a titolo di affidamento per l'utilizzo della rete gas pari a Eur 200 mila nel 2011, Eur 150 mila nel 2012, Eur 150 mila nel 2013;
 - ✓ ad MBM SpA, di un canone a titolo di utilizzo impianti pari a Eur 100 mila nel 2011, Eur 150 mila nel 2012, Eur 150 mila nel 2013.

	2009 FY		2010 E		2011 E		2012 E		2013 E	
	Euro '000	%	Euro '000	%	Euro '000	%	Euro '000	%	Euro '000	%
Conto economico										
Ricavi per servizi di farmacia	649	100,0%	833	98,7%	862	89,8%	883	85,5%	905	85,8%
Corrispettivi per utilizzo impianti	0	0,0%	11	1,3%	100	10,4%	150	14,5%	150	14,2%
Valore della produzione	649	100,0%	844	100,0%	862	100,0%	1.033	100,0%	1.055	100,0%
y to y										
Consumi di materie prime, sussidiarie	(490)	-75,6%	(548)	-65,0%	(553)	-57,5%	(584)	-54,6%	(575)	-54,5%
Costi per servizi	(46)	-7,1%	(46)	-5,4%	(47)	-4,9%	(48)	-4,6%	(49)	-4,6%
Costi per godimento beni di terzi	(21)	-3,2%	(20)	-2,4%	(20)	-2,1%	(21)	-2,0%	(21)	-2,0%
Costi del personale	(156)	-24,0%	(161)	-19,1%	(164)	-17,1%	(168)	-16,2%	(171)	-16,2%
Oneri diversi di gestione	(0)	0,0%	(1)	-0,1%	(1)	-0,1%	(1)	-0,1%	(1)	-0,1%
Margine operativo lordo	(65)	-10,0%	58	8,0%	176	16,3%	232	22,5%	238	22,6%
Ammortamenti immateriali	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Ammortamenti materiali	(46)	-7,1%	(9)	-1,0%	(9)	-0,9%	(9)	-0,8%	(9)	-0,8%
Reddito operativo	(111)	-17,0%	59	7,0%	168	17,4%	223	21,6%	230	21,7%
Proventi finanziari/(oneri finanziari)	0	0,0%	(2)	-0,3%	(52)	-5,4%	(52)	-5,0%	(52)	-4,9%
Risultato ante imposte	(111)	-17,0%	65	7,8%	115	12,0%	171	16,6%	177	16,8%
Imposte sul reddito esercizio	0	0,0%	0	0,0%	(45)	-4,6%	(62)	-6,0%	(64)	-6,1%
Utile (perdita) d'esercizio	(111)	-17,0%	65	7,8%	71	7,4%	109	10,5%	113	10,7%

CONTO ECONOMICO PRO-
FORMA DEL SERVIZIO DI
FARMACIA COMUNALE

NUOVA SOCIETA': GESTIONE DELLA
FARMACIA COMUNALE E
CORRISPETTIVO PER IMPIANTI

La voce Proventi finanziari/(oneri finanziari) include gli oneri finanziari sul mutuo girato dal Comune di Bovisio Masciago a MBM SpA stipulato con Dexia Creditop SpA

4. Indicazione preliminare di valore - MBM SpA multipli

Metodo dei multipli di mercato

- L'eterogeneità delle fonti di ricavo della nuova MBM SpA rende complesso compiere la valutazione del capitale economico sulla base del multiplo legato alla marginalità operativa lorda aziendale, come da prassi.
- Per tale motivo, nel caso in esame è stato applicato per la valutazione un multiplo EV/SALES specifico per ciascuna linea di ricavo, basandosi sul concetto in base al quale il fatturato è particolarmente indicato per stimare il valore di mercato di licenze, concessioni o autorizzazioni.
- La prassi valutativa (studi di settore, analisi delle operazioni di trasferimento di attività) tende ad applicare per la valutazione delle attività di gestione delle farmacie comunali un multiplo EV/SALES compreso tra 1,2x e 2,4x.

La difficoltà legata all'esatta individuazione del multiplo più coerente per la valutazione ha condotto all'adozione del metodo dei multipli di mercato quale metodo di controllo.

4. Indicazione preliminare di valore - MBM SpA multipli

Metodo dei multipli di mercato

- Per la determinazione del multiplo EV/SALES dell'attività "farmacia" si deve considerare che:
- ✓ le farmacie sono esercizi a numero chiuso, rigidamente organizzate sulla base del numero di abitanti della zona, la cui nuova apertura è soggetta a specifiche autorizzazioni;
 - ✓ la farmacia di MBM SpA opera nel territorio comunale di Bovisio Masciago (16.700 abitanti) insieme a due concorrenti privati che si trovano ad una distanza compresa tra 1 km e 1,4 km.
 - ✓ la farmacia si trova in una zona nella quale sono assenti medici di base in zona.
- Sulla base di quanto precedentemente descritto, è stata ritenuta congrua l'adozione di un moltiplicatore EV/SALES pari a **2,0x**.

Farmacia	Eur/000
Fatturato a regime	905
EV/SALES	2,00 x
EV Farmacia	1.811

Valore	Eur/000
Enterprise Value	1.811
PFN accollata	(990)
Equity Value	820
Surplus asset (rete gas)	5.265
Surplus debito (mutuo Comune)	(3.671)
Equity Value adj	2.414

Sulla base delle informazioni disponibili, è possibile affermare che l'Equity Value calcolato sulla base del metodo dei multipli di mercato è compreso tra Eur 2.173 mila ed Eur 2.656 mila.

4. Indicazione preliminare di valore - MBM SpA scenario base

Riepilogo della valutazione Scenario base

> Di seguito si riporta il riepilogo dei risultati della valutazione di MBM SpA condotta nello scenario base sulla base dei metodi precedentemente sviluppati:

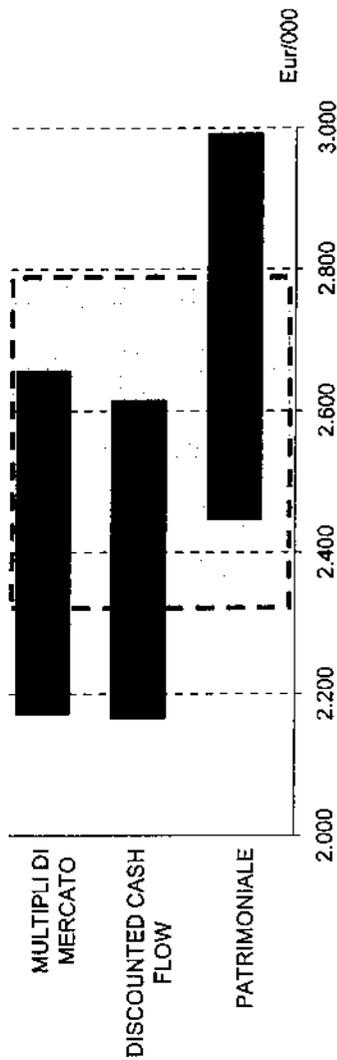
- ✓ metodo patrimoniale: peso del **45%** sul totale;
- ✓ metodo della rendita perpetua: peso del **45%** sul totale;
- ✓ metodo dei multipli di mercato: **10%** del totale.

METODO	MIN	MED	MAX
PATRIMONIALE	2.447	2.719	2.991
DISCOUNTED CASH FLOW	2.167	2.370	2.614
MULTIPLI DI MERCATO	2.173	2.414	2.656
MEDIA	2.294	2.532	2.788

Dati in Eur/000

Equity Value - MBM SpA

MBM
Multi-Brand Merchants SpA



Sulla base delle informazioni disponibili, è possibile affermare che l'Equity Value oggetto di operazione è compreso tra Eur 2.294 mila ed Eur 2.788 mila.

4. Indicazione preliminare di valore - MBM SpA scenario II

Riepilogo della valutazione Scenario II (ulteriori assunzioni di personale)

➤ Di seguito si riporta il riepilogo dei risultati della valutazione di MBM SpA condotta nello scenario II che prevede l'inserimento in organico, oltre che delle tre farmacisti, anche di altri due dipendenti.

➤ In via preliminare, si è proceduto a stimare la rettifica all'*equity value* della Società sulla base dei flussi di cassa scontati legati al costo del personale incrementale annuo da sostenere.

Rettifiche (Eur/000)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Delta costo personale	(47)	(48)	(49)	(50)	(51)	(52)	(53)	(54)	(55)	(56)
Fattore di sconto	0,93	0,87	0,82	0,76	0,71	0,67	0,62	0,58	0,54	0,51
Cash flow	(44)	(42)	(40)	(38)	(36)	(35)	(33)	(31)	(30)	(29)

Tasso di crescita annua 2%, WACC 7%, orizzonte temporale pari a 10 anni

➤ Successivamente, è stato calcolato l'*equity value* di MBM SpA relativo allo scenario II (ulteriori assunzioni di personale).

Scenario II	Eur/000
Equity Value base	2.532
Rettifica Equity Value	(357)
Equity Value scenario II	2.174

Sulla base delle informazioni disponibili, è possibile affermare che l'Equity Value nello scenario II è compreso tra Eur 1.957 mila ed Eur 2.392 mila.

Indice

1. **Overview di MBM SpA**
2. ***Financial Highlight 2007-2009***
3. **Ipotesi di operazione**
4. **Indicazione preliminare di valore**
5. **Allegati**

5. Allegati - Fonti informative

- Le informazioni utilizzate ai fini del presente Documento sono, oltre a colloqui con il *management*, le seguenti:
- ✓ bilanci civilistici annuali di MBM SpA al 31 dicembre 2007, 2008 e 2009 approvati dagli organi competenti, corredati dalle relazioni sulla gestione, dalle note integrative e dalle relazioni del Collegio Sindacale;
 - ✓ situazione economica e patrimoniale di MBM SpA redatta al 31/12/2010;
 - ✓ situazione economica e patrimoniale annuale del ramo di attività "Farmacia" per gli esercizi 2007, 2008, 2009 e 2010;
 - ✓ dati fisici di *business* del ramo "Farmacia";
 - ✓ perizia di stima dei fabbricati e dei terreni di proprietà di MBM SpA redatta dall'Arch. Domingo Buraggi nell'aprile 2009;
 - ✓ perizia di stima delle reti e impianti di distribuzione di gas metano redatta dalla società Praxi SpA;
 - ✓ dati contabili relativi al bilancio consolidato 2009 del Gruppo Gelsia;
 - ✓ informazioni pubbliche disponibili sul mercato (*equity research*, multipli di mercato) relative alle società quotate e alle transazioni comparabili prese come campione di riferimento ai fini valutativi di Gelsia Srl.

5. Allegati - Valutazione della partecipazione in Gelsia Srl

- Di seguito si riporta una preliminare indicazione di valore del capitale economico del Gruppo Gelsia detenuto da MBM SpA, determinato sulla base delle seguenti metodologie:
 - ✓ **discounted cash flow o DCF:** metodo che si basa sul ritorno finanziario atteso dell'investimento, cioè sui flussi di cassa che esso è in grado di generare nel futuro, dal momento attuale alla sua completa liquidazione;
 - ✓ **metodo dei multipli di mercato:** basato sull'analisi comparativa di aziende simili quotate;
 - ✓ **metodo delle transazioni comparabili:** basato sull'analisi comparativa di transazioni di M&A avvenute nel settore italiano delle *utilities* negli ultimi 36 mesi.

- Con riferimento al metodo del *discounted cash flow*, sono stati utilizzati i seguenti dati di *input*:
 - ✓ **Rf:** tasso *risk free* (3,89%), pari al rendimento di BTP decennale emesso nell'ottobre 2010;
 - ✓ **Rm-Rf:** premio per il rischio di mercato, pari al 6,5%;
 - ✓ **Bu:** beta *unlevered* medio di settore pari a 0,61x, determinato sulla base di un campione di società quotate comparabili con il Gruppo Gelsia (A2A; Acea; Acegas; ACSM-AGAM; Ascopiave; Iren; Hera);
 - ✓ **Kd:** costo medio dell'indebitamento aziendale, pari al 5%;
 - ✓ **Tc:** *tax rate*, pari alla somma delle aliquote figurative IRES (27,5%) e IRAP (3,9%), ossia 31,4%;
 - ✓ **WACC:** ne consegue un costo medio ponderato del capitale aziendale per l'esercizio 2010 pari al 7,67%, contro un WACC medio delle società quotate compreso tra 5,56% (Fonte: Bloomberg) e 6,14% (Fonte: Borsa Italiana);
 - ✓ **flussi di cassa unlevered:** come da rendiconto finanziario di cui a pag. 35;
 - ✓ **flusso di terminal value:** stimato pari al flusso di cassa unlevered 2012 FY depurato degli effetti portati da variazioni nelle poste di circolante;
 - ✓ **struttura finanziaria:** variabile per il periodo di previsione esplicito;
 - ✓ **g:** tasso di crescita perpetuo, pari all'1%.

5. Allegati - Valutazione della partecipazione in Gelsia Srl

- Di seguito si riporta un'ipotesi di piano industriale di Gruppo Gelsia per il periodo 2010-12, redatta sulla base dei dati contabili dell'esercizio 2009, rettificati per l'importo della penale di Eur 1,4 milioni e dell'accantonamento a fondo rischi per Eur 1,2 milioni.

Conto economico	2009 ADJ		FY 2010		FY 2011		FY 2012	
	Euro '000	%						
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	192.232	93,6%	197.999	93,6%	203.939	93,6%	210.057	93,6%
Variazione dei lavori in corso su ordinazione	(82)	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Incrementi di imm. per lavori interni	5.777	2,8%	5.951	2,8%	6.129	2,8%	6.313	2,8%
Altri ricavi e proventi	7.434	3,6%	7.657	3,6%	7.887	3,6%	8.124	3,6%
Valore della produzione	205.362	100,0%	211.607	100,0%	217.955	100,0%	224.494	100,0%
	<i>y to y</i>							
Consumi di materie prime, sussidiarie	(124.247)	-60,5%	(127.975)	-60,5%	(131.814)	-60,5%	(135.768)	-60,5%
Costi per servizi	(28.313)	-13,8%	(29.163)	-13,8%	(30.038)	-13,8%	(30.939)	-13,8%
Costi per godimento beni di terzi	(11.335)	-5,5%	(11.675)	-5,5%	(12.025)	-5,5%	(12.386)	-5,5%
Costi del personale	(20.439)	-10,0%	(21.053)	-9,9%	(21.684)	-9,9%	(22.335)	-9,9%
Oneri diversi di gestione	(833)	-0,4%	(858)	-0,4%	(884)	-0,4%	(910)	-0,4%
Margine operativo lordo	20.194	9,8%	20.884	9,9%	21.511	9,9%	22.156	9,9%
Ammortamenti immateriali	(5.050)	-2,5%	(5.050)	-2,4%	(5.050)	-2,3%	(5.050)	-2,2%
Ammortamenti materiali	(3.459)	-1,7%	(3.459)	-1,6%	(3.459)	-1,6%	(3.459)	-1,5%
Svalutazioni immobilizzazioni	(1.782)	-0,9%	(1.782)	-0,8%	(1.782)	-0,8%	(1.782)	-0,8%
Altri accantonamenti	(80)	0,0%	(80)	0,0%	(80)	0,0%	(80)	0,0%
Reddito operativo	9.823	4,8%	10.513	5,0%	11.139	5,1%	11.785	5,2%
Proventi finanziari/(oneri finanziari)	(394)	-0,2%	(1.107)	-0,5%	(830)	-0,4%	(572)	-0,3%
Risultato ante imposte	9.428	4,6%	9.406	4,4%	10.309	4,7%	11.213	5,0%
Imposte sul reddito esercizio	(3.609)	-1,8%	(2.953)	-1,4%	(3.237)	-1,5%	(3.521)	-1,6%
Utile (perdita) d'esercizio	5.820	2,8%	6.452	3,0%	7.072	3,2%	7.692	3,4%
Utile (perdita) d'esercizio di terzi	797	13,7%	1.601	24,8%	1.755	24,8%	1.909	24,8%
Utile (perdita) d'esercizio di Gruppo	5.022	2,4%	4.851	2,3%	5.317	2,4%	5.783	2,6%

CAGR del valore della produzione 2009-12 pari al 3%.
EBITDA margin sostanzialmente stabile nel triennio.

5. Allegati - Valutazione della partecipazione in Gelsia Srl

Stato patrimoniale	2009 ADJ		FY 2010		FY 2011		FY 2012	
	Euro '000	%	Euro '000	%	Euro '000	%	Euro '000	%
Rimanenze	1.632	1,6%	1.465	1,5%	1.294	1,4%	1.118	1,2%
Crediti verso clienti	85.875	85,3%	84.624	86,2%	83.810	87,8%	82.872	89,5%
Crediti commerciali verso gruppo	4.763	4,7%	4.908	5,0%	5.055	5,3%	5.207	5,6%
Debiti verso fornitori	(56.074)	-55,7%	(57.221)	-58,3%	(58.937)	-61,8%	(60.705)	-65,6%
Debiti commerciali verso gruppo	(3.505)	-3,5%	(3.612)	-3,7%	(3.720)	-3,9%	(3.832)	-4,1%
Capitale investito	104.878	106,7%	104.878	106,9%	102.197	107,1%	99.335	107,3%
Altre attività	11.239	11,2%	11.581	11,8%	11.928	12,5%	12.286	13,3%
Altre passività	(11.827)	-11,7%	(12.187)	-12,4%	(12.553)	-13,2%	(12.929)	-14,0%
Capitale circolante netto	32.102	31,9%	29.558	30,1%	26.877	28,2%	24.016	25,9%
Immobilizzazioni immateriali	18.834	18,7%	18.834	19,2%	18.834	19,7%	18.834	20,3%
Immobilizzazioni materiali	51.343	51,0%	51.343	52,3%	51.343	53,8%	51.343	55,5%
Partecipazioni	5.000	5,0%	5.000	5,1%	5.000	5,2%	5.000	5,4%
Altre attività fisse finanziarie	142	0,1%	142	0,1%	142	0,1%	142	0,2%
Capitale investito lordo	107.421	106,7%	104.878	106,9%	102.197	107,1%	99.335	107,3%
TFR	(5.663)	-5,6%	(5.663)	-5,8%	(5.663)	-5,9%	(5.663)	-6,1%
Altri fondi	(1.089)	-1,1%	(1.089)	-1,1%	(1.089)	-1,1%	(1.089)	-1,2%
Capitale investito netto	100.670	100,0%	98.126	100,0%	95.445	100,0%	92.583	100,0%
Debiti vs banche a breve	5.611	5,6%	18.978	19,3%	14.222	14,9%	8.665	9,4%
Debiti vs banche a ml termine	22.348	22,2%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti vs banche	27.959	27,9%	18.978	19,3%	14.222	14,9%	8.665	9,4%
Disponibilità liquide	(4.059)	-4,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Posizione finanziaria netta	23.900	23,7%	18.978	19,3%	14.222	14,9%	8.665	9,4%
Capitale sociale	20.345	20,2%	20.345	20,7%	20.345	21,3%	20.345	22,0%
Riserve	45.057	44,8%	46.564	47,5%	48.019	50,3%	49.615	53,6%
Risultato d'esercizio	5.022	5,0%	4.851	4,9%	5.317	5,6%	5.783	6,2%
Patrimonio netto	70.425	70,0%	71.761	73,1%	73.682	77,2%	75.743	81,8%
Capitale e riserve di terzi	5.547	5,5%	5.786	5,9%	5.786	6,1%	6.267	6,8%
Utile/(perdita) d'esercizio di terzi	797	0,8%	1.601	1,6%	1.755	1,8%	1.909	2,1%
Totale mezzi propri	76.769	76,3%	79.148	80,7%	81.223	85,1%	83.918	90,6%
Totale fonti	100.670	100,0%	98.126	100,0%	95.445	100,0%	92.583	100,0%

Diminuzione del capitale investito netto.
Ulteriore riduzione dei livelli di indebitamento.

5. Allegati - Valutazione della partecipazione in Gelsia Srl

Rendiconto Finanziario	2009 ADJ Euro '000	FY 2010 Euro '000	FY 2011 Euro '000	FY 2012 Euro '000
Reddito operativo	9.823	10.513	11.139	11.785
Imposte	(3.609)	(2.953)	(3.237)	(3.521)
Ammortamenti imm. materiali	3.459	3.459	3.459	3.459
Ammortamenti imm. immateriali	5.050	5.050	5.050	5.050
Var. Fondo TFR	(20)	0	0	0
Var. Altri fondi	69	(1.206)	0	0
Flusso di cassa reddituale	14.771	14.863	16.411	16.773
Variazione capitale circolante netto (Investimenti)/disinv. imm. materiali	(6.893)	2.544	2.681	2.862
(Investimenti)/disinv. imm. immateriali	(12.405)	(3.459)	(3.459)	(3.459)
Variazione altre attività fisse finanziarie	16	(5.050)	(5.050)	(5.050)
Flusso di cassa disponibile	(6.057)	8.897	10.563	11.126
Oneri/proventi finanziari	(394)	(1.107)	(830)	(572)
Aumenti/(diminuzioni) capitale sociale	(181)	239	0	480
Altre variazioni patrimonio netto	(1.803)	(1.707)	(4.997)	(5.477)
Flusso di cassa netto	(8.435)	6.322	4.756	5.557
Posizione finanziaria netta iniziale	15.465	25.300	18.978	14.222
Posizione finanziaria netta finale	23.900	18.978	14.222	8.665

5. Allegati - Valutazione della partecipazione in Gelsia Srl

➤ Di seguito si riporta una preliminare indicazione di valore del 100% del capitale economico del Gruppo Gelsia, determinato applicando il multiplo mediano EV/EBITDA 2009 registrato nel panel di società quotate comparabili con riferimento alla capitalizzazione media degli ultimi 250 giorni di quotazione e considerando uno sconto di liquidità pari al 20%.

Società comparabili	Multipli al 17 novembre 2010			P/E
	EV/SALES	EV/EBITDA	EV/EBIT	
A2A SpA	1,56 x	9,71 x	18,29 x	14,96 x
ACEA SpA	1,41 x	8,95 x	19,71 x	28,39 x
ACEGAS-APS SpA	1,50 x	6,89 x	14,69 x	9,90 x
ACSM-AGAM SpA	0,96 x	5,17 x	9,98 x	7,98 x
ASCOPIAVE SpA	0,51 x	5,88 x	7,55 x	11,96 x
IREN SpA	1,33 x	10,58 x	14,32 x	27,61 x
HERA SpA	0,99 x	6,69 x	11,20 x	17,89 x
MEDIA	1,18 x	7,70 x	13,68 x	16,96 x
MEDIANA	1,33 x	6,89 x	14,32 x	14,96 x

Fonte: rielaborazioni *Profilo Merchant* su dati Bloomberg

Multipli di mercato	FY 2009
EBITDA 2009 FY adj	20.194
multiplo EV/EBITDA	6,89 x
Enterprise Value	139.213
PFN 2009 FY adj	(23.900)
Equity Value	115.313
Sconto di liquidità	20%
Equity Value adj	92.250

Una preliminare indicazione di valore del 100% del capitale economico di Gruppo Gelsia secondo il metodo dei multipli di mercato può essere compresa tra Eur 83.025 mila circa ed Eur 101.475 mila circa.

5. Allegati - Valutazione della partecipazione in Gelsia Srl

➤ Di seguito si riporta una preliminare indicazione di valore del 100% del capitale economico del Gruppo Gelsia, determinato applicando il multiplo mediano EV/EBITDA 2009 registrato nel panel di transazioni comparabili occorse sul mercato italiano delle utilities negli ultimi 36 mesi.

Transazioni comparabili settore utilities - Da Gen 2008 a Nov 2010

Data	Target	Bidder	EV/Sales	EV/Ebitda	EV/Ebit	P/E
11/04/2008	Edigas	Asciopave SpA	1,40 x	12,38 x	15,61 x	22,44 x
25/06/2008	Agam SpA	ACSM Como S.p.A.	0,93 x	6,54 x	20,91 x	80,25 x
30/09/2008	Asperm SpA	A2A SpA	1,31 x	12,74 x	38,18 x	n.a.
16/10/2008	Enia SpA	Iride SpA	1,02 x	7,76 x	16,29 x	22,27 x
12/02/2009	Italgas SpA	Snam Rete Gas SpA	5,39 x	9,12 x	13,02 x	13,46 x
12/02/2009	Stogit SpA	Snam Rete Gas SpA	8,53 x	10,92 x	15,01 x	19,90 x
29/05/2009	Enel Rete Gas SpA	AXA Private Equity; F2I SGR SpA	6,01 x	11,48 x	29,09 x	37,26 x
23/07/2009	Pasubio Servizi S.r.l.	Asciopave SpA	0,38 x	6,27 x	7,00 x	11,12 x
05/07/2010	IRIS Gorizia SpA (rete gas)	Eni SpA; Acegas SpA	0,86 x	8,49 x	27,14 x	68,67 x
Media			2,87 x	9,52 x	20,25 x	34,42 x
Mediana			1,31 x	9,12 x	20,25 x	28,35 x

Fonte: rielaborazioni Profilo Merchant su dati Merger Market

Transazioni comparabili FY 2009

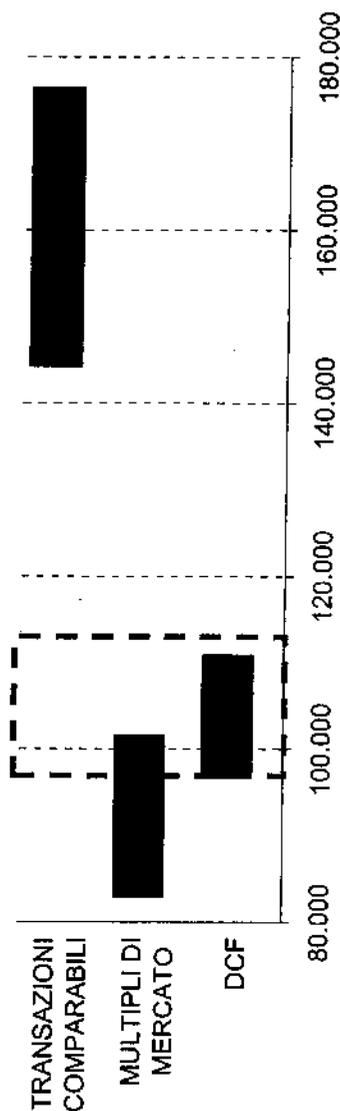
EBITDA 2009 FY adj	20.194
multiplo EV/EBITDA	9,12 x
Enterprise Value	184.242
PFN 2009 FY adj	(23.900)
Equity Value	160.342

Una preliminare indicazione di valore del 100% del capitale economico di Gruppo Gelsia secondo il metodo delle transazioni comparabili può essere compresa tra Eur 144.308 mila circa ed Eur 176.376 mila circa.

5. Allegati - Valutazione della partecipazione in Gelsia Srl

- La valutazione del **100% del capitale economico di Gelsia** sulla base dei metodi precedentemente illustrati (45% DCF, 45% multipli di mercato, 10% transazioni comparabili) si attesta in un intervallo compreso tra **Eur 95,4 mln circa ed Eur 113,1 mln circa**.
- Tale preliminare ipotesi potrebbe essere sensibilmente influenzata dai seguenti fattori: a) implementazione del business plan come da Piano Industriale 2009-12 veicolato al CdA di Gelsia Srl; b) capacità di mettere a reddito gli investimenti effettuati nel corso del biennio 2008-09; c) eventuale presenza di surplus assets.

Equity Value - Gruppo Gelsia



METODO	MIN	MED	MAX
DCF	43.559	46.584	49.851
MULTIPLI	37.361	41.513	45.664
TRANSAZIONI	14.431	16.034	17.638
MEDIA	95.351	104.131	113.152

Disclaimer

Il Documento è stato elaborato utilizzando elementi, dati, informazioni e bilanci forniti da MBM SpA sui quali non è stata effettuata alcuna verifica, né attività di auditing da parte di Profilo Merchant Co Srl, il quale non assume pertanto alcuna responsabilità in merito alla loro correttezza ed esattezza.

È espressamente esclusa la facoltà di divulgare il presente documento, in tutto o in parte, come pure la facoltà di farvi riferimento in altri documenti, salva nostra previa autorizzazione.

I dati, le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento sono strettamente confidenziali e senza la preventiva autorizzazione scritta della Società, tali informazioni non potranno essere pubblicate, riprodotte, copiate e non potranno essere utilizzate per finalità diverse da quelle relative all'operazione descritta nel presente Documento.

Il presente documento non ha pretesa di completezza e, pertanto, potrebbe non includere tutte le informazioni rilevanti relativamente al settore, alla Società, e alle prospettive e andamenti futuri. Il presente documento non deve essere assunto a base di decisioni di investimento o finanziamento da parte di potenziali investitori/finanziatori, che prima di effettuare qualunque scelta/offerta dovranno condurre autonome indagini ed analisi sulla Società.

Le informazioni ivi contenute non costituiscono, né sono parte di, un'offerta al pubblico ai sensi dell'art. 1336 del Codice Civile, né invito all'acquisto di azioni ed obbligazioni, né sollecitazione al pubblico risparmio ai sensi dell'art. 1/18 della legge 216 del 7/6/74 e successive modifiche e integrazioni; tali informazioni non consistono altresì espressione di volontà negoziale.

Tutte le informazioni relative alla Società contenute nel presente documento sono state fornite dal management di MBM Bovisio Masciago SpA. L'accuratezza delle predette informazioni non è stata sottoposta a verifica indipendente, pertanto Profilo Merchant Co Srl non esprime alcuna opinione o garanzia, esplicita o implicita, sull'accuratezza, correttezza e completezza delle informazioni incluse, ovvero sui dati, documenti, informazioni, aspettative o pareri ivi contenuti.

Le indicazioni sul business plan della società sono basate su stime e ipotesi, pertanto non vi è alcuna certezza che i risultati attesi vengano effettivamente realizzati. In particolare, ma senza pretesa di completezza, non viene espressa alcuna garanzia sulla realizzabilità delle ipotesi e delle assunzioni contenute nel presente documento, la cui ragionevolezza, realizzabilità e accuratezza deve essere valutata con cura dai soggetti finanziari in totale autonomia.

Profilo Merchant Co Srl non si assume alcuna responsabilità o passività per eventuali omissioni, errori ovvero fraintendimenti emergenti dal presente documento o altra documentazione, dato o informazione, comunque comunicata nel corso dell'incarico assegnatoci da AEB SpA.

L'ottenimento, da parte di chiunque, del presente documento o di altra informazione o dato, forniti in relazione alla prospettata operazione non costituisce, né deve essere interpretato come consulenza, né elegge a cliente di Profilo Merchant Co Srl colui che riceve tali informazioni.



ALLEGATO 2

**Perizia di valutazione al 31 dicembre 2008
della Società AEB S.p.A.
effettuata in data 16 novembre 2009
dal Dottor Rodolfo Ciceri**

AMBIENTE ENERGIA BRIANZA

S.p.A.

VALUTAZIONE DI AZIENDA AL 31 DICEMBRE 2008

INDICE

	<i>pag.</i>
1. <u>PREMESSE</u>	3
1.1 Premesse operative, oggetto, limiti e finalità della presente relazione	3
1.2 Data e documentazione di riferimento della valutazione peritale	5
1.3 Documenti, dati e fonti utilizzate	5
2. <u>LA SOCIETA' DA VALUTARE</u>	7
2.1 Descrizione della Società	7
2.2 Descrizione dell'attività - struttura societaria	8
2.3 Il mercato di riferimento	11
2.4 Dati di riferimento per la valutazione dell'azienda	13
2.5 Beni costituenti l'azienda	13
2.6 Patrimonio netto contabile	14
3. <u>IL CRITERIO DI VALUTAZIONE ADOTTATO</u>	15
3.1 I metodi di valutazione delle aziende nelle stime peritali: aspetti teorici e prassi applicative	15
3.2 I metodi di valutazione adottati per AEB S.p.A.	18
3.3 Determinazione degli oneri fiscali potenziali sui plusvalori	20
4. <u>DETERMINAZIONE DEL VALORE DELLA SOCIETA' AEB S.p.A.</u>	22
4.1 Immobilizzazioni immateriali	22
4.2 Immobilizzazioni materiali	23
4.3 Immobilizzazioni finanziarie	27
4.3.1 I metodi di valutazione adottati per Gelsia S.r.l.	28
4.3.2 La valutazione delle Società operative partecipate da Gelsia S.r.l.	30
4.3.3 Determinazione del patrimonio netto rettificato e valutazione di Gelsia S.r.l.	34
4.3.4 La valutazione di Gelsia Reti S.r.l.	35
4.3.5 La valutazione di Pragma S.p.A.	35
4.3.6 Altre partecipazioni	35

4.4	Attivo circolante	36
4.4.1	Rimanenze	36
4.4.2	Crediti	37
4.4.3	Disponibilità liquide	39
4.5	Ratei e risconti attivi	39
4.6	Fondi per rischi e oneri	40
4.7	Fondo per trattamento di fine rapporto	40
4.8	Debiti	40
4.8.1	Debiti verso banche	40
4.8.2	Debiti verso altri finanziatori	41
4.8.3	Debiti verso fornitori	41
4.8.4	Debiti verso Società del Gruppo	41
4.8.5	Debiti tributari	42
4.8.6	Debiti verso Istituti Previdenziali	42
4.8.7	Altri debiti	42
4.9	Ratei e risconti passivi	43
5.	<u>RIEPILOGO dei VALORI di PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO e DETERMINAZIONE del VALORE COMPLESSIVO di AEB S.p.A.</u>	44
6.	<u>CONCLUSIONI</u>	45

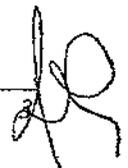
1. PREMESSE

1.1 Premesse operative, oggetto, limiti e finalità della presente relazione

Il sottoscritto dott. Rodolfo Ciceri, nato a Rivolta d'Adda il 3 febbraio 1957 – con Studio in Mariano Comense, Via San Francesco 19 – Codice Fiscale CCRRLF57B03H357A, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Como al n. 228, ha ricevuto dalla Società "AMBIENTE ENERGIA BRIANZA S.p.A.", in seguito "AEB S.p.A.", con capitale sociale di Euro 82.412.000, avente sede legale in Seregno (MB), Via Palestro 33, iscritta al Registro delle Imprese di Monza e Brianza con Codice Fiscale e Partita I.v.a. 02641080961, R.c.a. n. 1518951, l'incarico di procedere alla valutazione peritale della Società stessa con riferimento alla data del 31 dicembre 2008.

La valutazione di stima e le considerazioni riportate nella presente relazione vengono redatte con le seguenti premesse:

- è volontà dei Soci garantire la continuità aziendale della Società in linea con i principi che hanno ispirato la redazione del bilancio al 31 dicembre 2008;
- la valutazione è finalizzata esclusivamente all'acquisto da parte di AEB S.p.A. delle proprie azioni da Pragma S.p.A. al fine di permettere la riorganizzazione societaria in atto di quest'ultima Società e, contemporaneamente, di soddisfare l'esigenza manifestata da parte della Società AEB S.p.A. di fuoriuscire dalla compagine sociale di Pragma S.p.A.; la valutazione ha quindi lo scopo di fornire un'indicazione del valore della Società AEB S.p.A.;
- in funzione dello scopo, la valutazione è da ritenersi esclusivamente destinata a Pragma S.p.A. e AEB S.p.A.; è quindi espressamente esclusa la facoltà di divulgare stralci o estratti della presente, come pure la facoltà di farvi riferimento in altri documenti;



- le Parti destinatarie, nel caso prendessero in considerazione i contenuti di questa relazione per decisioni di cessione o acquisizione di attività, dovranno sottoporre a verifica, nelle forme da loro ritenute più appropriate, le informazioni contenute nella relazione stessa. La decisione di concludere la compravendita di attività aziendali e la relativa determinazione del prezzo o dei prezzi e le clausole di compravendita sono di competenza delle eventuali Parti interessate e il contenuto di questa valutazione non può costituire in alcun modo una raccomandazione a concludere compravendite e/o a determinare condizioni e prezzi delle stesse;
- la valutazione non tiene conto degli eventuali effetti sul Patrimonio della Società che potrebbero derivare dall'applicazione di qualsivoglia normativa, anche se già in vigore, relativa ai servizi pubblici in genere siano essi conseguenti a devoluzioni, gratuite o meno, degli impianti e dotazioni alla fine degli affidamenti o in attuazione di disposizioni di riorganizzazione territoriali dei settori interessati;
- per quanto riguarda le immobilizzazioni materiali ci si è avvalsi dei documenti e delle informazioni fornite dalla società senza alcuna verifica circa la quantità e tipologia di reti e contatori né circa la titolarità e l'eventuale esistenza di diritti o gravami sulle stesse;
- la responsabilità sulla qualità e correttezza dei dati ottenuti e delle informazioni contenute nei documenti elaborati dal Management e nei documenti che ci sono stati forniti compete esclusivamente alla Società.

Nell'ambito dell'espletamento del proprio incarico, il sottoscritto ha proceduto alla redazione della presente relazione e, dopo aver precisato i criteri metodologici seguiti e dopo aver effettuato una puntuale individuazione dei beni aziendali, ha determinato il valore della Società.



La perizia è diretta all'identificazione del valore complessivo da attribuire alla società AEB S.p.A., attualmente operativa e in normale stato di attività; è pertanto basata sulla considerazione che venga garantita la continuità aziendale.

Prima di pervenire al valore unitario dell'azienda, lo scrivente ha preso in considerazione e proceduto all'individuazione:

- dell'attivo di proprietà sociale;
- del valore di ciascun bene, attribuito considerando i valori espressi dalla contabilità sociale e apportando le eventuali necessarie rettifiche per renderlo oggettivamente riferibile alla realtà contingente, previo idoneo raffronto con parametri di mercato. Per i beni ammortizzabili, non dettagliatamente identificati e/o non raffrontabili con i valori di mercato, è stato assunto come valutazione il valore netto contabile dopo aver verificato il costo di carico del bene e il relativo ammortamento cumulato;
- dell'ammontare delle passività della Società oggettivamente rilevabili o prevedibili;
- del valore attribuibile al complesso aziendale nei termini sopra esposti.

1.2 Data e documentazione di riferimento della valutazione peritale

Ai fini della presente perizia è stata assunta come data di riferimento il 31 dicembre 2008.

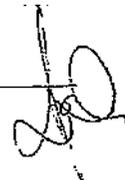
Si è proceduto quindi ad analizzare gli elementi attivi e passivi che definiscono la Società in esame sulla base del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2008 approvato dai Soci della Società ed accompagnato dalla relazione del Collegio Sindacale e dalla relazione della Società di Revisione.

1.3 Documenti, dati e fonti utilizzate

Nell'esecuzione dell'incarico ci si è basati, oltre che sul bilancio dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008 che risulta certificato dalla Società di Revisione AGN SERCA s.n.c. di



Pacchiani Giuliano, Girelli Antonino, Bertocchi Valter, regolarmente iscritta all'Albo CONSOB ed al Registro dei Revisori Contabili, sull'ulteriore documentazione contabile fornita dalla Società stessa. In particolare, oltre alle schede contabili, sono stati forniti i dettagli di bilancio delle principali voci dell'attivo e del passivo e il libro cespiti alla data di valutazione.



2. LA SOCIETA' DA VALUTARE

2.1 Descrizione della Società

La Società AEB S.p.A. trae origini dalla Azienda Municipale Servizi Pubblici – Seregno (ex A.M.S.P. S.p.A.) che, sin dal 1887, ha come scopo quello di soddisfare le necessità della Popolazione Comunale ma che già da diversi decenni opera anche al di fuori del territorio comunale e provinciale.

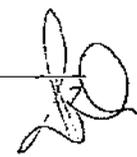
AEB S.p.A., con decorrenza 1° gennaio 2008, ha partecipato alla costituzione del Gruppo Gelsia che al 31 dicembre 2008 risulta controllato, da AEB S.p.A. stessa, al 71,64%; la costituzione di tale Gruppo ha comportato la modifica della ragione sociale delle quattro Società controllate, il successivo conferimento dei rami d'azienda da parte delle Società partecipanti al progetto nelle Società controllate da AEB S.p.A. e il contestuale conferimento, in sede costitutiva, delle partecipazioni e dei rami amministrativi nella costituenda Gelsia S.r.l..

Da tale operazione risulta che le partecipazioni conferite da AEB S.p.A. in Gelsia siano state:

- il 100% di Gelsia Ambiente S.r.l. (già AEB Ambiente S.r.l.);
- il 100% di Gelsia Calore S.r.l. (già AEB Energia S.p.A.);
- il 98,465% di Gelsia Energia S.r.l. (già AEB Trading S.r.l.);
- il 77,67% di Gelsia Reti S.r.l. (già AEB Distribuzione S.r.l.).

Sempre con decorrenza 1° gennaio 2008, a seguito del conferimento in Gelsia S.r.l. del ramo d'azienda corporate e tecnico, AEB S.p.A. ha affidato alla stessa Gelsia S.r.l. anche il ruolo di gestore dei processi contabili e gestionali.

I ricavi della AEB S.p.A. riguardano principalmente: l'attività del Centro Sportivo di Seregno, le vendite delle tre farmacie in Comune di Seregno, la gestione delle lampade votive di Seregno e Giussano, la gestione delle telecomunicazioni e gli affitti degli immobili e degli impianti dati in utilizzo a società del Gruppo.



Al 30 settembre 2009 la compagine sociale di AEB S.p.A. risulta così composta:

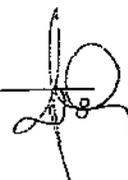
	n° azioni	%	nominale
Comune di Seregno	601.132	72,94	60.113.200
Comune di Verano Brianza	350	0,04	35.000
Comune di Sovico	17.529	2,13	1.752.900
Comune di Trezzo sull'Adda	30.771	3,74	3.077.100
Comune di Cabiате	4.148	0,50	414.800
Comune di Muggiò	16.087	1,95	1.608.700
Comune di Limbiate	45.484	5,52	4.548.400
Comune di Cesate	75	0,01	7.500
Comune di Meda	25.068	3,04	2.506.800
Comune di Varedo	23.110	2,80	2.311.000
Pragma S.p.A.	6.888	0,84	688.800
Comune di Carate Brianza	282	0,03	28.200
Azienda Autonoma per La Farmacia	27.555	3,35	2.755.500
Azioni proprie	25.641	3,11	2.564.100
TOTALE	824.120	100,00	82.412.000

2.2 Descrizione dell'attività – struttura societaria

Dallo Statuto Sociale si rileva che la Società ha come oggetto sociale le attività inerenti l'utilizzo, la realizzazione, la produzione, la sostituzione, il rinnovo, l'estensione e la locazione delle reti tecnologiche, degli impianti e delle altre dotazioni patrimoniali afferenti ai servizi pubblici locali, nonché lo svolgimento delle seguenti attività:

- gestione del servizio idrico integrato;

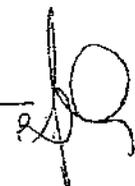
§



- produzione, stoccaggio, approvvigionamento, adduzione, manipolazione e distribuzione del gas metano, teleriscaldamento, gestione e vendita calore;
- produzione, approvvigionamento, trasporto, trasformazione, distribuzione e vendita di energia elettrica;
- gestione di sistemi di illuminazione pubblica e votiva ed impianti semaforici;
- gestione di impianti sportivi;
- gestione dei servizi farmaceutici e sanitari;
- raccolta, recupero, riciclaggio e smaltimento rifiuti (igiene urbana);
- costruzione e gestione parcheggi;
- gestione dei servizi di monitoraggio ambientale, in particolare analisi della qualità dell'aria, dell'acqua e del suolo;
- gestione dei servizi cimiteriali;
- gestione della pubblicità e del servizio delle pubbliche affissioni;
- realizzazione e gestione di sistemi informativi e di telecomunicazione.

Attualmente la Società opera nei seguenti settori:

- gestione delle reti gas metano site nei Comuni di Cabiato, Cesate, Figino Serenza, Giussano, Limbiate, Meda, Muggiò, Seregno, Sovico, Trezzo sull'Adda e nella Fraz. Perticato di Mariano Comense. Tali reti sono in gran parte di proprietà dell'AEB S.p.A.;
- proprietà delle reti elettriche e di illuminazione pubblica (realizzate sino al 31.12.2011) nel Comune di Seregno;
- gestione del servizio idrico con proprietà di parte degli impianti nei Comuni di Cabiato, Carate Brianza, Giussano, Meda, Muggiò, Seregno, Sovico, Albiate e Verano Brianza;



- gestione delle fognature in proprietà nei Comuni di Carate Brianza, Muggiò e Seregno;
- gestione delle tre farmacie comunali del Comune di Seregno;
- gestione del centro sportivo e palazzetto polifunzionale di via Colombo a Seregno;
- gestione delle lampade votive dei cimiteri di Seregno e Giussano;
- gestione dell'illuminazione pubblica di Seregno;
- gestione degli impianti di videosorveglianza pubblica nei Comuni di Seregno, Limbiate e Cabiato.

La Società, alla data di riferimento della presente valutazione, ha in carico n. 22 dipendenti così suddivisi:

- n. 1 dirigente
- n. 6 quadri
- n. 12 impiegati
- n. 3 operai.

L'organico risulta principalmente impiegato nel settore delle farmacie e del centro sportivo in Seregno e, a seguito del trasferimento dei dipendenti amministrativi e tecnici a Gelsia S.r.l., si è sensibilmente ridotto rispetto ai precedenti esercizi.

Al 31.12.2008 AEB S.p.A. risulta amministrata da un Consiglio di Amministrazione così composto:

Presidente	Maurizio Bottoni
Consigliere	Valerio Ciafrone
Consigliere	Massimo Borgato
Consigliere	Danilo Sandrini

Alla stessa data, il Collegio Sindacale risulta così composto:

Presidente	Franco Confalonieri
------------	---------------------

Sindaco Effettivo Giovanni Bolis

Sindaco Effettivo Laura Colombo

La Società di Revisione incaricata del controllo contabile è AGN SERCA S.n.c. di Pacchiani G., Girelli A., Bertocchi V.

2.3 Il mercato di riferimento

La AEB S.p.A. risulta operante nei mercati di seguito riportati:

Servizio idrico

La Società è proprietaria degli impianti e fabbricati relativi al servizio idrico nei Comuni di Seregno, Meda, Giussano e Cabiato. Le recenti disposizioni di legge hanno stabilito che le Regioni devono provvedere alla determinazione degli Ambiti Territoriali Ottimali (A.T.O.) per la gestione del servizio idrico, confermando in tal modo la scelta per la gestione sovracomunale del servizio e possibilmente nell'ambito delle circoscrizioni provinciali. In tale situazione normativa, la Società sta comunque gestendo la realizzazione dei nuovi impianti e la manutenzione incrementativa di quelli esistenti. Nel corso dei primi mesi dell'anno 2009, la Società ha provveduto alla cessione degli impianti relativi al servizio idrico del Comune di Cabiato che verranno probabilmente conferiti alla Como Acque S.r.l. quale Società provinciale di Como.

La Società attualmente è proprietaria degli impianti dati in utilizzo a BrianzAcque S.r.l.

Servizio di distribuzione del gas naturale

Come sopraccitato, la Società ha la gestione delle reti del gas metano site nei Comuni di Cabiato, Cesate, Figino Serenza, Giussano, Limbiate, Meda, Muggiò, Seregno, Sovico e Trezzo sull'Adda. Nel corso degli ultimi anni abbiamo assistito a continui interventi normativi in materia di concorrenza e qualità dei servizi essenziali nel settore della distribuzione del gas ed in particolare è stato imposto, salvo modifiche, che la gara debba superare la dimensione comunale e debba essere indetta da più Comuni aggregati a livello di

bacini ottimali. Allo stato attuale non risultano ancora identificati i bacini ottimali e quindi non risultano ancora determinati ed individuati i criteri delle future gare. In attesa della definizione degli ambiti territoriali e della successiva gara (entro due anni dall'individuazione degli ambiti territoriali ottimali) è da ritenersi che le attuali gestioni in corso proseguiranno nella loro attività.

In merito alle eventuali devoluzioni gratuite a fine affidamento delle reti impianti e delle altre dotazioni patrimoniali realizzate nel corso del periodo di affidamento, le stesse trovano una difficoltà applicativa, da parte delle Società, nel fatto di dover ammortizzare i significativi incrementi patrimoniali e gli interventi necessari per mantenere in efficienza gli impianti in periodi relativamente brevi con conseguente significativo impatto negativo sui conti economici.

Servizio energia elettrica

La Società è proprietaria della rete elettrica per media e bassa tensione nonché dell'illuminazione pubblica del Comune di Seregno.

Gli impianti di proprietà della Società relativi al gas metano ed all'energia elettrica sono concessi in affitto a Gelsia Reti S.r.l., Società partecipata per il 22,33% direttamente da AEB S.p.A. e per il 77,67% da Gelsia S.r.l..

Farmacie

L'attività delle Farmacie seppur influenzata da una sempre più fastidiosa concorrenza dei centri commerciali, tende a mantenere i livelli di fatturato ed anche per l'anno 2009 è previsto un sostanziale incremento del fatturato.

Centro Sportivo

L'attività dei centri sportivi, in generale è caratterizzata da una strutturale difficoltà nel raggiungere risultati economici positivi; per l'anno 2008 si è assistito inoltre all'effetto su tali

attività della situazione congiunturale negativa. Anche in questo settore inoltre è tangibile la concorrenza esercitata da centri sportivi sorti più o meno recentemente nei Comuni limitrofi.

2.4 Dati di riferimento per la valutazione dell'azienda

La situazione di riferimento utilizzata per la presente valutazione è la situazione patrimoniale risultante dal Bilancio di esercizio chiuso al 31 dicembre 2008 della società AEB S.p.A. approvato dall'Assemblea dei Soci.

2.5 Beni costituenti l'azienda

L'azienda da valutare è individuata nell'intero complesso dei beni di proprietà sociale e dei rapporti economici e patrimoniali conseguenti all'esercizio della relativa impresa.

Oggetto della valutazione saranno pertanto tutti gli attivi e passivi patrimoniali:

Immobilizzazioni immateriali

Immobilizzazioni materiali

Terreni e fabbricati
Impianti e macchinari
Attrezzature industriali e commerciali
Altri beni
Immobilizzazioni in corso e acconti

Immobilizzazioni finanziarie

Partecipazioni

Attivo circolante

Rimanenze
Crediti
Disponibilità liquide

Ratei e risconti attivi

Risconti attivi

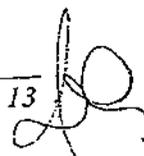
Fondi per rischi ed oneri

Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato

Fondo per trattamento di fine rapporto

Debiti

Debiti verso banche



Debiti verso altri finanziatori
Debiti verso fornitori
Debiti verso imprese controllate e controllanti
Debiti tributari
Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale
Altri debiti

Ratei e risconti passivi

Ratei passivi
Risconti passivi.

2.6 Patrimonio netto contabile

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2008

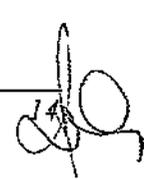
Dal bilancio della Società al 31 dicembre 2008, il Patrimonio Netto risulta così composto:

ATTIVO

Immobilizzazioni immateriali	Euro	948
Immobilizzazioni materiali	Euro	79.094
Immobilizzazioni finanziarie	Euro	55.883
Attivo circolante	Euro	9.746
Ratei e risconti attivi	Euro	61
TOTALE ATTIVO	Euro	145.732

PASSIVO

Fondi per rischi ed oneri	Euro	2.569
Trattamento di fine rapporto lav. sub.	Euro	305
Debiti	Euro	7.198
Ratei e risconti passivi	Euro	3.891
TOTALE PASSIVO	Euro	13.963
PATRIMONIO NETTO	Euro	131.769



3. IL CRITERIO DI VALUTAZIONE ADOTTATO

3.1 I metodi di valutazione delle aziende nelle stime peritali: aspetti teorici e prassi applicative

I procedimenti tipici, generalmente adottati nella pratica per la valutazione delle aziende, sono i metodi patrimoniali, i metodi reddituali, i metodi cosiddetti "misti" patrimoniali-reddituali, i metodi finanziari e i metodi empirici.

I **metodi patrimoniali** esprimono il valore dell'azienda in funzione del patrimonio e si fondano sul principio dell'espressione a valori correnti dei singoli elementi attivi che compongono il capitale dell'azienda e dell'aggiornamento degli elementi passivi.

Le attività vengono valutate al presunto valore di realizzo o al costo attuale di riacquisto; le passività vengono invece valutate secondo il presunto valore di estinzione.

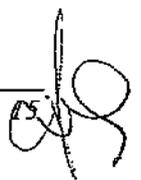
La rielaborazione dello stato patrimoniale dell'azienda, oggetto di valutazione, consente di rilevare un patrimonio netto rettificato del complesso aziendale considerato nel suo insieme, ma valutato nelle sue singole parti.

E' una metodologia abbastanza obiettiva perché stima le singole poste di bilancio e trova immediato e concreto riscontro nella realtà aziendale; richiede l'applicazione di un minor numero di ipotesi e la rilevazione di un minor numero di competenze soggettive, soprattutto in merito al reddito atteso da valutare. Il metodo patrimoniale è tuttavia meno rigoroso rispetto agli altri metodi.

Il capitale economico è invece il dato centrale su cui si basano i **metodi reddituali**.

Per i metodi reddituali il valore dell'azienda è costituito dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. Il valore dell'azienda è perciò concepito, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso o conseguito.

L'obiettivo dei metodi reddituali è valutare (economicamente) l'azienda sulla base della relazione valore-redditività; essi sono validi nelle aziende con basso grado di



patrimonializzazione e con una considerevole componente di "capitale umano". Sono metodi dotati di linearità e si servono di modelli logici che valutano l'azienda come entità unitaria, evitando di scindere le componenti patrimoniali dell'azienda e di attribuire a ciascuna uno specifico valore: l'unitarietà degli elementi aziendali coordinati è un punto cardine della dottrina aziendale.

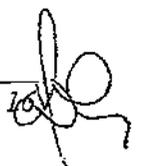
I metodi "misti" patrimoniali-redditali rappresentano una sintesi tra i due procedimenti sopra descritti. L'obiettivo di tali metodi è quello di esprimere il valore aziendale in funzione sia del patrimonio sia del reddito.

I metodi finanziari si basano sui flussi di cassa operativi scontati (cosiddetto Discounted Cash Flow o anche DCF). Essi determinano il valore della Società come somma algebrica del valore finanziario del suo capitale investito operativo e della sua posizione finanziaria netta. Il valore del capitale investito è determinato in misura pari al valore attuale dei flussi di cassa operativi che l'azienda sarà in grado di generare in futuro. Tali flussi di cassa sono generalmente esplicitati per un numero definito di anni, successivamente ai quali si ipotizza la generazione, da parte dell'azienda, di un flusso di cassa sostenibile in perpetuità ad un tasso di crescita medio normale di lungo periodo.

L'applicazione dei metodi finanziari richiede un estensivo e accurato lavoro di analisi della realtà aziendale; obiettivo del valutatore è quello di proiettare, con il maggior grado possibile di affidabilità, variabili quali: tassi di crescita del fatturato, margini di redditività, impegni per investimenti in capitale fisso e circolante, aliquote d'imposta, etc.

I flussi di cassa (cash flow) attesi sono valutati, previsionalmente, alla stessa stregua dei flussi finanziari dell'esercizio.

Per determinare l'entità dei flussi di cassa, ai fini della stima del valore economico dell'azienda, si possono utilizzare diverse configurazioni alle quali corrispondono differenti versioni del metodo finanziario. Le principali sono:



- i) metodo finanziario basato sui flussi monetari disponibili (*levered cash flow*);
- ii) metodo finanziario basato sui flussi monetari operativi (*unlevered cash flow*).

Nella sua versione "*unlevered*" il valore del capitale investito è determinato applicando la seguente formula:

$$W = \sum_{K=1} Cfk / (1+i)^k + TV / (1+i)^n$$

dove:

Cfk = Flussi di cassa operativi

i = Tasso di attualizzazione dei flussi di cassa (WACC)

n = Arco temporale di riferimento (periodo esplicito)

TV = Terminal Value al termine del periodo esplicito

L'applicazione del DCF comporta quindi:

- l'elaborazione di una previsione esplicita dei risultati aziendali futuri;
- l'identificazione di un appropriato tasso di attualizzazione da applicare ai flussi di cassa impliciti nei risultati aziendali previsti, per convertirli in valori economici riferiti alla data in cui si effettua la valutazione.

Il tasso da utilizzare per la determinazione del valore attuale dei flussi comprende due componenti ideali: la remunerazione finanziaria del capitale (rendimento puro degli investimenti durevoli a rischio trascurabile) e il premio per il rischio specifico del settore e della Società oggetto di valutazione.

Sul piano teorico la dottrina propone due metodi:

- metodo del tasso-opportunità: riconduce la scelta di un tasso per gli impieghi
equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi, a parità di rischio;



- metodo del costo dei capitali: si concretizza nella determinazione di un tasso che sia almeno pari al costo dei capitali che finanziano l'impresa.

Il tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi futuri nel caso di specie è il costo medio ponderato del capitale (WACC), calcolato con un approccio di tipo Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Da ultimo, la definibilità dell'arco temporale di riferimento è, anche per il metodo finanziario, un problema complesso e delicato. La stima dei flussi di cassa attesi per un tempo definito è relativamente più facile e attendibile rispetto alla mancata temporalizzazione perché i dati finanziari, per loro natura, sono espressi in piani a breve (budget) o piani pluriennali. Nel periodo preso in considerazione sono valutati tutti gli elementi che garantiscono una relativa durata all'azienda. Per questo motivo il periodo temporale è solitamente fissato in 3 – 5 anni.

Concludendo, il metodo finanziario conduce a risultati più oggettivi rispetto ai criteri di valutazione fondati sul reddito, poiché si basa sui flussi di cassa generati dalla gestione ed esclude le voci di costo e di ricavo non aventi natura monetaria (gli *accruals*), la cui determinazione è in certa misura esposta a valutazioni convenzionali e soggettive del management.

3.2 I metodi di valutazione adottati per AEB S.p.A.

Tenuto conto della peculiarità di AEB S.p.A., Società in parte operativa ed in parte facente funzione di Holding caratterizzata – di fatto – da un patrimonio pressoché interamente formato da immobilizzazioni materiali e dalle partecipazioni nella Gelsia S.r.l., si è ritenuto opportuno valutare la Società adottando il metodo patrimoniale mirante alla stima del valore dell'azienda in funzione del patrimonio. Tale metodo risulta inoltre omogeneo con quello utilizzato per la valutazione di Pragma S.p.A. in rispetto delle finalità della presente valutazione richiamate nelle premesse.

Secondo tale metodo il valore globale dell'azienda è dato dalla seguente formula:

$$W = K$$

dove:

W = valore dell'azienda

K = valore patrimoniale rettificato.

La valutazione della AEB S.p.A. è stata quindi condotta in modo indiretto, basandosi sulla preventiva determinazione degli elementi che compongono il patrimonio aziendale. L'applicazione del metodo prescelto presuppone dapprima la descrizione e la valutazione analitica degli elementi che compongono l'azienda (attivi e passivi), per poi procedere al loro confronto con i relativi valori correnti, concetto che può ben essere rappresentato da varie configurazioni identificabili nel prezzo di mercato di beni usati dello stesso tipo ovvero nel costo di sostituzione e/o di ricostruzione.

Il punto di partenza per la "valutazione" del patrimonio d'azienda è quindi il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2008 della Società.

Nell'applicare tale metodo si è tenuto conto di quanto segue:

- le immobilizzazioni immateriali sono state considerate nel patrimonio aziendale solo se in possesso delle caratteristiche di avere utilità pluriennale, di essere trasferibili e di essere singolarmente misurabili;
- le immobilizzazioni materiali sono state considerate a valori correnti di mercato tenuto in debito conto la vetustà e l'utilità futura (vita utile) delle stesse;
- le immobilizzazioni finanziarie, ed in particolare la quota di partecipazione in Gelsia S.r.l., sono state determinate con l'adozione del metodo misto patrimoniale reddituale² con stima autonoma del goodwill; lo stesso metodo è stato utilizzato per la valutazione



delle partecipazioni detenute dalla stessa Gelsia S.r.l. nelle Società operative quali Gelsia Ambiente S.r.l., Gelsia Calore S.r.l., Gelsia Energia S.r.l. e Gelsia Reti s.r.l.;

- i crediti sono stati valutati al loro presumibile valore di realizzo;
- gli elementi che compongono il passivo patrimoniale sono stati valutati al valore di presunta estinzione.

Durante l'analisi ci si è avvalsi delle informazioni e valutazioni emergenti dalle precedenti perizie, effettuate nel 2003 e nel 2007, sia per quanto concerne i valori di AEB S.p.A. sia per la determinazione del valore delle partecipazioni possedute dalla stessa AEB S.p.A. e da Gelsia S.r.l. Nel corso dell'analisi è stata applicata anche la metodologia reddituale; tuttavia l'incertezza dei risultati futuri legati all'andamento delle tariffe imposte, l'incertezza legislativa nell'applicazione della normativa nonché l'incertezza nell'evoluzione di settore non consentono di determinare con sufficiente sicurezza l'ammontare e la durata dei redditi futuri.

La metodologia basata sull'approccio finanziario non è di fatto applicabile in mancanza di piani economico-finanziari, che evidenzino i flussi di cassa operativi, da sottoporre ad attualizzazione.

3.3 Determinazione degli oneri fiscali potenziali sui plusvalori

Un problema rilevante posto dall'adozione del metodo patrimoniale è l'opportunità che le plusvalenze accertate in sede di riespressione in termini correnti dei valori non monetari siano successivamente ridotte per tenere conto dei potenziali carichi fiscali che esse sottintendono.

Pur trattandosi di carichi potenziali, si ritiene opportuno considerarli, così come del resto sono accolte e iscritte le plusvalenze che pur sono valori meramente potenziali. In ambedue i casi, si tratta di anticipare ad oggi, in una stima istantanea, valori destinati a manifestarsi in un tempo futuro non esattamente definito.



La loro anticipazione avviene nei limiti in cui tali valori sarebbero realizzati o sopportati oggi. Dato che la realizzazione di valori positivi comporta, in modo pressoché automatico e con un preciso nesso causale, l'insorgere di valori negativi (oneri fiscali), i primi non possono essere evidenziati senza tenere conto anche dei secondi.

La quantificazione dell'effetto fiscale è stato determinato prendendo come riferimento l'aliquota del 27,5%; per le plusvalenze su partecipazioni tale aliquota è stata applicata alla quota imponibile che, ai sensi del disposto dell'articolo 87 del Testo Unico delle Imposte Dirette in vigore dal 1° gennaio 2009, ammonta al 5%.

Alla luce di quanto sopra, si è ritenuto opportuno ridurre i plusvalori, accertati in sede di riespressione in termini correnti del valore della partecipazione, di un'aliquota fiscale ridotta pari al 1,375% ($5\% \times 27,5\%$).

Gelsia Reti S.r.l., si è ritenuto opportuno utilizzare il metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del goodwill.

La formula che rappresenta il metodo misto con capitalizzazione limitata del reddito medio è la seguente:

$$W_m = K + a \frac{R - iK}{n \cdot i}$$

dove:

K = capitale netto rettificato

R = reddito medio normale atteso per il futuro;

n = numero definito e limitato di anni;

i = tasso d'interesse "normale" rispetto al tipo d'investimento considerato;

i' = tasso di attualizzazione del profitto o sovrareddito.

Il capitale netto rettificato (K)

- Il valore del patrimonio netto rettificato "K" è determinato apportando al patrimonio netto contabile le rettifiche necessarie per la determinazione del goodwill (quindi si procede a stornare quelle voci dell'attivo già intrinsecamente considerate nel calcolo stesso quale, ad esempio, il valore contabile di eventuali avviamenti o a stornare quelle voci dell'attivo senza rilevanza patrimoniale come alcune immobilizzazioni immateriali).

Il reddito medio normale atteso per il futuro (R)

- Il valore di "R" viene determinato attraverso il procedimento di normalizzazione del risultato d'esercizio. Per tale determinazione sono state considerate le previsioni di reddito emergenti dalla perizia utilizzata per il conferimento delle Società operative in

Gelsia S.r.l. con effetto 1/1/2008 raffrontando le previsioni stesse con i consuntivi dell'anno 2008.

Il numero di anni considerato (n)

- Il valore di "n" di norma viene stabilito in un minimo di 3 ad un massimo di 10 anni per aziende a più rilevante e garantita redditività. Ai fini della valutazione in oggetto è stato ritenuto attendibile un lasso di tempo di 4 anni.

Il tasso di interesse "normale" rispetto al tipo di investimento considerato (i)

- Il valore di i, ovvero il tasso d'interesse normale applicato al capitale netto rettificato, permette di calcolare la misura del reddito differenziale. Ai fini della presente valutazione si è considerato un tasso arrotondato al 6% comprensivo del tasso di rischio di settore e del rendimento del capitale senza rischio.

Il tasso di attualizzazione del profitto o sovrareddito (i')

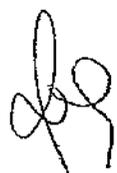
- Il valore di "i'", strumento finanziario da utilizzarsi per ricondurre alla data di valutazione i "sovraredditi" viene considerato nella stessa misura del tasso di interesse normale pari al 6% in considerazione della limitata durata del periodo considerato (4 anni).

4.3.2 La valutazione delle società operative partecipate da Gelsia S.r.l.

Come già evidenziato in precedenza si è ritenuto di valutare le partecipazioni di Gelsia S.r.l. con l'applicazione del metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del goodwill. Tale metodo consiste nel determinare in modo autonomo il goodwill/badwill da sommare al patrimonio adeguatamente rettificato della Società

Le Società possedute da Gelsia S.r.l., tutte operative, sono le seguenti:

Gelsia Ambiente S.r.l.	posseduta al 100,000%
Gelsia Calore S.r.l.	posseduta al 100,000%



Gelsia Energia S.r.l. posseduta al 98,465%
 Gelsia Reti S.r.l. posseduta al 77,670%

Gelsia Ambiente S.r.l.

La Società è stata costituita nel 2003 e si occupa di servizi di raccolta, spezzamento, trasporto dei rifiuti urbani e gestione piattaforme ecologiche. Al 31.12.2008 la Società è posseduta al 100% da Gelsia s.r.l. e dispone di un patrimonio netto di 5.079 migliaia di Euro comprensivo di un risultato dell'esercizio di 223 migliaia di Euro. Nel corso del 2008 sono stati conferiti nella Società i rami d'azienda igiene urbana da parte di AMSL S.p.A., GSD S.p.A. e S.I.B. S.p.A.. Tali conferimenti hanno comportato un consistente incremento del fatturato e dei costi di produzione.

Dall'analisi del bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2008 della Società, si è provveduto a effettuare tutte le rettifiche sul patrimonio netto al fine di quantificare il patrimonio netto rettificato utile per la valorizzazione. In particolare, sono state apportate le seguenti rettifiche:

Patrimonio netto contabile al 31.12.2008	5.079
Storno immobilizzazioni immateriali	(520)
Storno dell'avviamento	(128)
Patrimonio netto rettificato (Metodo Patrimoniale)	4.431

Come già evidenziato dalla valutazione della Società con il metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del goodwill, considerando un reddito medio prospettico dei prossimi quattro anni di 531 migliaia di Euro, emerge un valore di 5.351 migliaia di Euro.

Gelsia Calore S.r.l.

La Società è stata costituita nel 2001 e si occupa di cogenerazione, teleriscaldamento e gestione calore utilizzando i due impianti di Seregno e l'impianto di Giussano. Al 31.12.2008

la Società è posseduta al 100% da Gelsia S.r.l. e dispone di un patrimonio netto di 10.810 migliaia di Euro comprensivo di un risultato negativo dell'esercizio di 11 migliaia di Euro.

Il patrimonio netto rettificato è stato quantificato come segue:

Patrimonio netto contabile al 31.12.2008	10.810
Storno immobilizzazioni immateriali	(198)
Patrimonio netto rettificato (Metodo Patrimoniale)	10.612

Dalla valutazione della Società con il metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del goodwill, considerando un reddito medio prospettico dei prossimi 4 anni di 1.338 migliaia di Euro, emerge un valore di 13.045 migliaia di Euro.

Gelsia Energia S.r.l.

La Società è stata costituita nel 2002 e si occupa di acquisto e vendita di gas metano ed energia elettrica. La Gelsia S.r.l. al 31.12. 2008 possiede il 98,465% della Società; nel corso del 2009 Gelsia S.r.l. ha portato la propria partecipazione al 100% del capitale sociale acquisendo da AGAM S.p.A. il restante 1,535%. Ai fini di valutare la partecipazione in Gelsia Energia S.r.l. si è considerato il valore risultante dalla valutazione fatta dal perito nominato dal Presidente del Tribunale a seguito del diritto di recesso esercitato da AGAM S.p.A. e regolarmente corrisposto da Gelsia S.r.l.. Tale valore, rapportato alla percentuale del 98,465% posseduta al 31.12.2008, viene determinato in 41.439 migliaia di Euro.

Gelsia Reti S.r.l.

La Società è stata costituita nel 2003 e si occupa di distribuzione di energia elettrica e gas metano e della gestione dell'illuminazione pubblica.

La Gelsia s.r.l. detiene il 77,67 % del capitale sociale; mentre il restante 22,33 % è detenuto direttamente da AEB S.p.A.; al 31.12.2008 la società possiede un patrimonio netto di 25.242 migliaia di Euro e l'utile dell'esercizio 2008 è stato di 1.573 migliaia di Euro.

Il valore del patrimonio netto rettificato è stato così quantificato:

Patrimonio netto contabile al 31.12.2008	25.241
Storno immobilizzazioni immateriali	(1.170)
Storno dell'avviamento	(5.011)
Patrimonio netto rettificato (Metodo Patrimoniale)	19.060

Dalla valutazione della Società con il metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del goodwill, considerando un reddito medio prospettico dei prossimi quattro anni di 3.646 migliaia di Euro, emerge un valore di 27.718 migliaia di Euro che rapportato alla percentuale posseduta da Gelsia S.r.l. porta il valore della partecipazione a 21.548 migliaia di Euro.

Riepilogo valutazione società partecipate da Gelsia s.r.l.

	Ambiente	Calore	Energia	Reti
Patrimonio netto contabile	5.079	10.810		25.241
Storno oneri pluriennali	-	520	198	-
Storno avviamento	-	128		-
Plusvalenza imm. Tecniche				
Plusvalenza partecipazioni Gelsia				
Effetto imposte				
Concessione Energia				
Patrimonio netto rettificato	4.431	10.612		19.060
Reddito medio atteso	531	1.338		3.646
Anni	4	4		4
Tasso normale	6,00%	6,00%		6,00%
Tasso attualizzazione	6,00%	6,00%		6,00%
Metodo patrimoniale reddituale stima goodwill	5.351	13.045		27.743
Valutazione sulla base del prezzo acquisizione			42.085	
Valutazione totale società	5.351	13.045	42.085	27.743
Valutazione partecipazione di Gelsia Srl	5.351	13.045	41.439	21.548
	100,00%	100,00%	98,465%	77,67%
Valutazione partecipazione di AEB S.p.A.				6.195
				22,33%

Il valore delle partecipazioni detenute da Gelsia S.r.l che emerge dalla valutazione, confrontato con il valore contabile delle stesse partecipazioni può essere così riepilogato:

	contabile	valutazione
Gelsia Ambiente S.r.l.	5.280	5.351
Gelsia Calore S.r.l.	11.670	13.045
Gelsia Energia S.r.l.	27.019	41.439
Gelsia Reti S.r.l.	17.446	21.548
TOTALE	61.415	81.383

4.3.3 Determinazione del patrimonio netto rettificato e valutazione di Gelsia S.r.l.

Tenuto conto delle sopraesposte valutazioni e verificate le poste rettificative del patrimonio netto contabile, il valore di Gelsia S.r.l. calcolato con l'applicazione del metodo patrimoniale e con l'applicazione del metodo patrimoniale reddituale con stima autonoma del goodwill per le società partecipate è così determinato:

Patrimonio netto contabile al 31.12.2008	63.661
Storno immobilizzazioni immateriali	(719)
Plusvalenze su partecipazioni	19.968
Eliminazione dividendi per maturazione	(1.889)
Effetto fiscale su plusvalenza partecipazioni	(275)
Patrimonio netto rettificato (Metodo Patrimoniale)	80.746

Conseguentemente la partecipazione di AEB S.p.A. pari al 71,64 è valutata in 57.685 migliaia di Euro al netto dell'effetto fiscale di 161 migliaia di Euro.

4.3.4 La valutazione di Gelsia Reti S.r.l.

La partecipazione di AEB S.p.A. in Gelsia Reti S.r.l., tenuto conto di quanto riportato per la valutazione della stessa in Gelsia S.r.l., è determinata in 6.172 migliaia di Euro al netto dell'effetto fiscale di 23 migliaia di Euro.

4.3.5 La valutazione di Pragma S.p.A.

La società possiede n. 22.818 azioni della società Pragma S.p.A. pari al 41,646% del Capitale Sociale. La valutazione della Società effettuata parallelamente alla presente ha comportato la determinazione di un valore complessivo di 4.500 migliaia di Euro al quale corrisponde una partecipazione di AEB S.p.A. di 1.874 migliaia di Euro.

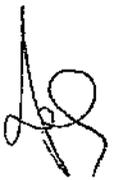
La valorizzazione della società Pragma S.p.A., al netto dell'effetto fiscale di 9 migliaia di Euro ammonta a 1.865 migliaia di Euro.

4.3.6 Altre partecipazioni

La società possiede una quota pari al 7,065% del Capitale Sociale nella Società Sinergie Italiane S.p.A., costituita nel corso del 2008 con capitale sociale di 2.000 migliaia di Euro ed il cui primo esercizio sociale terminerà il 30.9.2009. Essa raggruppa importanti società al fine di risolvere congiuntamente il problema della fornitura di gas metano a prezzi competitivi e per lo sviluppo del mercato del gas metano.

AEB S.p.A. possiede inoltre partecipazioni inferiori all'1% dei rispettivi capitali sociali in Brianzacque S.r.l., ASML S.p.A. e ASML Investimenti S.p.A.; tenuto conto della non significatività di dette partecipazioni e del fatto che complessivamente il valore delle stesse iscritte in bilancio è inferiore al valore complessivo delle quote di patrimonio netto.

Si ritiene di mantenere ai fini valutativi il dato di bilancio pari a 585 migliaia di Euro.



Ai fini della valutazione il totale delle immobilizzazioni finanziarie, al netto dell'effetto fiscale sulle plusvalenze latenti di 193 migliaia di Euro, viene determinato in 66.307 migliaia di Euro.

Azioni proprie

Al 31 dicembre 2008 la Società detiene, n. 19.291 azioni proprie per un valore complessivo in bilancio di 3.398 migliaia di Euro (Euro 176 per azione).

Ai fini valutativi le azioni proprie sono pari a zero in quanto portate direttamente in deduzione del patrimonio netto.

4.4 Attivo circolante

4.4.1 Rimanenze

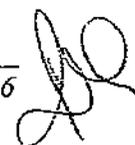
Le rimanenze sono relative principalmente a pompe idrauliche, materiali e pezzi di ricambio per reti e pozzi; risultano ubicate come segue:

Descrizione	Valore
Prodotti per farmacie	343
Altre rimanenze	20
Totale	363

Trattasi in massima parte di prodotti farmaceutici e medicinali in giacenza presso le tre farmacie site in Seregno.

Il Valore delle Rimanenze considerato ai fini della valutazione, è pari a 363 migliaia di Euro.

5



4.4.2 Crediti*a) Crediti verso clienti*

Il dettaglio, al netto dei relativi fondi svalutazione crediti necessari per adeguare il valore degli stessi al loro presumibile valore di realizzo, è il seguente:

Crediti anni precedenti	362
Crediti per servizi e vendite	992
Crediti per fatture da emettere	619
Totale crediti verso clienti	1.973
Fondo svalutazione crediti	445
Totale	1.528

In considerazione del fatto che l'ammontare del fondo svalutazione crediti è sufficiente per coprire il rischio di incasso legato ai crediti di anni precedenti, che buona parte dei crediti è relativa a crediti per fatture da emettere (e quindi non ancora esigibili) e che non risultano crediti di importo significativo con particolari problemi di incasso ad eccezione di quelli coperti dal fondo, si ritiene l'importo esposto attendibile.

Conseguentemente, ai fini della presente valutazione, l'importo dei crediti verso clienti viene determinato in 1.528 migliaia di Euro.

b) Crediti verso controllate, collegate e controllanti

Rappresentano i crediti vantati nei confronti delle seguenti Società del Gruppo AEB:

Gelsia S.r.l. (posseduta al 71,64%)	1.210
Gelsia Ambiente S.r.l.	16
Gelsia Calore S.r.l.	29
Gelsia Energia S.r.l.	22



Gelsia Reti S.r.l. (posseduta al 22,33)	1.097
Pragma S.p.A. (posseduta al 41,646%)	2
Crediti verso Comune di Seregno	357
Totale	2.733

L'importo include dividendi da Gelsia S.r.l. per 1.021 migliaia di Euro e da Gelsia Reti S.r.l. per 89 migliaia di Euro inclusi per competenza in quanto al 31.12.2008 non risultava ancora incassati essendo stati deliberati dai relativi Consigli di Amministrazione nel corso del mese di maggio 2009.

Ai fini valutativi, l'importo di tali crediti verso società del Gruppo viene determinato in 1.623 migliaia di Euro al netto quindi dei dividendi già considerati nella valutazione del patrimonio di Gelsia S.r.l. e Gelsia Reti S.r.l.

c) Crediti tributari e imposte anticipate

I crediti tributari risultano così suddivisi:

Crediti I.V.A.	96
Credito Ires-Irap	355
Altri crediti tributari	57
Crediti per imposte anticipate	2.446
Totale	2.954

I crediti per imposte anticipate sono relativi a differenze temporanee per ammortamenti, ad accantonamenti per rischi diversi e svalutazione crediti nonché a disavanzi da fusione.

Ai fini valutativi, si conferma l'importo dei crediti tributari in 2.954 migliaia di Euro.

f

c) Altri crediti

Gli altri crediti risultano così composti:

Crediti verso Ianomi S.p.A./Sinomi S.p.A. in contenzioso	1.761
Crediti verso il Servizio Sanitario Nazionale	254
Altri	116
Totale	2.131

Il credito con Ianomi S.p.A. rappresenta la cifra che la società è stata costretta a pagare in seguito alla provvisoria esecutività del decreto ingiuntivo dalla stessa richiesto per il conferimento in AEB S.p.A. eseguito dalla Meda Servizi S.p.A. nel 2003. La Società ha iniziato un contenzioso per il recupero della somma pagata. Nel fondo rischi ed oneri si evidenzia uno stanziamento effettuato a titolo prudenziale in relazione a tale contenzioso.

Ai fini della presente valutazione, l'importo degli altri crediti è determinato in 2.131 migliaia di Euro.

4.4.3 Disponibilità liquide

Le disponibilità liquide rappresentano le giacenze di denaro contante per 21 migliaia di Euro e disponibilità sui conti correnti intrattenuti con gli Istituti Bancari per 16 migliaia di Euro.

Il Valore considerato ai fini della valutazione è pari a 37 migliaia di Euro.

Il valore dell'attivo circolante, ai fini della presente valutazione, è quindi determinato in 8.636 migliaia di Euro.

4.5 Ratei e Risconti attivi

I risconti attivi rappresentano principalmente canoni di locazione e premi di assicurazione già pagati ma di competenza degli esercizi futuri.

Il valore dei ratei e risconti attivi è pari a Euro 61.

PASSIVO

4.6 Fondi per rischi e oneri

I fondi per rischi ed oneri rappresentano quanto accantonato dalla Società per far fronte ai rischi derivanti dai contenziosi in essere con l'Agenzia delle Entrate per la quota di agevolazioni di cui ha goduto GEA S.p.A., Società incorporata nel 2003, relativamente ai periodi di imposta dal 1997 al 1999. Si ritiene che tale accantonamento sia appropriato e che troverà il proprio utilizzo, così come descritto nella nota integrativa nel corso dell'anno 2009.

Il fondo rischi include anche la potenziale passività per far fronte al contenzioso con le Società Ianomi S.p.A. e Sinomi S.p.A. in relazione al fallimento della Meda Servizi S.p.A.. Dalle informazioni avute dalla Società, l'accantonamento appare congruo per far fronte sia al rischio di incasso del credito verso Ianomi S.p.A., evidenziato negli altri crediti, sia al rischio di ulteriori passività legate al contenzioso

Il valore complessivo del fondo per rischi ed oneri è di 2.569 migliaia di Euro.

4.7 Fondo per trattamento di fine rapporto

Il fondo per trattamento di fine rapporto rappresenta la passività maturata per trattamento di fine rapporto nei confronti del personale dipendente calcolata in base alle normative vigenti.

Il personale in forza alla Società al 31 dicembre 2008 è di n. 22 dipendenti dei quali 1 dirigente, 6 quadri, 12 impiegati e 3 operai.

Il valore complessivo del fondo trattamento di fine rapporto è di 305 migliaia di Euro.

4.8 Debiti

4.8.1 Debiti verso banche

I debiti verso banche sono rappresentati da debiti di conto corrente nei limiti di fido concessi dai vari Istituti di Credito.

6. CONCLUSIONI

In conclusione si può affermare che, sulla base della valutazione effettuata con l'applicazione del metodo patrimoniale semplice, tenuto conto delle finalità e delle limitazioni citate nelle premesse, il patrimonio netto della AEB S.p.A. è pari a 148.873 migliaia di Euro (Euro centoquarantottomilionioctocentosettantatremila/00) e che pertanto il valore della Società al 31 dicembre 2008 è

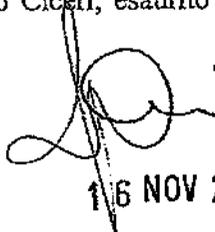
Euro 148.873.000

(Euro centoquarantottomilionioctocentosettantatremila/00).

Il sottoscritto dott. Rodolfo Ciceri, esaurito l'incarico assegnatogli, ringrazia per la fiducia concessagli.

Con osservanza.

Mariano Comense, li



16 NOV 2009