



Città di Seregno

**ALLEGATO B2: Perizie giurate dell'esperto indipendente
ex articolo 2343 Codice Civile**

DUFF & PHELPS

Relazione di stima ex art. 2343-ter c.c., 12 novembre 2019
 comma 2, lettera b) del valore delle
 quote detenute dai soci in Gelsia S.r.l.
 al 30 giugno 2019

Duff & Phelps Holding S.r.l.
Centro Direzionale Colleoni
Palazzo Cassinetti 3
20064 Agrate Brianza MB / Italia
tel. +39 039 6423.538
fax +39 039 6423.542

Sede legale
Via Monte Rosa 91 - 20149 Milano
Società a socio unico
Capital Sociale Euro 1004700,00 I.v.
R.E.A. Milano 1297444 / C.F. / Reg. Imprese 01777130120 / P.IVA 09476220158



DUFF & PHELPS

Milano, 12 novembre 2019

Spett.le

AEB S.p.A.

Via Palestro, 33

20831 Seregno (MB)

Egredi Signori,

con la presente lettera e l'allegata relazione di stima ex art. 2343-ter c.c. ("Relazione") vi presentiamo la stima del valore economico delle quote detenute dai soci in Gelsia S.r.l. in relazione ai prospettati conferimenti di quote in AEB S.p.A. La data di riferimento della presente stima è il 30 giugno 2019.

Risultati

Sulla base delle assunzioni utilizzate e delle procedure eseguite, come dettagliato nella allegata relazione, il valore economico delle quote sopra specificate alla data di riferimento indicata è il seguente:

Gelsia S.r.l. (30 giugno 2019)

Socio	Quote al 30 giugno		Valore economico	
	2019	%	Quote	
AEB	15.702.403,13	77,180%	78.781.884,35	
Gestioni Servizi Desio S.r.l.	830.890,99	4,084%	4.188.735,02	
ASSP S.p.A.	698.838,85	3,435%	3.506.204,82	
Comune di Bovisio Masciago	95.119,00	0,468%	477.229,76	
Comune di Ceriano Laghetto	42.296,00	0,208%	212.206,92	
Comune di Casano Maderno	759.659,35	3,733%	3.810.850,89	
Comune di Vareto	89.578,00	0,440%	449.429,53	
Comune di Lissone	2.063.446,08	10,142%	10.352.693,73	
Comune di Nova Milanese	41.804,29	0,205%	209.739,92	
Comune di Biassono	21.331,69	0,105%	107.025,07	
Totale	20.345.267,38	100,000%	102.076.000,00	

Ringraziandovi per l'opportunità offerta, vi segnaliamo che in caso di necessità di chiarimenti sul contenuto della relazione potete contattarci al numero +39 0246712345.

Cordiali saluti,

Enrico Rovere

Managing Director

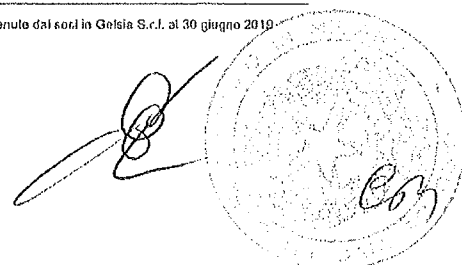
Duff & Phelps Holding S.r.l.

Duff & Phelps Holding S.r.l.
Centro Direzionale Colsoni
Palazzo Cassiopea 3
20864 Agrate Brianza MB / Italia
tel. +39 039 6423.538
fax +39 039 6423.542

Sede legale
Via Monto Rosa 91 - 20149 Milano
Società a socio unico
Capitale Sociale Eur 1004700,00 i.v.
R.E.A. L'Inno 12977441 C.F. / Reg. Imprese 01777130129 / P.IVA 09476220158

Sommario

01	Introduzione	4
	Premessa	5
	Oggetto dell'incarico	5
	Informazioni utilizzate	6
	Data di riferimento	6
	Avvertenze	7
02	Descrizione del settore e del quadro normativo di riferimento	9
	Mercato energetico	10
	Gas metano	11
	Cogenerazione e teleriscaldamento	12
	Normative Gas metano	13
	Novità Normative Gas metano	15
	Normative Energia	16
	Normative Teleriscaldamento	17
03	Descrizione della Società	19
	Il Gruppo AEB	20
	La Società	23
04	Dati economico-patrimoniali consuntivi e prospettici della Società	24
	Dati economico-patrimoniali consuntivi	25
	Dati economico-patrimoniali prospettici	27
05	Metodologie di valutazione	29
	Principali metodi di valutazione	30
06	Analisi valutativa della Società e delle Quote	33
	Analisi valutativa della Società	34
	Metodo principale: Metodo finanziario	34
	Metodo di controllo: Metodo comparativo	36
	Analisi valutativa delle Quote	37
07	Conclusioni	38
	Conclusioni	39
08	Allegati	40
	ALLEGATO A: CALCOLO DEL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE (WACC)	41
	ALLEGATO B: MULTIPLI DI MERCATO	42
	ALLEGATO C: MULTIPLI DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI	43
	ALLEGATO D: POSIZIONE FINANZIARIA NETTA MENSILE	44



Sezione 01

Introduzione

Premessa

Duff & Phelps Holding S.r.l., nella persona del Dott. Enrico Rovere (di seguito lo "Scrittore") – nato a Biella (BI) il 28 luglio 1964, domiciliato a Milano in Via Vincenzo Monti 8, iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti di Biella e nel Registro dei Revisori Legali – ha ricevuto l'incarico ("Incarico") da AEB S.p.A. ("AEB" o la "Conferitaria") di predisporre una relazione di stima ("Relazione") del valore economico delle quote (le "Quote") detenute dai soci (i "Soci" o "Conferenti") nel capitale sociale di Gelsia S.r.l. ("Gelsia" o la "Società") – società di diritto italiano con sede in Seregno (MB), Via Palestro 33, iscritta al Registro delle Imprese di Monza e Brianza al n. 05970420963, capitale sociale interamente versato di € 20.345.267,38, in relazione ai prospettati conferimenti di quote ("Conferimenti") in AEB. Gelsia appartiene al Gruppo AEB ed è soggetta a direzione e coordinamento di AEB.

Oggetto dell'incarico

Lo scopo della presente relazione (la "Relazione") è la stima del valore delle Quote ai sensi dell'art. 2343-ter c.c., comma 2, lettera b) ai fini dei Conferimenti.

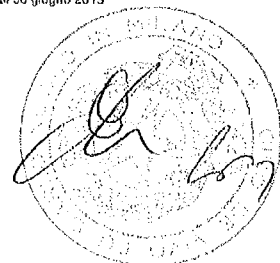
Giova al riguardo precisare che la relazione di stima è volta a tutelare opposti interessi, nei confronti dei quali, ai sensi dell'art. 2343, secondo comma, il perito è tenuto a rispondere secondo quanto disposto dall'art. 64 c.p.c.

Ciò premesso, lo Scrittore ritiene importante fornire alcune precisazioni circa le norme nelle quali s'inquadra il presente lavoro peritale e i relativi riflessi sulle scelte effettuate in sede valutativa.

La stima del valore delle Quote che i Conferenti intendono trasferire alla Conferitaria è redatta al fine di assolvere alle disposizioni dettate dagli artt. 2343 e 2343-ter c.c.: l'art. 2343 c.c., primo comma, prevede che "...chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti...".

Il processo valutativo in esame ha dunque lo scopo di stimare il valore economico dell'oggetto del conferimento e quindi assicurare l'integrità del capitale della Conferitaria, per la quota liberata mediante l'apporto delle Quote conferite. Inoltre, la stima del valore dell'oggetto di conferimento deve scontare, come mostrato nell'articolo del codice civile precedentemente illustrato (cfr. "...il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo..."), limiti convenzionali che la legge le assegna in relazione allo specifico scopo del conferimento e ciò impone l'adozione di scelte di natura prudenziale nell'individuazione dei criteri e nell'apprezzamento dei parametri utilizzati nella suddetta stima. Di conseguenza, i risultati riportati in questo lavoro peritale esprimono una configurazione di valore coerente solo ed esclusivamente con l'ipotesi di conferimento regolata dalla norma sopra citata.

L'art. 2343-ter c.c., comma 2, lettera b), prevede che "...non è altresì richiesta la relazione di cui all'art. 2343, primo comma, quando il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore [...] al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi ha effettuato il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente



Informazioni utilizzate

o sulla società medesima, dotato di adeguata e di comprovata professionalità...".

Lo Scrivente redige la Relazione dichiarando di essere indipendente dai Conferenti e dalla Conferitaria e di possedere tutti i requisiti personali e professionali richiesti dalla legge per l'espletamento di simili incarichi.

Lo Scrivente, raccolte le informazioni necessarie ed effettuate le opportune indagini, prosegue di seguito con la descrizione della Società e delle Quote, descrive i criteri di valutazione adottati e i risultati ottenuti ed espone l'analisi di sensibilità del valore al variare di alcuni parametri di valutazione.

I documenti e le informazioni (di seguito nell'insieme le "Informazioni") su cui la Relazione si basa sono stati ottenuti direttamente dalla Società o indirettamente da AEB, e da fonti pubblicamente disponibili. Di conseguenza, eventuali scostamenti rispetto alle conclusioni raggiunte nella Relazione potrebbero derivare da imprecisioni, errori e omissioni nelle Informazioni a noi fornite.

Le principali Informazioni utilizzate ai fini dello svolgimento dell'incarico comprendono:

- Bilanci d'esercizio di Gelsia S.r.l. relativi agli esercizi 2016-2018;
- Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2019 di Gelsia S.r.l.;
- Relazione previsionale 2019 e triennale 2019-2021;
- Comunicazioni del Comune di Macherio ad AEB inerente la cessione della partecipazione in Gelsia S.r.l. alla Canarbino S.p.A. in data 15 gennaio 2019;
- Contratto di cessione ad AEB della partecipazione in Gelsia S.r.l. detenuta da Canarbino S.p.A. del 13 maggio 2019;
- Elenco soci di Gelsia S.r.l. e relative quote di partecipazione al 30 giugno 2019;
- Presa d'atto del 26 settembre 2019 del Comune di Ceriano Laghetto della distribuzione del dividendo straordinario di Gelsia S.r.l. in natura di partecipazioni di Gelsia Ambiente S.r.l. e RetiPiù S.r.l. a favore dei comuni soci;
- Dettaglio della posizione finanziaria netta mensile di Gelsia S.r.l. dal 30 giugno 2018 al 30 giugno 2019;
- Dichiarazione CSEA sull'importo da riconoscersi a titolo di rideterminazione delle tariffe.

Tali Informazioni sono state integrate mediante colloqui ed incontri con il management della Società e di AEB (di seguito il "Management") in relazione all'attività svolta e al settore e contesto competitivo, e mediante informazioni finanziarie (quali prezzi di borsa, dati economico-patrimoniali, ecc.) ottenute attraverso banche dati specializzate e ricerche sul settore di riferimento.

Data di riferimento

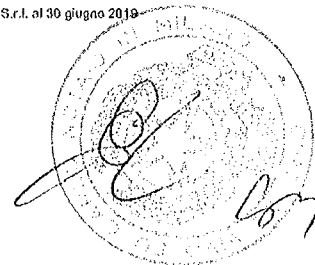
La data di riferimento della presente stima è il 30 giugno 2019 (di seguito la "Data di Riferimento").

Ai fini della presente analisi lo Scrivente ha avuto assicurazione da parte del Management circa l'assenza di eventi successivi alla Data di Riferimento che possano avere un impatto rilevante sulle conclusioni della Relazione.

Avvertenze

Le conclusioni raggiunte devono essere interpretate alla luce delle seguenti ipotesi:

- la valutazione delle Quote è stata eseguita in ipotesi di continuità aziendale della Società, considerandone l'attuale configurazione e modello operativo e l'attuale contesto normativo e regolamentare; in ogni caso la valutazione non prende in considerazione eventi esterni futuri straordinari o inattesi;
- la valutazione della Società è stata effettuata con il metodo finanziario, verificato con il metodo comparativo, basati sui dati consuntivi di Gelsia S.r.l. al 30 giugno 2019 (redatti secondo i principi contabili Internazionali IFRS) e sui dati prospettici contenuti nella relazione previsionale 2019 e triennale 2019-2021 (le "Proiezioni"); i dati consuntivi e prospettici della Società non sono stati oggetto di due diligence da parte dello Scrivente;
- l'incarico non prevede lo svolgimento di verifiche e accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale o previdenziale connesse a problematiche non riportate nelle Informazioni;
- la Relazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo "Oggetto dell'incarico";
- lo Scrivente dichiara inoltre che il presente incarico sarà realizzato secondo criteri conformi a quelli previsti dai Principi Italiani di Valutazione 2015 ("PIV"), cui lo Scrivente attesta piena adesione;
- lo Scrivente dichiara di possedere la competenza e l'esperienza necessarie per assolvere il presente incarico, così come richiesto dal PIV II.2.5 e PIV II.2.6;
- lo Scrivente, nel compimento del presente incarico, dichiara di aderire al "Code of Ethical Principles for Professional Valuer" dell'IVSC (*International Valuation Standard Council*);
- Secondo i PIV le definizioni di valore sono:
 - il "valore di mercato", secondo il PIV I.6.6: il valore di mercato di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere);
 - il "valore normale di mercato", secondo il PIV I.6.12: il valore normale (di mercato) di un'attività è il prezzo che si stima si formerebbe sul mercato in condizioni normali, nelle quali i prezzi non siano ingiustificatamente depressi o irrazionalmente elevati, rispetto ai fondamentali;
 - il "valore intrinseco (o economico)", secondo il PIV I.6.8: il valore intrinseco (o economico) di un'azienda esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di

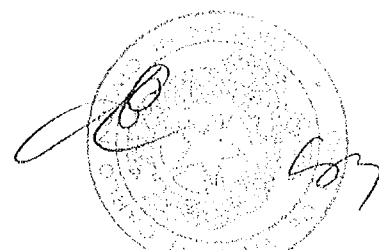


riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi.

- Secondo il PIV IV.5.2 la configurazione di valore nel caso delle valutazioni ai fini di conferimento è rappresentata dal valore normale di mercato dei beni. Nel caso di conferimenti di aziende o di rami di azienda il valore di conferimento è normalmente rappresentato dal minore fra il valore intrinseco e il valore normale di mercato dei beni conferiti. In casi particolari, l'esperto potrà adottare anche più di una configurazione di valore, che tenga conto della logica dell'operazione di conferimento nel più ampio contesto dell'operazione acquisitiva. Nel caso specifico, lo Scrivente ha ritenuto che il valore minimo fosse costituito dal valore intrinseco (o economico).

Sezione 02

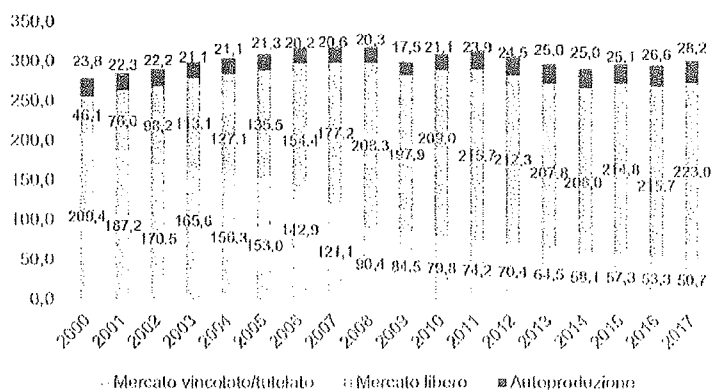
Descrizione del settore e del quadro normativo di riferimento



Mercato energetico

Il quadro di debolezza strutturale dell'economia italiana (In Italia il PIL è ancora inferiore a quello precedente la crisi del 2008 e anche il reddito pro-capite è sceso negli ultimi anni del 5%) si è accompagnato a una situazione di sostanziale stagnazione dei consumi totali di energia. Nel 2018 il mercato energetico ha visto un fabbisogno in riduzione sia per i consumi di gas metano che per quelli dell'energia elettrica. Il 2018 è stato l'anno più caldo degli ultimi 180 anni; nell'ultimo trimestre dell'anno.

Consumi di energia elettrica (TWh) (2000-2017)



Circa le singole fonti di energia, prosegue il calo dei consumi di carbone; il gas naturale rimane, seppur di poco davanti al petrolio, la fonte principale nel bilancio energetico nazionale, ma fa segnare una pesante flessione dovuto a un minore utilizzo del gas nelle centrali elettriche. La produzione di fonti rinnovabili, fa segnare un balzo che determina un nuovo livello record che conferma la crescita in corso da due decenni. Tuttavia, nel 2018 il balzo è dovuto, come già accaduto nel 2014, interamente alla produzione idroelettrica dell'11,4% a 35,3 Mtep, nuovo livello record che conferma la crescita in corso da due decenni.

Nel complesso, le Fer fanno segnare un +14,4% a 95,5 TWh (+14,4%), mentre le fonti tradizionali, in calo a 149,6 TWh (-8%) risentono in particolare del -18,4% del carbone. Le vendite nazionali si mostrano in debole calo sull'anno precedente, a 247,5 TWh (-0,3%), restando comunque sui valori più alti degli ultimi cinque anni. In ripresa invece l'import a 48,1 TWh (+9,1%).

Dopo un periodo di costante diminuzione dei prezzi dell'energia elettrica, le tariffe di fornitura nel 2018 hanno invertito il lungo trend con un rialzo dei prezzi all'ingrosso. I prezzi di fornitura per l'anno solare 2018 (che si sono formati nel corso del 2017) sono stati influenzati da diversi fattori legati alla situazione geopolitica mondiale:

- incertezza causata dallo stop delle centrali nucleari francesi alla fine del 2016;
- scarsa disponibilità idrica che ha condizionato la produzione di energia delle centrali idroelettriche;
- guerra dei dazi tra USA e Cina che ha influenzato il prezzo del petrolio nel mese di aprile di quest'anno;
- questioni geopolitiche legate ai rapporti tra Usa e Iran e le tensioni in Siria;

- fondamentali di mercato (domanda robusta, riduzione scorte degli USA, tagli OPEC).

Le vendite di energia elettrica pari a 19,39 TWh nel primo semestre 2019 sono aumentate del 9,5% essenzialmente per i maggiori volumi commercializzati presso i clienti del mercato libero e alla borsa elettrica.

Nel corso del 2018, si è confermato non solo un rialzo, ma anche un andamento anomalo rispetto agli anni precedenti. Dal febbraio 2018, il *calendar* 2019 ha iniziato una progressiva crescita che ha portato ad una quotazione intorno ai 47€/MWh agli oltre 72€/MWh. Il rialzo dei prezzi si è realizzato in particolare tra fine febbraio e ottobre (+13 €/MWh circa), toccando il suo picco a settembre (+28 €/MWh sul 2017) e risulta strettamente correlato all'analoga dinamica registrata dalle quotazioni del gas al PSV e a un livello di acquisti nazionali che nei mesi, con poche eccezioni in estate, si colloca ai massimi dell'ultimo quinquennio (291,8 TWh). L'effetto rialzista risulta peraltro in parte mitigato dall'elevato livello raggiunto dalle vendite rinnovabili, di poco inferiori al valore record del 2014.

Tuttavia, il prezzo ha subito una flessione/ stabilizzazione a seguito della pubblicazione delle trimestrali delle grandi multinazionali americane e asiatiche, che ha rilevato un rallentamento della crescita economica a livello mondiale rispetto alle previsioni di inizio anno.

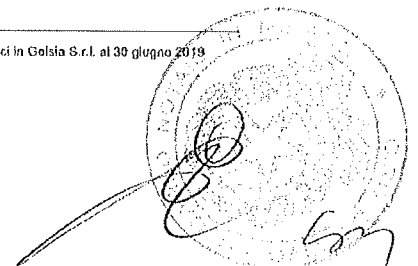
Questo rallentamento è stato confermato anche nel Press Release Database della European Commission, datato 12 luglio 2018. La frenata attesa nel 2019 riguarda soprattutto i Paesi emergenti, ma tocca anche gli USA e l'Europa.

Sostanzialmente stabile sul massimo storico del 2017 la liquidità del Mgp (72,0%), con i volumi di borsa al valore più alto dell'ultimo decennio. Nel Mercato a Termine dell'energia elettrica l'Annuale 2019 *base/load* chiude il periodo di trading a 67,40 €/MWh, mostrando aspettative al rialzo dei prezzi per l'anno in corso. Alcuni operatori, per l'anno a venire, stimano un aumento del costo dell'energia elettrica del 20-30%, che ricadrebbe anche sulle materie prime e semilavorati.

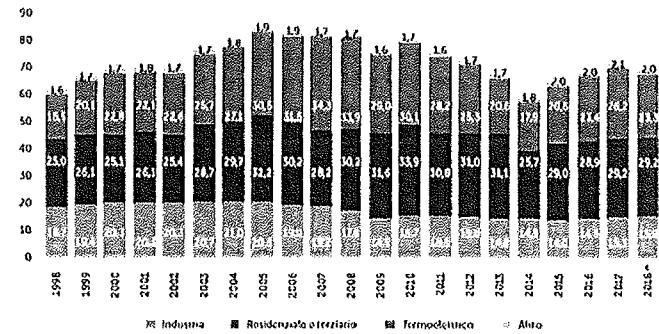
Con il DL "Milleproroghe" è slittata al 2020 la fine del mercato di maggior tutela, data che potrebbe avere un significativo impatto sul disegno competitivo del mercato.

Gas metano

Nel 2018 il consumo netto di gas naturale è diminuito di 3,3 G(m3), attestandosi a 70,3 G(m3) dai 72,7 G(m3) del 2017.



10- 3.3 Consumi di gas naturale per settore (Gm³)



Fonte: Dati ISTAT

Fonte: Direzione Regionale Energia e Ambiente - Bilancio energetico della regione

Nel primo semestre 2019 le vendite di gas naturale di 39,13 miliardi di metri cubi sono diminuite del 3,4% rispetto al primo semestre 2018.

La diminuzione di dicembre è stata determinata da una minore domanda di gas naturale proveniente da tutti e tre i principali segmenti di utilizzo, con i prelievi termoelettrici che sono risultati pari a 2.138 milioni di Smc (-195 milioni di Smc circa rispetto a dicembre 2017), mentre i consumi residenziali e industriali sono risultati rispettivamente pari a 5.372 milioni di Smc e 1.149 milioni di Smc (corrispondenti, nell'ordine, a un calo di 442 milioni di Smc e 91 milioni di Smc rispetto a dicembre 2017).

A fronte del calo dei consumi, anche le importazioni nette hanno subito una contrazione (2,7%). I volumi di gas importato dall'estero sono, infatti, diminuiti di 1,8 G(m³) rispetto al 2017 secondo i dati preconsuntivi pubblicati dal Ministero dello sviluppo economico nel bilancio gas, nel 2018 la produzione nazionale si è attestata a 5.448 M(m³), in calo dell'1,6% rispetto al 2017.

Il 2018 ha visto anche un progressivo rialzo dei prezzi, registrando tra fine febbraio e ottobre una dinamica al rialzo delle quotazioni del gas al PSV.

Cogenerazione e teleriscaldamento

Il settore della cogenerazione e teleriscaldamento, negli ultimi anni, ha subito una forte riduzione dei margini dovuta al termine degli incentivi da certificati verdi ed al sensibile calo delle tariffe elettriche, che non è stata compensata da pari riduzione dei costi di approvvigionamento del gas metano.

L'Italia si colloca tra i Paesi europei con la minore diffusione del servizio di teleriscaldamento, con circa il 6% della popolazione servita.

Nel 2017 le centrali termiche al servizio di reti di telecalore hanno prodotto 11.155 GWh termici, 6.729 GWh elettrici e 135 GWh frigoriferi (tabella 4.1), con un incremento, rispetto al 2016, rispettivamente pari al 3,4%, 5,9% e 8,1%.

L'energia distribuita dalle reti di telecalore è utilizzata principalmente per gli usi di climatizzazione ambientale e produzione di acqua calda a uso igienico-sanitario, mentre è solo marginale l'utilizzo in processi industriali.

Il settore del telecalore è caratterizzato da alcune peculiarità relative alla modalità di determinazione del prezzo di fornitura del servizio e dei contributi di allacciamento. Vengono praticate due principali modalità di determinazione del prezzo del servizio: una sulla base dei costi sostenuti e un'altra sulla base del

Normative Gas metano

costo evitato, ovvero il costo che l'utente avrebbe sostenuto utilizzando una diversa tecnologia di climatizzazione.

NORMATIVE CON IMPATTO SULLA VENDITA DI GAS METANO

La vendita di gas naturale è disciplinata dagli articoli 17 e 18 del decreto legislativo 164/2000 e dal decreto ministeriale 29 dicembre 2011.

Il Ministero gestisce l'Elenco dei soggetti abilitati alla vendita di gas naturale a clienti finali relativo anche alla vendita di gas naturale liquefatto attraverso autocisterne e di gas naturale a mezzo di carri bombolai, nonché di biogas.

Articoli 17 e 18 D.lgs. 164/2000:

Art. 17. Attività di vendita ai clienti finali

1. A decorrere dall'1 gennaio 2012 è operativo presso il Ministero dello sviluppo economico un "Elenco dei soggetti abilitati alla vendita di gas naturale a clienti finali," relativo anche alla vendita di gas naturale liquefatto attraverso autocisterne e di gas naturale a mezzo di carri bombolai, nonché di biogas.

(comma così sostituito dall'art. 30, comma 2, d.lgs. n. 93 del 2011)

2. I soggetti che alla data del presente decreto risultano autorizzati alla vendita di gas naturale a clienti finali, sono direttamente iscritti all'elenco di cui al comma 1.

(comma così sostituito dall'art. 30, comma 2, d.lgs. n. 93 del 2011)

3. Le società interessate alla inclusione nell'elenco di cui al comma 1 presentano richiesta al Ministero dello sviluppo economico, in base a modalità e requisiti stabiliti, sentita l'Autorità per l'energia elettrica, il gas e il sistema idrico, con decreto dello stesso Ministero entro la data di cui al comma 1. Il Ministero dello sviluppo economico, entro trenta giorni dalla richiesta, qualora verifichi la non congruità di uno o più dei requisiti richiesti, può sospendere l'iscrizione nell'elenco di cui al comma 1 del soggetto interessato e richiedere allo stesso elementi integrativi.

(comma così sostituito dall'art. 30, comma 2, d.lgs. n. 93 del 2011, poi modificato dall'art. 1, comma 83, legge n. 124 del 2017)

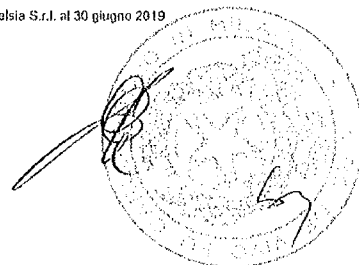
4. L'Elenco dei soggetti abilitati alla vendita di gas naturale ai clienti finali è pubblicato sul sito internet del Ministero dello sviluppo economico e aggiornato mensilmente. La pubblicazione ha valore di pubblicità ai fini di legge per tutti i soggetti interessati.

(comma così sostituito dall'art. 30, comma 2, d.lgs. n. 93 del 2011)

5. Per motivi di continuità del servizio, o su segnalazione dell'Autorità per l'energia elettrica e il gas, con decreto del Ministero dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato le imprese distributrici possono essere autorizzate in via eccezionale a svolgere transitoriamente l'attività di vendita ai clienti finali nell'area di loro operatività. Tale attività è esercitata a condizioni e modalità stabilite dall'Autorità per l'energia elettrica e il gas.

Art. 18. Disciplina dell'attività di vendita

1. A decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto e fino al 31 dicembre 2002 i soggetti che svolgono l'attività di trasporto, nell'ambito della loro



attività di dispacciamento sulla rete nazionale di gasdotti devono fornire ai clienti non idonei, direttamente o indirettamente connessi alla porzione di rete su cui svolgono la loro attività, la disponibilità del servizio di modulazione stagionale e di punta stagionale e giornaliera adeguata alla domanda di un anno con inverno rigido con frequenza ventennale. L'Autorità per l'energia elettrica ed il gas vigila sull'espletamento dell'obbligo suddetto.

2. A decorrere dal 30 giugno 2003 il servizio di cui al comma 1 è fornito dai soggetti che svolgono l'attività di vendita. Il Ministero dello sviluppo economico determina i criteri per il calcolo degli obblighi di modulazione per il periodo di punta stagionale per aree di prelievo omogenee in funzione dei valori climatici, tenendo conto degli obblighi di garanzia delle forniture di gas naturale ai clienti vulnerabili di cui all'articolo 8 del regolamento (CE) n. 994/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 ottobre 2010.

(comma così modificato dall'art. 13-quater, comma 1, legge n. 284 del 2002, poi dall'art. 27, comma 3, d.lgs. n. 93 del 2011)

3. I soggetti che svolgono attività di vendita ai clienti civili, ivi comprese le utenze relative ad attività di servizio pubblico, tra cui ospedali, case di cura e di riposo, carceri, scuole, e altre strutture pubbliche o private che svolgono un'attività riconosciuta di assistenza, nonché a clienti non civili con consumi non superiori a 50.000 metri cubi annui, a decorrere dal 1° ottobre 2011 forniscono agli stessi clienti il servizio di modulazione di cui al comma 2, ovvero, ove abbiano installato misuratori multiorari di gas naturale, il servizio richiesto direttamente dai clienti stessi. L'Autorità per l'energia elettrica ed il gas vigila sulla trasparenza delle condizioni contrattuali e, con proprie deliberazioni, può stabilire un codice di condotta commerciale in cui sono determinate le modalità e i contenuti delle informazioni minime che i soggetti che svolgono l'attività di vendita devono fornire ai clienti stessi.

(comma aggiunto dall'art. 27, comma 4, d.lgs. n. 93 del 2011)

4. A decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto i soggetti che svolgono l'attività di vendita a clienti idonei devono fornire contestualmente agli stessi clienti la disponibilità del servizio di modulazione stagionale e di punta stagionale, giornaliera e oraria richiesta dai clienti stessi. I criteri per la determinazione delle capacità di stoccaggio associate alla domanda degli stessi clienti sono stabiliti nell'ambito del codice di stoccaggio.

5. Per i clienti finali con consumo annuo superiore a 200.000 Smc la misurazione del gas è effettuata su base oraria a decorrere dal 1° luglio 2002; l'Autorità per l'energia elettrica ed il gas, con proprie deliberazioni, può prorogare, su specifica istanza di imprese di trasporto o di distribuzione, il suddetto termine temporale, e può estendere l'obbligo di misurazione su base oraria ad altre tipologie di clienti.

6. I soggetti che effettuano la vendita di gas naturale devono disporre di capacità di trasporto, modulazione e stoccaggio adeguate alle forniture ad essi richieste. Nel caso essi utilizzino, per sopperire a temporanee richieste dei clienti superiori a quanto concordato, ulteriori capacità di trasporto, stoccaggio e di modulazione oltre quanto impegnato, sono tenuti a versare ai soggetti che svolgono le connesse attività di trasporto e dispacciamento e di stoccaggio un corrispettivo, determinato dall'Autorità per l'energia elettrica ed il gas entro il 1° gennaio 2001, ai fini del bilanciamento del sistema o per la tempestiva reintegrazione degli stoccaggi.

7. Le imprese di gas che svolgono l'attività di vendita sono tenute alla certificazione di bilancio a decorrere dal 1° gennaio 2002

Decreto ministeriale 29 dicembre 2011

Art. 1 (Campo di applicazione)

1. Il presente decreto stabilisce i criteri in base ai quali, ai sensi dell'articolo 17 del decreto legislativo 23 maggio 2000, n.164, e dell' articolo 30 del decreto legislativo 1 giugno 2010 n.93, il Ministero dello sviluppo economico, di seguito "Ministero", si pronuncia in merito alle domande di inserimento nell'elenco delle imprese del gas abilitate alla vendita di gas naturale, compreso il gas naturale liquefatto, il biogas e il gas derivante dalla biomassa o altri tipi di gas, nella misura in cui i suddetti gas possono essere immessi e trasportati nel sistema del gas naturale senza porre problemi di ordine tecnico o di sicurezza, ai clienti finali connessi a reti di distribuzione, a reti regionali di trasporto, alla rete nazionale del gasdotti o a reti alimentate da serbatoi di GNL, sull'intero territorio nazionale.

2. L'inserimento nell'elenco dei soggetti abilitati avviene qualora siano soddisfatte le seguenti condizioni:

a) disponibilità di un servizio di modulazione adeguato alle necessità delle forniture, comprensivo delle relative capacità di stoccaggio, ubicate nel territorio nazionale, in base ai criteri di cui all'articolo 18 del decreto legislativo 23 maggio 2000, n.164;

b) dimostrazione della disponibilità di fornitura di gas naturale;

c) adeguatezza delle capacità tecniche e finanziarie dell'impresa richiedente.

3. Nel caso di consorzi di clienti finali che si approvvigionano di gas per l'esclusivo utilizzo dei propri consorziali non è richiesto l'inserimento del consorzio nell'Elenco sopra citato.

4. Nel caso di reti di distribuzione alimentate da serbatoi di GNL che servono reti locali di distribuzione non collegate né direttamente né indirettamente alla Rete Nazionale dei Gasdotti, il soggetto che gestisce l'attività di distribuzione è autorizzato a svolgere temporaneamente l'attività di vendita di gas naturale, in quanto tali reti non fanno parte del sistema del gas naturale.

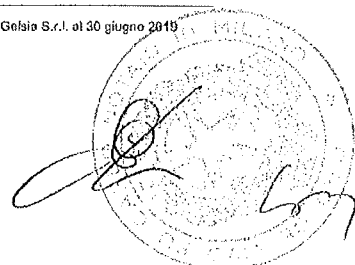
Novità Normative Gas metano

NOVITÀ NORMATIVE

Per quanto riguarda le novità che verranno introdotte il prossimo anno segnaliamo la legge 4 agosto 2017, n. 124, "Legge annuale per il mercato e la concorrenza" che ha stabilito, dal 1° luglio 2019, la fine della tutela di prezzo fornita dall'Autorità per i settori dell'energia elettrica (per i clienti domestici e le piccole imprese connesse in bassa tensione) e del gas naturale (per i clienti domestici), individuando a tal fine un percorso a beneficio dei clienti finali di piccole dimensioni. Tale scadenza è stata rinviata al 1° luglio 2020 in seguito all'approvazione della Legge di conversione del Decreto Legge n. 91/2018 (c.d. Milleproroghe) - Legge 108 del 21 settembre 2018.

Da tale data l'Autorità cesserà di definire e aggiornare ogni 3 mesi le condizioni economiche (i prezzi) per la fornitura di energia elettrica e di gas naturale dei servizi di tutela per i clienti di piccole dimensioni.

Già oggi i clienti finali di piccole dimensioni (quali famiglie e piccole imprese) hanno la facoltà di passare al "mercato libero", dove è il cliente a decidere quale



venditore e quale tipo di contratto scegliere, selezionando l'offerta ritenuta più adatta alle proprie esigenze.

Dal 1° gennaio 2018, i clienti finali interessati dalla modifica normativa ricevono, secondo le modalità definite dall'Autorità, un'informativa da parte del proprio venditore in relazione al superamento delle tutele di prezzo.

Successivamente al 1° luglio 2020, ai clienti di piccola dimensione che non avranno un venditore nel mercato libero, la continuità della fornitura di energia elettrica e/o gas naturale sarà comunque garantita affinché il cliente non subisca alcuna interruzione durante il periodo necessario a trovare un venditore sul mercato libero. L'Autorità garantirà la pubblicizzazione e la diffusione delle informazioni in merito alla piena apertura del mercato e alle modalità di svolgimento dei servizi.

Normative Energia

NORMATIVE CON IMPATTO NEL MERCATO DELL'ENERGIA ELETTRICA

Il mercato elettrico, vale a dire la sede delle transazioni aventi per oggetto la compravendita all'ingrosso di energia elettrica, nasce in Italia per effetto del Decreto Legislativo 16 marzo 1999, n. 79 ("Decreto Bersani") che ha avviato in Italia la liberalizzazione del settore elettrico, nell'ambito del recepimento della prima direttiva comunitaria sulla creazione di un mercato interno dell'energia (Direttiva 96/92/CE).

Il mercato elettrico italiano è gestito dal Gestore dei Mercati Energetici (GME), società controllata dal GSE, sulla base di una specifica Disciplina che stabilisce le regole di funzionamento del mercato e di partecipazione degli operatori. Tale Disciplina e i relativi aggiornamenti sono predisposti dal GME e approvati dal Ministero dello sviluppo economico sentita l'Autorità per l'energia elettrica il gas e il sistema idrico.

Il forte impulso dell'Unione Europea verso lo sviluppo di un mercato integrato dell'energia elettrica è alla base dell'implementazione di progetti di integrazione dei mercati europei, quali il market coupling, e dell'adozione di codici di rete europei volti ad armonizzare le regolamentazioni nazionali in materia di mercati e sistemi elettrici.

Decreto legislativo 16 marzo 1999, n. 79 ("Decreto Bersani")

LIBERALIZZAZIONE DEL MERCATO ELETTRICO

Art. 1. - *Liberalizzazione e trasparenza societaria*

1. Le attività di produzione, importazione, esportazione, acquisto e vendita di energia elettrica sono libere nel rispetto degli obblighi di servizio pubblico contenuti nelle disposizioni del presente decreto. Le attività di trasmissione e dispacciamento sono riservate allo Stato ed attribuite in concessione al gestore della rete di trasmissione nazionale di cui all'articolo 3. L'attività di distribuzione dell'energia elettrica è svolta in regime di concessione rilasciata dal Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato.

2. Il Ministero dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato provvede alla sicurezza e all'economicità del sistema elettrico nazionale, e persegue tali obiettivi attraverso specifici indirizzi anche con la finalità di salvaguardare la continuità di fornitura e di ridurre la vulnerabilità del sistema stesso.

3. Ai fini della sicurezza del sistema, nella fase di transizione fino all'entrata in funzione del sistema di dispacciamento di merito economico di cui al comma 2 dell'articolo 5, il Ministro dell'industria, del commercio e dell'artigianato emana apposite direttive ed in particolare determina con propri provvedimenti l'assunzione di responsabilità da parte del gestore della rete di trasmissione nazionale, dell'acquirente unico e del gestore del mercato di cui agli articoli 3, 4 e 5.

4. Fatto salvo quanto disposto dall'articolo 9, comma 7, i soggetti che svolgono le attività di cui al comma 1 in base ad un titolo speciale od esclusivo possono svolgere attività diverse a condizione che sia almeno garantita la separazione contabile ed amministrativa, secondo le modalità stabilite dall'Autorità per l'energia elettrica ed il gas, ovvero assumere partecipazioni societarie o acquisizioni in altri comparti produttivi.

5. Sono fatte salve le funzioni di indirizzo nel settore spettanti al Governo, le attribuzioni dell'Autorità per l'energia elettrica e il gas, con particolare riferimento all'articolo 2, comma 12, della legge 14 novembre 1995, n. 481, e quelle riservate alle regioni e agli enti locali.

6. Al fine di individuare gli strumenti utili a governare gli effetti sociali della trasformazione, la progressiva armonizzazione dei trattamenti economici e normativi, il Ministro del lavoro e della previdenza sociale e il Ministro dell'industria, del commercio e dell'artigianato garantiscono, nella fase di avvio del processo di liberalizzazione, il coinvolgimento dei soggetti sociali anche a mezzo di opportune forme di concertazione.

7. La tariffa applicata ai clienti vincolati di cui al comma 7 dell'articolo 2 e' unica sul territorio nazionale.

Il Testo Integrato della Disciplina del mercato elettrico e i relativi allegati sono stati aggiornati dal decreto ministeriale 2 agosto 2019.

Normative Teleriscaldamento

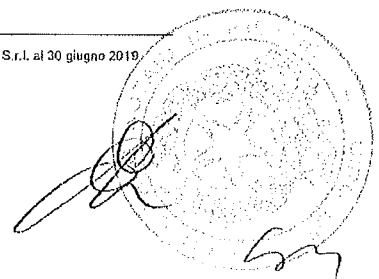
NORMATIVE CON IMPATTO NEL MERCATO DEL TELERISCALDAMENTO

Il settore della cogenerazione e teleriscaldamento, negli ultimi anni, ha subito una forte riduzione dei margini dovuta al termine degli incentivi da certificati verdi ed al sensibile calo delle tariffe elettriche, che non è stata compensata da pari riduzione dei costi di approvvigionamento del gas metano.

Il settore è in fase di regolazione da parte di ARERA (Decreto Legislativo n. 102/2014) e, nei prossimi mesi, l'Autorità dovrà completare il quadro regolatorio, con un periodo transitorio necessario per poter permettere alle società di organizzarsi e, nel contempo, di tutelare i clienti finali. All'ARERA sono assegnati, tra gli altri, compiti di:

- definizione degli standard di continuità, qualità e sicurezza del servizio;
- definizione dei criteri per la determinazione delle tariffe di allacciamento delle utenze;
- definizione delle tariffe di cessione calore e modalità in cui queste sono rese pubbliche (solo per gli impianti per cui è obbligatorio l'allacciamento per nuove utenze).

Nella situazione attuale non si intravedono interventi normativi atti a sviluppare il settore cogenerazione e teleriscaldamento che, anche a causa della politica energetica dell'ultimo decennio, non è in grado, soprattutto per gli impianti a metano, di garantire la dovuta redditività, se non addirittura il ritorno, degli

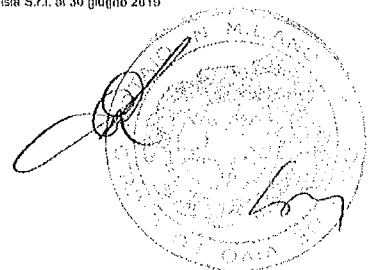


investimenti realizzati. A questo si aggiunga la continua modifica delle decisioni assunte da alcuni enti, che stanno mettendo in discussione i sistemi di calcolo dei certificati verdi, con consistenti riduzioni anche per il passato e con effetti economici e finanziari consistenti (al riguardo la società ha costituito fondi rischi).

Anche le altre forme di efficientamento, quali il rinnovo di centrali termiche tramite centrali di micro-cogenerazioni, vedono un quadro regolatorio incerto e un atteggiamento sfavorevole da parte di tutti i soggetti coinvolti, che spesso non permette di investire e, quindi, di aumentare l'efficientamento dell'intero sistema energetico.

Sezione 02

Descrizione della Società



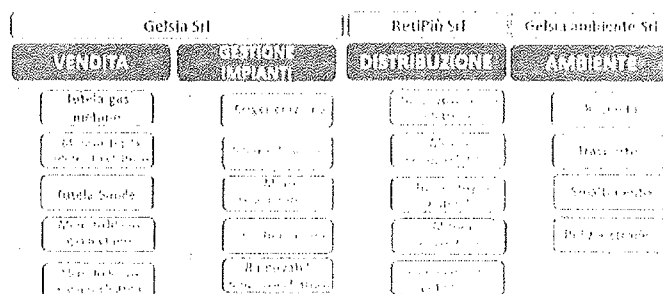
Il Gruppo AEB

Il Gruppo AEB rappresenta una tra le prime multiutility in Lombardia per fatturato e clienti serviti e si colloca tra i primi 15 operatori a livello nazionale. Attivo nei settori della distribuzione e vendita del gas, dell'energia elettrica e calore, nonché nei servizi ambientali, il Gruppo con più di 600 dipendenti, opera principalmente nei comuni della Brianza, servendo un totale di 450.000 abitanti e oltre 200.000 clienti. Il totale dei ricavi consolidati del 2018 del Gruppo AEB è pari a oltre 220 milioni di euro.

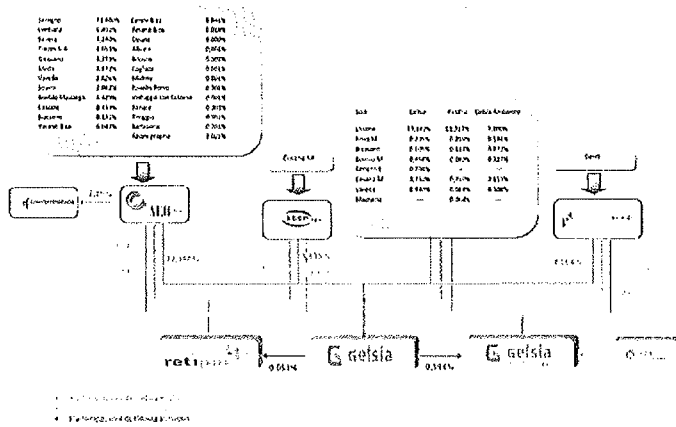
Ad oggi il Gruppo AEB è costituito da 4 società. Oltre alla holding AEB, è composto da 3 società di business:

- Gelsia S.r.l., attiva nel settore della vendita dell'energia elettrica e gas naturale, e nel settore della produzione di energia e calore;
- Gelsia Ambiente S.r.l, attiva nel settore dei servizi ambientali;
- Reti Più S.r.l., attiva nel settore della distribuzione del gas naturale e energia elettrica e illuminazione pubblica.

La holding AEB, oltre al ruolo di capogruppo, opera direttamente nel settore delle farmacie comunali e impianti sportivi.



L'azionariato al 30 giugno 2019 del Gruppo AEB è così composto:



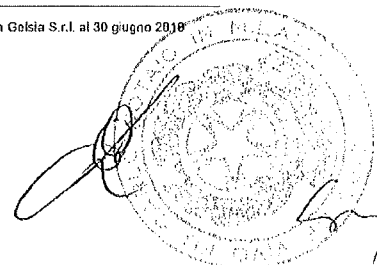
Il Gruppo AEB è stato oggetto, di recente, di una serie di operazioni di riassetto, razionalizzazione e semplificazione sulla base della delibera di revisione straordinaria delle partecipazioni di cui all'art. 24 del D.Lgs 175/2016 (27/10/17).

Attualmente le azioni che hanno avuto attuazione sono:

- configurazione della capogruppo AEB quale vera e propria holding di gruppo, accentrando in capo alla stessa le funzioni di staff e amministrative;
- vendita della partecipazione della controllata Gelsia S.r.l. in Commerciale Gas & Luce S.r.l.;
- distribuzione da parte di Gelsia S.r.l. di un dividendo straordinario in natura per trasferire le partecipazioni detenute in Gelsia Ambiente e RetiPiù ai propri soci.

Inoltre, nell'ultimo semestre vi sono alcuni avvenimenti che hanno determinato dei cambiamenti all'interno della compagine azionaria delle varie società, in particolare:

- il Comune di Ceriano Laghetto sta definendo le procedure necessarie per ricevere il dividendo in natura (partecipazioni in Gelsia Ambiente e RetiPiù) da Gelsia S.r.l.;
- il Comune di Macherio non ha partecipato alla distribuzione del dividendo straordinario da parte di Gelsia S.r.l., ha invece alienato la propria partecipazione in Gelsia S.r.l. alla società Canarmino che a sua volta l'ha poi ceduta ad AEB. La partecipazione del Comune di Macherio in Gelsia S.r.l. è ora in capo ad AEB, con conseguenti effetti sul possesso di partecipazioni in Gelsia Ambiente S.r.l. e RetiPiù S.r.l.;



- Il Comune di Macherio ha richiesto di poter uscire dall'azionariato di RetiPiù S.r.l. secondo quanto previsto dalla Legge Madia, con una liquidazione in denaro della propria quota, pari allo 0,064%, per un corrispettivo di € 99.698,43;
- ha avuto luogo il riacquisto da parte di AEB delle azioni detenute dal Comune di Muggiò in AEB stessa, a seguito del processo di revisione straordinaria delle partecipazioni possedute dal comune, di cui all'art. 24 del D.Lgs. 175/2016;
- è avvenuta la cessione parziale di azioni proprie da parte di AEB al Comune di Bariassina in data 27 giugno 2019 (comune che ha manifestato la volontà di aderire al percorso delineato con la gara a doppio oggetto relativa a Gelsia Ambiente S.r.l.), con il conseguente ingresso del suddetto comune nella compagine azionaria.

Con deliberazione Consigliare n.53 del 27 dicembre 2018, il Comune di Seregno, ha definito un piano di riassetto organizzativo societario del Gruppo AEB, in parziale modifica e integrazione dei contenuti della revisione straordinaria, che prevede il completamento del piano di razionalizzazione del Gruppo con una configurazione dello stesso che veda la confluenza di tutti i soci pubblici in AEB, attraverso il conferimento in AEB, per la quota non già detenuta da AEB, da parte dei soci di RetiPiù S.r.l., Gelsia S.r.l. e Gelsia Ambiente S.r.l., delle quote da essi detenute in tali società, ad esclusione del 30% detenuto da A2A Integrambiente in Gelsia Ambiente S.r.l..

Tale modello consente di disporre di una struttura di governance su un unico livello, garantendo al Gruppo unitarietà di indirizzi strategici e industriali.

Pertanto, la struttura della governance del Gruppo post-riassetto risulterebbe la seguente:



La Società

Gelsia si occupa della vendita di gas metano e di energia elettrica, nonché della realizzazione di impianti di cogenerazione, reti di teleriscaldamento, gestione calore edifici e impianti fotovoltaici. Opera sul territorio nazionale, servendo oltre 148.000 clienti gas, 51.000 clienti energia elettrica e 530 clienti di teleriscaldamento.

La Società gestisce la vendita di gas a metano ed energia elettrica sia con rivendita diretta ai clienti finali, sia svolgendo attività di "reselling" per conto di altri venditori. Inoltre, opera anche come "shipper" per gestire in modo ottimale il gas metano acquistato, tramite SINIT, da Gazprom, e disporre almeno in parte, del gas servito ai clienti. La restante parte viene acquistata da diverse società di "shipping" ai Remi e al PSV.

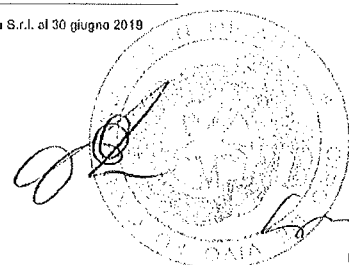
La Società vende gas metano ed energia elettrica essenzialmente nel Nord Italia; gestisce contratti anche nel Centro e Sud Italia, sebbene in numero limitato. La maggior parte dei contratti gestiti riguarda il territorio Nord Ovest della Lombardia. La gestione impianti è operativa soprattutto in Brianza, ma serve anche clienti con impianti di micro-cogenerazione nel Nord Italia.

La missione della Società è quella di offrire un servizio efficiente e completo, nel rispetto dei più elevati standard di mercato. Gelsia fa parte del Gruppo AEB, nato il 1° gennaio 2008, erede dell'esperienza e della storia delle aziende municipali che fin dai primi anni del 1900 hanno fornito i principali servizi pubblici ai cittadini della Brianza.

Di seguito si riporta la composizione dei soci della Società al 30 giugno 2019:

Gelsia S.r.l. (30 giugno 2019)

Socio	Quote al 30 giugno 2019	%
AEB	15.702.403,13	77,180%
Gestioni Servizi Desio S.r.l.	830.890,99	4,004%
ASSP S.p.A.	698.838,85	3,435%
Comune di Bovisio Masciago	95.119,00	0,468%
Comune di Ceriano Laghetto	42.295,00	0,208%
Comune di Casano Maderno	759.559,35	3,733%
Comune di Varedo	89.578,00	0,440%
Comune di Lissone	2.063.446,08	10,142%
Comune di Nova Milanese	41.804,29	0,205%
Comune di Biassona	21.331,69	0,105%
Totale	20.345.287,38	100,000%



Sezione 03

Dati economico- patrimoniali consuntivi e prospettici della Società

Dati economico-patrimoniali consuntivi

Si riportano nel seguito i dati economico-patrimoniali consuntivi della Società relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2016-2018 ed ai primi sei mesi del 2019 ("H1 2019"):

GELSIA S.R.L.

Conto economico

Migliaia di Euro

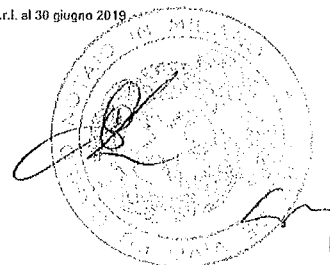
	2016	2017	2018	H1 2019
	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo
RICAVI TOTALI	168.774	158.341	160.636	97.107
<i>Crescita %</i>	-12,7%	-6,2%	1,4%	n.d.
Costi operativi	(165.803)	(146.782)	(151.584)	(89.917)
<i>incidenza su Ricavi Totali %</i>	-92,3%	-92,7%	-94,4%	-92,6%
EBITDA	12.971	11.559	9.072	7.189
<i>incidenza su Ricavi Totali %</i>	7,7%	7,3%	5,6%	7,4%
Ammortamenti	(2.629)	(2.773)	(2.412)	(1.079)
<i>incidenza su Ricavi Totali %</i>	-1,6%	-1,8%	-1,5%	-1,1%
EBIT	10.342	8.786	6.660	6.110
<i>incidenza su Ricavi Totali %</i>	6,1%	5,5%	4,1%	6,3%
Proventi/(Oneri) finanziari netti	1.265	736	20.225	48
<i>incidenza su Ricavi Totali %</i>	0,7%	0,5%	12,6%	0,0%
Proventi/(Oneri) straordinari netti	2.393	0	208	0
<i>incidenza su Ricavi Totali %</i>	1,4%	0,0%	0,1%	0,0%
RISULTATO ANTE IMPOSTE	14.000	9.522	27.093	6.158
<i>incidenza su Ricavi Totali %</i>	8,3%	6,0%	16,9%	6,3%
Imposte	(3.697)	(2.222)	(1.845)	(1.550)
<i>incidenza su Ricavi Totali %</i>	-2,2%	-1,4%	-1,1%	-1,6%
UTILE NETTO/(PERDITA NETTA)	10.303	7.300	25.248	4.608
<i>incidenza su Ricavi Totali %</i>	6,1%	4,6%	15,7%	4,7%

I ricavi totali della Società nel 2018 si attestano a € 160.636 migliaia, in aumento dell'1,4% rispetto al 2017 principalmente per la l'incremento dell'attività di vendita gas, mentre nel primo semestre 2019 sono stati pari a € 97.107 migliaia, in crescita rispetto al corrispondente dato 2018, principalmente per i maggiori ricavi da vendite di energia elettrica.

L'EBITDA 2018, pari a € 9.072 migliaia, pari al 5,6% dei ricavi totali, è diminuito rispetto al 2017 a causa di un minor contributo del primo margine dalle aree di business gestite. Nei primi sei mesi del 2019, l'EBITDA è risultato pari a € 7.189 migliaia, pari al 7,4% dei ricavi totali.

L'EBIT 2018, pari a € 6.660 migliaia, è risultato in diminuzione rispetto all'anno precedente, per ragioni analoghe a quelle dell'EBITDA. Nel primo semestre 2019, l'EBIT è risultato pari a € 6.110 migliaia (6,3% dei ricavi totali).

L'utile netto nel 2018 è risultato pari a € 25.248 migliaia, anche grazie a proventi finanziari netti pari a € 20.225 migliaia, dovuti in massima parte alle plusvalenze sulle assegnazioni di partecipazioni ai soci come dividendi in natura, mentre nella semestrale risulta positivo per € 4.608 migliaia (4,7% dei ricavi totali).



GELSIA S.R.L.**Stato patrimoniale**

Migliaia di Euro

	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	30/06/2019
	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo
Immobilizzazioni Immateriali	7.818	7.452	7.402	7.044
Immobilizzazioni materiali	27.735	27.040	25.588	24.141
Altre attività/passività non correnti	25.615	24.350	(526)	2.994
IMMOBILIZZAZIONI	61.168	58.841	32.465	34.178
Magazzino	925	2.051	2.117	2.220
Crediti commerciali	55.911	65.991	54.116	37.390
Altre attività correnti	4.917	5.482	3.568	2.065
Debiti commerciali	(30.860)	(31.551)	(32.408)	(14.320)
Altre passività correnti	(4.339)	(2.039)	(2.256)	(18.680)
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	26.554	29.934	25.138	8.675
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>15,7%</i>	<i>19,9%</i>	<i>15,5%</i>	<i>4,5%</i>
TFR	(1.399)	(1.330)	(904)	(884)
Altri fondi	(3.162)	(5.040)	(2.799)	(3.799)
CAPITALE INVESTITO NETTO	83.161	82.406	53.899	38.171
Debiti per finanziamenti	12.243	11.191	251	132
Debiti verso Soci	0	0	602	6.662
Crediti finanziari	(9.144)	(11.980)	(12.750)	(22.221)
Disponibilità liquide	(5.260)	(2.788)	(4.198)	(14.944)
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	(2.161)	(3.578)	(16.035)	(30.371)
PATRIMONIO NETTO	85.322	85.983	69.934	68.542

La situazione patrimoniale della Società al 30 giugno 2019 presentava immobilizzazioni materiali pari a € 24.141 migliaia, costituite da terreni e fabbricati, impianti, attrezzature industriali e altri beni. Immobilizzazioni immateriali, pari a € 7.044 migliaia, costituite da diritti di brevetto, marchi, software e altre immobilizzazioni immateriali. Altre attività/passività non correnti pari a positive € 2.994 migliaia, costituite dall'anticipo d'imposta Irpef sul TFR, depositi cauzionali, ratei e risconti attivi, altre attività non correnti verso altri, altre attività non correnti verso clienti, acconti, € 2.228 migliaia di partecipazioni ancora da assegnare ai soci come dividendi in natura e fatturati nel mese successivo al netto del debito per dividendi in natura di pari importo, ratei e risconti passivi oltre l'anno e imposte differite e anticipate.

Il capitale circolante netto della Società alla stessa data risultava positivo per € 8.675 migliaia, costituito da rimanenze per € 2.220 migliaia, crediti commerciali per € 37.390 migliaia, altre attività correnti per € 2.065 migliaia, debiti commerciali per € 14.320 migliaia e altre passività correnti per € 18.680 migliaia.

Il TFR e i fondi per rischi e oneri della Società ai 30 giugno 2019 risultavano pari a € 884 migliaia e € 3.799 migliaia rispettivamente.

La posizione finanziaria netta a tale data risultava positiva (liquidità) per € 30.371 migliaia, costituita da debiti per finanziamenti per € 132 migliaia, debiti verso soci per dividendi per € 6.662 migliaia, crediti finanziari per € 22.221 migliaia, costituiti da crediti verso AEB per cash pooling, e disponibilità liquide per € 14.944 migliaia.

Il patrimonio netto della Società al 30 giugno 2019 era pertanto pari a € 68.542 migliaia.

Dati economico-patrimoniali prospettici

Si riportano di seguito i dati economico-patrimoniali prospettici relativi al secondo semestre 2019 e agli esercizi 2020-2021 della Società risultante dalle Proiezioni della Società:

GELSIA S.R.L.

Conto economico

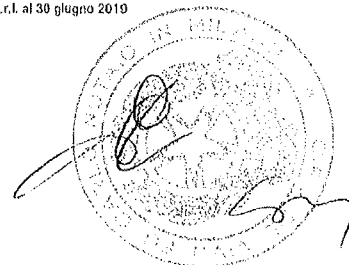
Migliaia di Euro

	H2 2019 Proiezioni	2019 Proiezioni	2020 Proiezioni	2021 Proiezioni
RICAVI TOTALI	92.242	189.349	198.063	206.252
<i>Crescita %</i>	<i>n.d.</i>	<i>17,9%</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,1%</i>
Costi operativi	(88.298)	(178.215)	(186.551)	(193.913)
<i>incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>-95,7%</i>	<i>-94,1%</i>	<i>-94,2%</i>	<i>-94,0%</i>
EBITDA	3.945	11.134	11.512	12.339
<i>incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>4,3%</i>	<i>5,9%</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,0%</i>
Ammortamenti	(1.459)	(2.538)	(2.776)	(2.713)
<i>incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>-1,6%</i>	<i>-1,3%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>-1,3%</i>
EBIT	2.486	8.596	8.736	9.626
<i>incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>2,7%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,7%</i>

I ricavi totali della Società nella seconda metà dell'esercizio 2019 sono previsti dal Management ammontare a € 92.242 migliaia, e complessivamente nel 2019 sono stimati per € 189.359 migliaia, +17,9% rispetto all'esercizio precedente. L'incremento è dovuto ai maggiori volumi di vendita sia sul gas metano che sull'energia elettrica. Nel 2020 e 2021 i ricavi totali sono previsti in crescita rispettivamente del 4,6% e 4,1%.

L'EBITDA è previsto pari a € 3.945 migliaia nel secondo semestre 2019 (4,3% dei ricavi totali), e pari a € 11.134 migliaia a fine 2019, 5,9% dei ricavi totali, in aumento in valore assoluto rispetto all'esercizio precedente, principalmente per l'incremento dei ricavi totali stessi. L'EBITDA è previsto poi mantenersi tra il 5,8% e il 6,0% dei ricavi totali negli esercizi successivi.

L'EBIT atteso segue lo stesso andamento dell'EBITDA, essendo previsto pari a € 2.486 migliaia nel secondo semestre 2019 (2,7% dei ricavi totali). A fine 2019 è atteso pari a € 8.596 migliaia, 4,5% dei ricavi totali. La crescita è dovuta principalmente a minori accantonamenti per rischio di svalutazione crediti. L'EBIT atteso è poi previsto mantenersi tra il 4,4% e il 4,7% dei ricavi totali nel 2020 e 2021.



GELSIA S.R.L.**Dettaglio flussi patrimoniali**

Migliaia di Euro

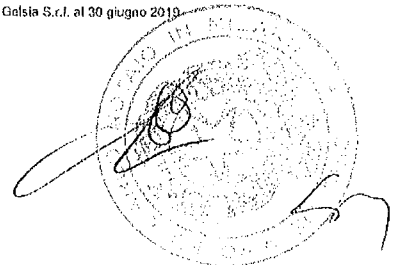
	H2 2019	2019	2020	2021
	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	29.631	29.631	30.995	32.276
Incidenza su Ricavi Totali %	15,7%	15,6%	15,6%	15,6%
Flusso Capitale circolante netto	(20.956)	(4.493)	(1.364)	(1.281)
Altri fondi	3.799	3.799	3.799	3.799
Flusso Altri fondi	0	1.000	0	0
Investimenti immobiliz. materiali e immateriali	(3.632)	(2.906)	(2.101)	(2.188)

Il capitale circolante netto della Società è previsto pari a € 29.631 migliaia, pari al 15,6% dei ricavi totali, a fine 2019, in linea con l'incidenza dell'esercizio precedente, per poi mantenersi costante per tutti gli anni di piano al 15,6%.

Negli anni prospettici sono previsti dal Management investimenti pari a € 3.632 migliaia nel secondo semestre del 2019, e pari a € 2.101 migliaia e € 2.188 migliaia rispettivamente nel 2020 e 2021.

Sezione 04

Metodologie di valutazione



Principali metodi di valutazione

Nel seguito si riporta una sintetica descrizione delle metodologie comunemente utilizzate per la valutazione delle società:

- il metodo patrimoniale;
- il metodo comparativo;
- il metodo reddituale.

Il metodo appropriato per stimare il valore di mercato in una data situazione dipende dalla natura del bene preso in considerazione e dalle circostanze che circondano la stima di valore.

Metodo patrimoniale

Vi sono due tipologie di metodo patrimoniale, (i) il metodo del patrimonio netto rettificato e (ii) il metodo patrimoniale complesso.

(i) Il metodo del patrimonio netto rettificato esprime il valore dell'azienda in funzione del suo patrimonio, quantificandolo pari al valore di ricostruzione dello stesso nella prospettiva di funzionamento aziendale. Questo valore coincide con l'investimento netto che sarebbe necessario ad avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale medesima a quella oggetto di valutazione.

La valutazione di una società con il metodo del patrimonio netto rettificato necessita di un approfondito esame di tutti gli elementi del patrimonio, i quali vengono espressi in base a criteri di valutazione che, in alcuni casi, possono divergere da quelli abitualmente utilizzati per la redazione del bilancio d'esercizio di una società in funzionamento.

I principali criteri di valutazione normalmente utilizzati ai fini patrimoniali possono essere così sintetizzati:

- o gli elementi destinati, o destinabili, alla vendita, escluso il magazzino, sono valutati in base al loro valore di mercato;
- o il magazzino è 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;
- o i beni strumentali e immateriali sono valutati in base al valore di mercato o al costo di ricostruzione a nuovo;
- o i crediti ed i 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;
- o le partecipazioni sono valutate facendo riferimento alle quotazioni di mercato, al patrimonio netto rettificato o tramite altre metodologie valutative;
- o per quanto riguarda i fondi accesi a spese future, al trattamento di fine rapporto e a passività potenziali viene valutata la congruità e la pertinenza.

Il metodo del patrimonio netto rettificato non considera il valore di eventuali beni immateriali non iscritti a bilancio.

(ii) Il metodo patrimoniale complesso comprende invece la valorizzazione dei beni immateriali dell'azienda. Questo metodo si basa sul presupposto che i beni immateriali, che generano costi ad utilità differita nel tempo – come ad esempio la tecnologia, l'addestramento, le capacità del personale, i marchi, il portafoglio prodotti o la clientela – abbiano spesso un peso rilevante nel determinare il reale valore complessivo dell'azienda.

Metodo comparativo

Il metodo comparativo o di mercato si basa sull'applicazione di moltiplicatori ricavati dal mercato a grandezze significative economico-patrimoniali della società oggetto di valutazione. Lo scopo è sviluppare rapporti - i multipli - finalizzati ad individuare la relazione che lega il prezzo di mercato del capitale delle imprese con variabili economiche aziendali. I multipli così calcolati sono applicati alle variabili economiche della società oggetto di valutazione in modo da giungere, per moltiplicazione, al valore ricercato. Tale metodo assume direttamente dal mercato le attese di crescita dei risultati e l'apprezzamento del rischio.

Nei metodi dei multipli i rapporti sono calcolati sulla base dei valori espressi dal mercato borsistico o in transazioni relative ad un insieme di imprese comparabili. Di fondamentale importanza è l'identificazione di un campione di società dotate di omogeneità con la società oggetto di valutazione. A tal fine sono ponderate alcune variabili per verificare l'adeguatezza delle società comparabili, tra cui settore di appartenenza, dimensione, grado di redditività, attese di crescita e area geografica di operatività.

Considerata la natura delle società e delle loro attività possono essere applicati multipli di mercato e di transazioni comparabili relativi alla sola gestione caratteristica dell'azienda, quali ad esempio l'EV/EBITDA (Enterprise Value/Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), oppure all'intera gestione aziendale, quali il P/E (Price/Earnings) o il P/B (Price/Book value).

Metodo reddituale/finanziario

Il metodo reddituale (o il metodo finanziario dei flussi di cassa scontati) è una tecnica di valutazione che fornisce una stima del valore di mercato del bene oggetto di valutazione in base ai redditi/flussi di cassa che l'attività può generare in futuro nel corso della sua vita utile.

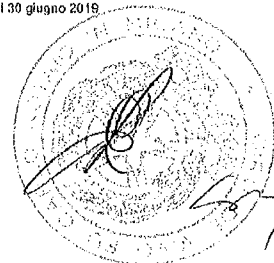
I redditi o flussi di cassa considerati possono essere quelli relativi alla sola attività operativa dell'azienda e destinati al servizio di tutte le fonti di capitale (quali il reddito operativo o EBIT e il flusso di cassa operativo o FCFO), oppure essere quelli destinati al servizio del solo capitale di rischio (quali il reddito netto, il flusso di cassa per gli azionisti o FCFE o i dividendi).

Al fine di attualizzare i redditi o i flussi di cassa viene utilizzato il costo medio ponderato del capitale investito nella società o WACC (Weighted Average Cost of Capital) per scontare i redditi o flussi operativi, oppure il costo del capitale proprio o Ke (Cost of Equity), per scontare i redditi o flussi per gli azionisti.

Il costo del capitale proprio è determinato secondo il CAPM (capital asset pricing model), tenendo conto del tasso di rendimenti degli investimenti privi di rischio (tasso risk-free), del Beta (coefficiente che misura il rischio non diversificabile associato all'investimento) e del premio per il rischio di mercato (Equity Risk Premium o ERP).

Il costo del debito è calcolato come stima di lungo termine del costo corrente che l'impresa deve sostenere per finanziare tramite debito i nuovi progetti di investimento, ovvero il costo che l'impresa dovrebbe sostenere per rifinanziare le attività in essere.

Il WACC tiene conto sia del costo del capitale proprio che del costo del debito, con pesi relativi che fanno riferimento alla struttura finanziaria tipica in cui la società opera.



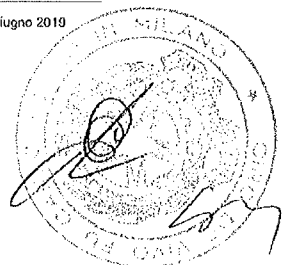
Nel metodo reddituale/finanziario il valore attuale dei redditi o flussi è solitamente stimato lungo un periodo di proiezione esplicita di alcuni anni, oltre il quale è attualizzato il valore terminale, calcolato ipotizzando un reddito o flusso normalizzato in crescita ad un tasso costante per il periodo terminale.

Metodo selezionato

In considerazione della tipologia e dell'attività svolta dalla Società e della presenza di dati prospettici, si è ritenuto che la metodologia più idonea a rappresentare il valore economico della stessa sia costituita dal metodo finanziario dello sconto dei flussi di cassa, quale metodo principale, verificato con il metodo comparativo dei multipli di mercato, quale metodo di controllo.

Sezione 05

Analisi valutativa della Società e delle Quote



Analisi valutativa della Società

Metodo principale:
Metodo finanziario

Nella seguente tabella si riportano i risultati ottenuti nella valutazione della Società effettuata con il metodo finanziario:

GELSIA S.R.L.				
Metodo finanziario - Valore terminale in continuità				
Migliaia di Euro				
	H2 2019	2020	2021	Anno terminale (t)
EBIT	2.488	8.736	9.028	9.028
Imposto senza leva	(694)	(2.437)	(2.686)	(2.686)
NOPAT	1.792	6.299	6.340	6.340
+ Ammortamenti	1.459	2.776	2.713	2.713
+/- Variazione altri fondi	0	0	0	0
+/- Variazione capitale circolante netto	(20.056)	(1.364)	(1.281)	0
- Investimenti netti	(3.632)	(2.101)	(2.188)	(2.713)
Flusso di cassa senza leva	(21.337)	5.610	6.184	6.940
Periodo di attualizzazione (2)	0,250	1,000	2,000	
Fattore di attualizzazione	0,982	0,930	0,865	
Flusso di cassa senza leva scontato	(20.955)	5.219	5.351	
Valore attuale da H2 2019 a 2021	(10.385)			
Tasso di sconto (WACC)		7,50%		
Tasso di crescita perpetua		0,00%		
Flusso di cassa senza leva normalizzato anno terminale		6.940		
Valore terminale non scontato		92.538		
Valore attuale del valore terminale		80.076		
Valore aziendale		69.691		
+/- Posizione finanziaria netta (+ Liquidità/ - Debito)		30.371		
- TFR		(884)		
+ Rimborso da CSEA per tariffe		2.898		
Valore economico del patrimonio netto		102.076		

Noto

(1) Il flusso di cassa terminale è calcolato ipotizzando investimenti normalizzati pari agli ammortamenti e applicando il tasso di crescita perpetua al NOPAT, alla variazione di capitale circolante netto e agli investimenti

(2) Il periodo di attualizzazione utilizza la cosiddetta "mid-year convention" ossia ipotizza che il flusso di cassa venga convenzionalmente generato linearmente in ogni periodo e quindi si assume il momento intermedio; per il valore terminale si utilizza il momento finale dell'ultimo periodo di proiezione esplicita

È stato utilizzato un arco temporale di tre anni (i 6 mesi residui per il 2019), coerentemente con le Proiezioni predisposte dalla Società, e un tasso di attualizzazione (WACC) pari al 7,50%.

Ai fini della determinazione dell'imposizione fiscale sono state utilizzate le aliquote Ires e Irap vigenti (rispettivamente 24% e 3,9%), applicate alle relative basi imponibili.

Nell'Allegato A è riportato il calcolo del WACC: si è assunto un tasso risk-free del 2,0% (pari al tasso di rendimento normalizzato dei titoli di stato tedeschi a 30 anni basato su elaborazioni Duff & Phelps), un rischio Paese del 2,14% (basato su elaborazioni Duff & Phelps), un beta unlevered pari a 0,51 (calcolato come mediana dei valori del campione selezionato di società comparabili, fonte Bloomberg), un premio per il rischio di mercato del 5,5% (basato su elaborazioni Duff & Phelps), un premio specifico relativo alla rischiosità della Società (Alpha) dello 1,0% stimato in relazione ai fattori di rischio della Società legati all'oscillazione delle materie prime e alla concorrenzialità del mercato, una struttura finanziaria obiettivo con incidenza di debito su capitale totale (Debt/Total Capital) dello 42,5%, calcolata come mediana aggiustata dei valori del campione selezionato di società comparabili, ed un costo lordo del debito

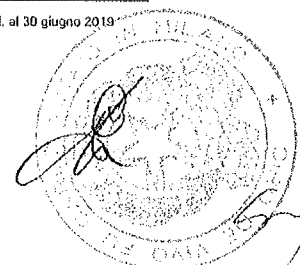
del 4,23% (pari al rendimento normalizzato di un paniere di obbligazioni europee classificate con rating BBB a 30 anni).

Il valore terminale è stato calcolato sulla base del flusso di cassa normalizzato senza leva stimato nell'ultimo periodo di proiezione esplicita, pari a € 6.940 migliaia, mantenuto prudenzialmente costante in perpetuità.

Al valore aziendale determinato, pari a € 69.691 migliaia, è stato sommato il valore della posizione finanziaria netta alla data di Riferimento, pari a € 30.371 migliaia, sottratto il valore contabile del TFR alla Data di Riferimento (che risulta in linea con il valore attuariale dello stesso), pari a € 884 migliaia, e il credito in essere nei confronti di CSEA relativo a tariffe per € 2.898 migliaia (basato sull'importo comunicato dalla Società, attualizzato al tasso WACC), pervenendo ad un valore economico del patrimonio netto della Società pari a € 102.076 migliaia.

Nella tabella seguente viene riportata la sensibilità del valore stimato al variare del tasso di sconto (WACC) e del tasso di crescita perpetua:

Valore economico - Sensitivity	Tasso di crescita perpetua			
	0,00%	0,25%	0,50%	
	6,50%	116.240	118.047	120.004
	7,00%	108.650	110.081	111.560
WACC	7,50%	102.076	103.150	104.363
	8,00%	96.329	97.192	98.113
	8,50%	91.261	91.934	92.646



Metodo di controllo:
Metodo comparativo

Nella seguente tabella si riportano i risultati ottenuti nella valutazione della Società effettuata con il metodo comparativo dei multipli di mercato sull'EBITDA:

GELSIA S.R.L.

Metodo comparativo - Multipli di mercato su EBITDA
Migliaia di Euro

	Inferiore	Superiore
EBITDA 2018	9.072	
EV/EBITDA multiplo	7,0 x	7,8 x
Valore aziendale	63.679	70.418
EBITDA 2019	11.134	
EV/EBITDA multiplo	6,6 x	7,0 x
Valore aziendale	73.419	77.781
EBITDA 2020	11.512	
EV/EBITDA multiplo	6,2 x	6,5 x
Valore aziendale	71.551	74.910
Valore aziendale stimato	69.550	74.369
+/- Posizione finanziaria netta (+ Liquidità/ - Debito)	30.371	
- TFR	(884)	
- Rettifica per normalizzazione PFN	(3.292)	
+ Rimborso da CSEA per tariffe	2.898	
Valore economico del patrimonio netto	98.643	103.462

Nell'applicazione della metodologia comparativa dei multipli di mercato sono stati utilizzati l'EBITDA consuntivo del 2018 e quelli prospettici del 2019 e 2020, rispettivamente pari a € 9.072 migliaia, € 11.134 migliaia e € 11.512 migliaia applicando multipli rispettivamente pari a 7,0x-7,8x, 6,6x-7,0x e 6,2x-6,5x, corrispondenti ai valori del minimo e del primo quartile del campione di società comparabili selezionate (si veda allegato B), in considerazione delle minori dimensioni e marginalità della Società rispetto alle società comparabili utilizzate.

Al range di valore aziendale stimato così determinato, pari a € 69.550-74.369 migliaia, è stato sommato il valore della posizione finanziaria netta alla Data di Riferimento, pari a € 30.371 migliaia, sottratto il valore contabile del TFR alla Data di Riferimento (che risulta in linea con il valore attuariale dello stesso), pari a € 884 migliaia, sommato il credito in essere nei confronti di CSEA relativo a tariffe per € 2.898 migliaia (basato sull'importo comunicato dalla Società, attualizzato al tasso WACC), e sottratta la rettifica per la normalizzazione per la stagionalità della posizione finanziaria netta, pari a € 3.292 migliaia, calcolata sulla base della media mensile della posizione finanziaria netta della Società dal 30 giugno 2018 al 30 giugno 2019, rispetto alla posizione finanziaria netta puntuale al 30 giugno 2019 (si veda allegato D), pervenendo ad un range di valore economico della Società pari a € 98.643-103.462 migliaia.

I valori così determinati con il metodo di controllo dei multipli di mercato supportano il valore individuato con il metodo principale del metodo finanziario,

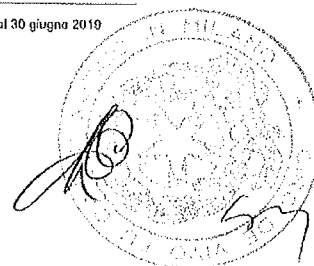
Analisi valutativa delle Quote

pari a € 102.076 migliaia, in quanto quest'ultimo si colloca all'interno del range sopra determinato. Si segnala inoltre che i multipli delle transazioni comparabili, riportati nell'Allegato C, supportano i multipli di mercato utilizzati.

Il valore economico della Società stimato con il metodo principale, il metodo finanziario, verificato con il metodo comparativo, è pari a € 102.076 migliaia. Di conseguenza, di seguito si riporta il calcolo del valore delle quote dei singoli soci al 30 giugno 2019:

Gelsia S.r.l. (30 giugno 2019)

Socio	Quote al 30 giugno	Valore economico	
	2019	%	Quote
AEB	15.762.403,13	77,180%	78.781.884,35
Gestione Servizi Des/n S.r.l.	830.890,99	4,084%	4.163.735,02
ASSP S.p.A.	698.838,85	3,435%	3.500.204,82
Comune di Bertio Masciago	95.119,00	0,468%	477.229,76
Comune di Coliano Lughello	42.296,00	0,203%	212.206,82
Comune di Casano Mademo	759.559,35	3,733%	3.610.850,89
Comune di Vaiedo	89.578,00	0,440%	449.429,53
Comune di Ussone	2.053.446,09	10,142%	10.352.693,73
Comune di Nova Milanese	41.804,29	0,205%	209.739,92
Comune di Blassano	21.331,69	0,105%	107.026,07
Totale	20.345.267,38	100,000%	102.076.000,00



Sezione 06

Conclusioni

Conclusioni

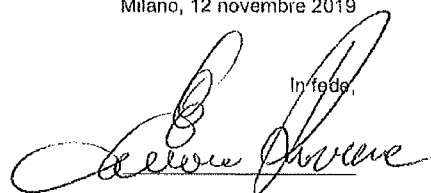
Sulla base delle analisi e delle considerazioni contenute nella presente Relazione, e con riferimento alla data del 30 giugno 2019, lo Scrivente ritiene che il valore economico della Società sia pari a € 102.076.000,00 (centoduemilionisettantaseimila/00 Euro), come determinato con il metodo finanziario, verificato con il metodo comparativo.

Pertanto, alla data del 30 giugno 2019, il valore delle Quote dei singoli soci della Società è riportato nella seguente tabella:

Gelsia S.r.l. (30 giugno 2019)			
Socio	Quota al 30 giugno 2019	%	Valore economico Quote
AEB	15.702.403,13	77,180%	78.781.884,35
Gestioni Servizi Desio S.r.l.	830.899,99	4,084%	4.168.735,02
ASSP S.p.A.	698.838,85	3,435%	3.505.204,82
Comune di Bovisio Masciago	95.119,00	0,468%	477.229,76
Comune di Cesano Maderno	42.286,00	0,208%	212.209,82
Comune di Cusano Maderno	759.659,35	3,733%	3.810.850,89
Comune di Veduggio	89.576,00	0,440%	449.429,53
Comune di Lissone	2.063.446,03	10,142%	10.352.663,73
Comune di Nova Milanese	41.804,29	0,205%	209.739,02
Comune di Blassano	21.331,69	0,105%	107.029,07
Totale	20.345.267,38	100,000%	102.076.000,00

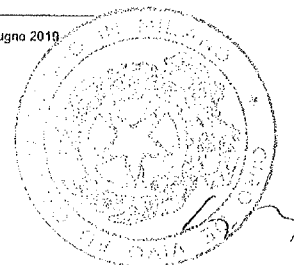
Ciò detto, lo Scrivente attesta, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b) del Codice Civile, che la Conferitaria potrà dare corso ad aumenti del capitale sociale e all'iscrizione di eventuali sovrapprezzi in relazione alle Quote conferite per un ammontare non superiore al valore economico delle Quote conferite sopra indicato.

Milano, 12 novembre 2019

In fede,


Enrico Rovere

Managing Director



Sezione 07

Allegati

ALLEGATO A: CALCOLO DEL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE (WACC)

Strumento	Valore	Costo Medio	Capitale	Costo Medio	Capitale	Costo Medio	Capitale	Costo Medio	Capitale	Costo Medio	Capitale	Costo Medio	Capitale
1. Azioni S.p.A.	20.000.000,00	10,00%	20.000.000,00	10,00%	20.000.000,00	10,00%	20.000.000,00	10,00%	20.000.000,00	10,00%	20.000.000,00	10,00%	20.000.000,00
2. Mutui	1.000.000,00	5,00%	1.000.000,00	5,00%	1.000.000,00	5,00%	1.000.000,00	5,00%	1.000.000,00	5,00%	1.000.000,00	5,00%	1.000.000,00
3. Titoli di Stato	5.000.000,00	3,00%	5.000.000,00	3,00%	5.000.000,00	3,00%	5.000.000,00	3,00%	5.000.000,00	3,00%	5.000.000,00	3,00%	5.000.000,00
4. Altri strumenti	1.000.000,00	4,00%	1.000.000,00	4,00%	1.000.000,00	4,00%	1.000.000,00	4,00%	1.000.000,00	4,00%	1.000.000,00	4,00%	1.000.000,00
Totale	27.000.000,00	6,63%	27.000.000,00	6,63%	27.000.000,00	6,63%	27.000.000,00	6,63%	27.000.000,00	6,63%	27.000.000,00	6,63%	27.000.000,00

Strumento	Valore	Costo Medio	Capitale	Costo Medio	Capitale	Costo Medio	Capitale	Costo Medio	Capitale
1. Azioni S.p.A.	20.000.000,00	10,00%	20.000.000,00	10,00%	20.000.000,00	10,00%	20.000.000,00	10,00%	20.000.000,00
2. Mutui	1.000.000,00	5,00%	1.000.000,00	5,00%	1.000.000,00	5,00%	1.000.000,00	5,00%	1.000.000,00
3. Titoli di Stato	5.000.000,00	3,00%	5.000.000,00	3,00%	5.000.000,00	3,00%	5.000.000,00	3,00%	5.000.000,00
4. Altri strumenti	1.000.000,00	4,00%	1.000.000,00	4,00%	1.000.000,00	4,00%	1.000.000,00	4,00%	1.000.000,00
Totale	27.000.000,00	6,63%	27.000.000,00	6,63%	27.000.000,00	6,63%	27.000.000,00	6,63%	27.000.000,00

WACC (Ritorno)

1. Ritorno medio del capitale (WACC) = 6,63%

2. Costo medio ponderato del capitale (WACC) = 6,63%

3. Costo medio ponderato del capitale (WACC) = 6,63%

4. Costo medio ponderato del capitale (WACC) = 6,63%

5. Costo medio ponderato del capitale (WACC) = 6,63%

6. Costo medio ponderato del capitale (WACC) = 6,63%

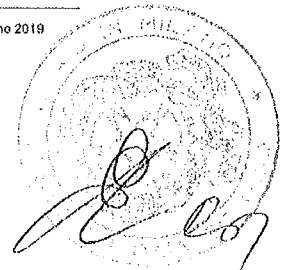
7. Costo medio ponderato del capitale (WACC) = 6,63%

8. Costo medio ponderato del capitale (WACC) = 6,63%

9. Costo medio ponderato del capitale (WACC) = 6,63%

10. Costo medio ponderato del capitale (WACC) = 6,63%

Fonte: elaborazioni su dati Capital IQ, Duff&PHELPS, S&P



ALLEGATO B: MULTIPLI DI MERCATO

GELSIA S.R.L.

Metodo comparativo - Multipli di mercato

Data di Valutazione: 30 giugno 2019

Milioni di Euro

Società	Valuta	Market Capitalization	Enterprise Value	EBITDA / Ricavi		
				2018	2019	2020
A2A S.p.A.	EUR	4.745	8.241	18,6%	18,6%	19,3%
ACEA S.p.A.	EUR	3.558	6.601	25,3%	31,8%	33,1%
Acsm-Agam S.p.A.	EUR	334	417	18,4%	n/a	n/a
Ascopiate S.p.A.	EUR	842	1.014	16,4%	14,3%	13,4%
Edison S.p.A.	EUR	5.538	5.821	6,9%	n/a	n/a
Enel SpA	EUR	62.423	127.822	19,5%	22,3%	22,9%
Hera S.p.A.	EUR	4.931	7.985	13,9%	17,6%	17,6%
Iren SpA	EUR	2.974	6.285	23,0%	23,0%	22,7%
Mediana		4.161	6.443	18,5%	20,4%	21,0%
Media		10.688	20.523	17,8%	21,2%	21,5%
Primo Quartile		2.441	4.619	15,6%	17,8%	18,0%
Terzo Quartile		5.093	8.049	20,4%	22,8%	22,9%
Massimo		62.423	127.822	25,3%	31,8%	33,1%
Minimo		334	417	6,9%	14,3%	13,4%
GELSIA S.R.L.				6,6%	5,9%	5,8%

Società	Enterprise Value as a Multiple of		
	2018 EBITDA	2019 EBITDA	2020 EBITDA
A2A S.p.A.	7,02x	7,0x	6,4x
ACEA S.p.A.	9,11x	6,6x	6,2x
Acsm-Agam S.p.A.	7,96x	n/a	n/a
Ascopiate S.p.A.	10,64x	12,7x	12,4x
Edison S.p.A.	9,18x	n/a	n/a
Enel SpA	8,87x	7,3x	7,0x
Hera S.p.A.	8,93x	7,6x	7,4x
Iren SpA	7,16x	7,0x	6,7x
Mediana	8,90x	7,15x	6,83x
Media	8,81x	8,02x	7,67x
Primo Quartile	7,76x	6,99x	6,51x
Terzo Quartile	9,13x	7,49x	7,26x
Massimo	10,64x	12,68x	12,37x
Minimo	7,02x	6,59x	6,22x
Multiplo selezionato (Minimo)	7,02x	6,59x	6,22x
Multiplo selezionato (Massimo)	7,76x	6,99x	6,51x

Fonte: elaborazioni su dati Capital IQ

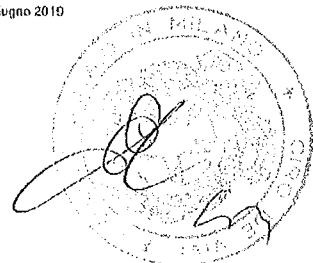
ALLEGATO C: MULTIPLI DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI

GELSIA S.R.L.

Multipli delle transazioni comparabili

Target	Acquirente	Data chiusura	Enterprise Value (Cm/m)	EV/EBITDA
Asstra Energia SPA (70% Stato)	Enel - Eni - Xerox - Eni - Cpa	10/12/2016	34,1	7,6 x
Asstra SpA (31,3% Stato)	ENEL SpA	20/09/2016	19,1	ns
Asstra Energia SpA (50% Stato)	Monte SpA	20/01/2012	42,9	7,5 x
ADM SpA	Astoria SpA	16/12/2007	18,3	12,3 x
GP Gas SpA	2112 - Gas SpA, Eni - Energia SpA	28/11/2007	5,5	ns
Enel Energy SpA (45% Stato)	Astoria SpA	15/05/2007	61,8	nd
Media				9,2 x
Media corretta				7,8 x
Mediana				7,8 x
Minimo				7,5 x
Massimo				12,3 x

Fonte: elaborazioni su dati Mergermarket



ALLEGATO D: POSIZIONE FINANZIARIA NETTA MENSILE

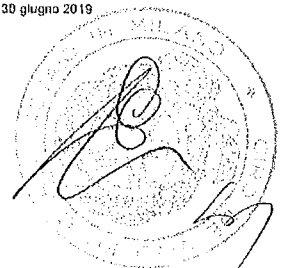
Col	Descrizione	30/06/2018	31/07/2018	31/08/2018	30/09/2018	30/10/2018	30/11/2018	31/12/2018	31/01/2019	31/02/2019	31/03/2019	30/04/2019	31/05/2019	30/06/2019
A	Cassa	1.961	1.777	1.608	2.378	5								
B	Minicipio di Poggiale	13.514.330	12.513.742	8.728.548	12.953.411	20.205.990	9.209.331	4.107.837	1.079.261	4.578.070	9.250.141	11.158.161	10.130.956	10.544.302
C	Titoli di Stato e altri titoli di Stato													
D	Titoli di Stato (1-3M)	10.536.201	12.158.478	8.810.011	12.962.305	3.515.935	6.352.812	4.107.837	1.079.261	4.578.070	9.250.141	11.158.161	10.130.956	10.544.302
E	Conti di Rendiconto (1-3M) (1-3M)	11.811.239	21.035.225	26.620.020	21.425.536	22.759.774	12.596.801	12.743.658	11.732.275	12.951.229	24.321.124	15.161.575	15.395.463	22.233.979
F	Conti di Rendiconto (1-3M) (1-3M) (1-3M)													
G	Conti di Rendiconto (1-3M) (1-3M) (1-3M) (1-3M)	11.827.107	11.811.157	12.123.355	12.123.357	11.821.126	11.821.126	11.821.126	11.821.126	11.821.126	11.821.126	11.821.126	11.821.126	11.821.126
H	Conti di Rendiconto (1-3M) (1-3M) (1-3M) (1-3M) (1-3M)													
I	Conti di Rendiconto (1-3M) (1-3M) (1-3M) (1-3M) (1-3M) (1-3M)	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107
L	Titoli di Stato (1-3M)	36.000.000	37.405.000	32.236.258	34.126.128	36.992.117	26.052.949	12.829.129	10.272.232	22.421.000	13.511.123	16.218.123	15.139.405	22.874.444
K	Conti di Rendiconto (1-3M)	17.218.411	11.834.473	15.531.473	15.531.473	16.554.473	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107
L	Conti di Rendiconto (1-3M)													
M	Conti di Rendiconto (1-3M)													
N	Conti di Rendiconto (1-3M)													
O	Titoli di Stato (1-3M)	17.218.411	11.834.473	15.531.473	15.531.473	16.554.473	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107	10.311.107
P	Conti di Rendiconto (1-3M)													
Q	Titoli di Stato (1-3M)	22.156.027	32.274.507	21.822.020	25.032.020	22.275.258	25.229.104	16.254.123	15.308.722	22.421.022	12.721.443	16.139.427	22.804.123	32.275.502

DUFF & PHELPS

Duff & Phelps Holding S.r.l.
Via Monte Rosa, 91
20149 Milano (MI)
Italia

Tel. +39 02 46712360

Enrico.Rovere@duffandphelps.com
www.duffandphelps.com



N. 54980 di Rep. -----

----- VERBALE DI ASSEVERAZIONE -----

----- REPUBBLICA ITALIANA -----

L'anno duemiladiciannove, il giorno dodici del mese di novembre -----

----- 12 novembre 2019 -----

In Milano, nel mio studio in Largo Donegani, 2 -----
Avanti a me dr. **Ciro de Vivo**, notaio residente in Milano, iscritto presso il locale Collegio Notarile, è comparso il dottor: -----

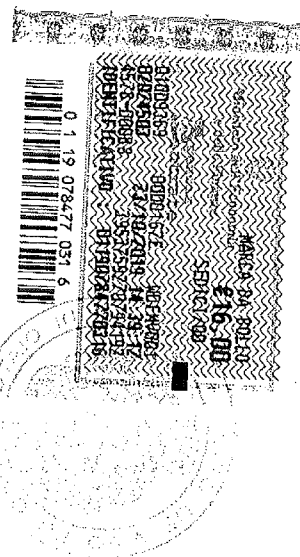
- **ROVERE Enrico**, nato a Biella il 28 luglio 1964, domiciliato a Milano (MI), via Monti n. 8, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Biella al n. 327/A e al Registro Revisori Legali al n. 166025, D.M. 27 aprile 2012, G.U. n. 37 del 15 maggio 2012, -----
della cui identità personale io notaio sono certo, il quale mi presenta relazione di stima ex art. 2343-ter c.c., comma 2, lettera b, del valore economico delle quote detenute dai soci al 30 giugno 2019 nel capitale sociale della società "**GELSIA S.R.L.**", con sede legale in Seregno (MB), via Palestro n. 33, iscritta presso il Competente Registro Imprese al numero 05970420963. -----

Aderendo alla fattami richiesta ammonisco a sensi di legge il comparente il quale presta quindi il giuramento di rito ripetendo la formula "Giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni a me affidate e di non avere avuto altro scopo che quello di far conoscere al giudice la verità". -

Di questo atto, in parte dattiloscritto da persona di mia fiducia ed in parte scritto di mio pugno su una facciata di un foglio, ho dato lettura al comparente, che lo approva e con me Notaio lo sottoscrive. -----

Enrico Rovere

C. de Vivo

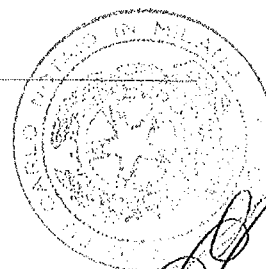


DUFF & PHELPS

Relazione di stima ex art. 2343-ter c.c., 12 novembre 2019
comma 2, lettera b) del valore delle quote
detenute dai soci in Gelsia Ambiente S.r.l.
al 30 giugno 2019

Duff & Phelps Holding S.r.l.
Centro Direzionale Colleoni
Palazzo Cristoforo Colombo 3
20804 Agrate Brianza MB / Italia
tel. +39 039 6423.538
fax +39 039 6423.542

Sede legale
Via Matteotti 91 - 20149 Milano
Società a socio unico
Capitale Sociale Euro 1004700,00 i.v.
R.E.A. Milano 12977447 C.F. / Reg. Impresa 01777130129 / P.IVA 09476220156



DUFF & PHELPS

Milano, 12 novembre 2019

Spett.le

AEB S.p.A.

Via Palestro, 33

20831 Seregno (MB)

Egredi Signori,

con la presente lettera e l'allegata relazione di stima ex art. 2343-ter c.c. vi presentiamo la stima del valore economico delle quote detenute dai soci in Gelsia Ambiente S.r.l., in relazione ai prospetti conferimentali di quote in AEB S.p.A. La data di riferimento della presente stima è il 30 giugno 2019.

Risultati

Sulla base delle assunzioni utilizzate e delle procedure eseguite, come dettagliato nella allegata relazione, il valore economico delle quote sopra specificate alla data di riferimento indicata è il seguente:

Gelsia Ambiente S.r.l. (30 giugno 2019)

Socio	Quote 30 giugno 2019	Valore economico %	quote
AEB	2.521.413,25	53,978%	6.713.195,55
Gestioni Servizi Desio s.r.l.	133.539,29	2,859%	355.544,80
Gelsia s.r.l.	9.046,18	0,194%	24.085,21
AZA Integrambente s.r.l.	1.401.366,10	30,000%	3.731.099,87
ASSP S.p.A.	112.316,11	2,404%	299.038,85
Comune di Bovisio Masciago	15.287,35	0,327%	40.702,16
Comune di Cesano Maderno	122.075,00	2,613%	325.021,43
Comune di Varedo	14.396,81	0,308%	38.331,12
Comune di Lissone	331.633,30	7,100%	882.964,02
Comune di Nova Milanese	6.716,71	0,144%	17.888,39
Comune di Blassano	3.428,39	0,073%	9.128,00
Totale	4.671.220,49	100,000%	12.437.000,00

Ringraziandovi per l'opportunità offerta, vi segnaliamo che in caso di necessità di chiarimenti sul contenuto della relazione potete contattarci al numero +39 0246712345.

Cordiali saluti,

Enrico Rovere

Managing Director

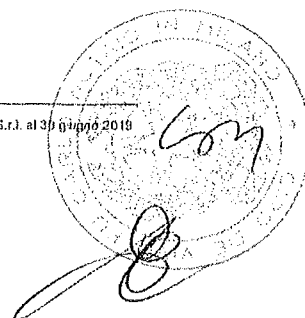
Duff & Phelps Holding S.r.l.

Duff & Phelps Holding S.r.l.
Centro Direzionale Colleoni
Palazzo Cassiopea 3
20864 Agrate Brianza (MB) / Italia
tel. +39 039 6423 538
fax +39 039 6423 542

Sede legale
Via Monte Rosa 91 - 20149 Milano
Società a socio unico
Capitale Sociale Euro 1004700 00 i.v.
R.E.A. Milano 1297744 / C.F. / Reg. Imprese 01777130129 / P.IVA 08476220158

Sommario

01	Introduzione	4
	Premessa	5
	Oggetto dell'incarico	5
	Informazioni utilizzate	6
	Data di riferimento	6
	Avvertenze	7
02	Descrizione del settore e del quadro normativo di riferimento	9
	Settore dello smaltimento rifiuti	10
03	Descrizione della Società	18
	Il Gruppo AEB	19
	Società	22
04	Dati economico-patrimoniali consuntivi e prospettici della Società	23
	Dati economico-patrimoniali consuntivi	24
	Dati economico-patrimoniali prospettici	26
05	Metodologie di valutazione	28
	Principali metodi di valutazione	29
06	Analisi valutativa della Società e delle Quote	32
	Analisi valutativa della Società - Premessa	33
	Metodo principale: Metodo finanziario-Ottica di continuità aziendale	33
	Metodo principale: Metodo finanziario-Ottica temporale limitata	34
	Metodo principale: Metodo finanziario-Stima del valore	36
	Metodo di controllo: Metodo comparativo	37
	Analisi valutativa delle Quote	37
07	Conclusioni	39
	Conclusioni	40
08	Allegati	41
	ALLEGATO A: CALCOLO DEL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE (WACC)	42
	ALLEGATO B: MULTIPLI DI MERCATO	43
	ALLEGATO C: MULTIPLI DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI	44



Sezione 01

Introduzione

Premessa

Duff & Phelps Holding S.r.l., nella persona del Dott. Enrico Rovere (di seguito lo "Scrittore") – nato a Biella (BI) il 28 luglio 1964, domiciliato a Milano in Via Vincenzo Monti 8, iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti di Biella e nel Registro dei Revisori Legali – ha ricevuto l'incarico ("Incarico") da AEB S.p.A. ("AEB" o la "Conferitaria") di predisporre una relazione di stima ("Relazione") del valore economico delle quote ("Quote") detenute dai soci (i "Soci" o "Conferenti") nel capitale sociale di Gelsia Ambiente S.r.l. ("Gelsia Ambiente" o la "Società") – società di diritto italiano con sede in Desio (MB), Via Caravaggio 26/A, iscritta al Registro delle Imprese di Monza e Brianza al n. 04153040961, capitale sociale di € 4.671.220,49 interamente versato –, in relazione ai prospettati conferimenti di quote ("Conferimenti") in AEB. Gelsia Ambiente appartiene al Gruppo AEB ed è soggetta a direzione e coordinamento di AEB.

Oggetto dell'incarico

Lo scopo della presente relazione ("Relazione") è la stima del valore delle Quote ai sensi dell'art. 2343-ter c.c., comma 2, lettera b) ai fini dei Conferimenti.

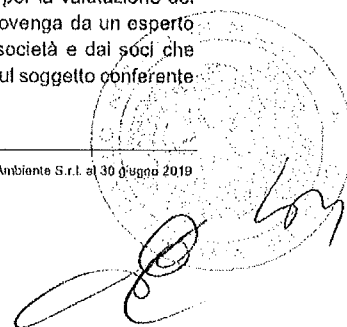
Giova al riguardo precisare che la relazione di stima è volta a tutelare opposti interessi, nei confronti dei quali, ai sensi dell'art. 2343, secondo comma, il perito è tenuto a rispondere secondo quanto disposto dall'art. 64 c.p.c.

Ciò premesso, lo Scrittore ritiene importante fornire alcune precisazioni circa le norme nelle quali s'inquadra il presente lavoro peritale e i relativi riflessi sulle scelte effettuate in sede valutativa.

La stima del valore delle Quote che i Conferenti intendono trasferire alla Conferitaria è redatta al fine di assolvere alle disposizioni dettate dagli artt. 2343 e 2343-ter c.c.: l'art. 2343 c.c., primo comma, prevede che "...chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti...".

Il processo valutativo in esame ha dunque lo scopo di stimare il valore economico dell'oggetto del conferimento e quindi assicurare l'integrità del capitale della Conferitaria, per la quota liberata mediante l'apporto delle Quote conferite. Inoltre, la stima del valore dell'oggetto di conferimento deve scontare, come mostrato nell'articolo del codice civile precedentemente illustrato (cfr. "...il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo..."), limiti convenzionali che la legge le assegna in relazione allo specifico scopo del conferimento e ciò impone l'adozione di scelte di natura prudenziale nell'individuazione dei criteri e nell'apprezzamento dei parametri utilizzati nella suddetta stima. Di conseguenza, i risultati riportati in questo lavoro peritale esprimono una configurazione di valore coerente solo ed esclusivamente con l'ipotesi di conferimento regolata dalla norma sopra citata.

L'art. 2343-ter c.c., comma 2, lettera b), prevede che "...non è altresì richiesta la relazione di cui all'art. 2343, primo comma, quando il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore [...] al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi ha effettuato il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente



Informazioni utilizzate

o sulla società medesima, dotato di adeguata e di comprovata professionalità...".

Lo Scrivente redige la Relazione dichiarando di essere indipendente dai Conferenti e dalla Conferitaria e di possedere tutti i requisiti personali e professionali richiesti dalla legge per l'espletamento di simili incarichi.

Lo Scrivente, raccolte le informazioni necessarie ed effettuate le opportune indagini, prosegue di seguito con la descrizione della Società e delle Quote, descrive i criteri di valutazione adottati e i risultati ottenuti ed espone l'analisi di sensibilità del valore al variare di alcuni parametri di valutazione.

I documenti e le informazioni (di seguito nell'insieme le "Informazioni") su cui la Relazione si basa sono stati ottenuti direttamente dalla Società o indirettamente da AEB, e da fonti pubblicamente disponibili. Di conseguenza, eventuali scostamenti rispetto alle conclusioni raggiunte nella Relazione potrebbero derivare da imprecisioni, errori e omissioni nelle Informazioni a noi fornite.

Le principali informazioni utilizzate al fine dello svolgimento dell'incarico comprendono:

- Bilanci d'esercizio di Gelsia Ambiente S.r.l. relativi agli esercizi 2016-2018;
- Relazione Finanziaria semestrale al 30 giugno 2019 di Gelsia Ambiente S.r.l.;
- Piano Industriale decennale redatto per gara doppio oggetto redatto da Ernst & Young nel dicembre 2017 ("Piano gara doppio oggetto");
- Relazione previsionale 2019 e triennale 2019-2021 di Gelsia Ambiente S.r.l.;
- Elenco soci di Gelsia Ambiente S.r.l. e relative quote di partecipazione in data al 30 giugno 2019;
- Presa d'atto distribuzione dividendo straordinario di "Gelsia S.r.l." in natura di partecipazioni di "Gelsia Ambiente S.r.l." e "RetiPiù S.r.l." a favore dei comuni soci;
- Comunicazione della Società in merito all'aggiornamento degli investimenti previsti nel periodo 2019-2021 e alle crescite, marginalità, capitale circolante netto e investimenti 2022-2028.

Tali Informazioni sono state integrate mediante colloqui ed incontri con il management della Società e di AEB (di seguito il "Management") in relazione all'attività svolta e al settore e contesto competitivo, e mediante informazioni finanziarie (quali prezzi di borsa, dati economico-patrimoniali, ecc.) ottenute attraverso banche dati specializzate e ricerche sul settore di riferimento.

Data di riferimento

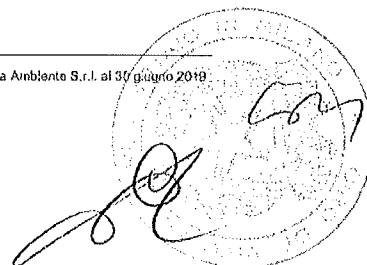
La data di riferimento della presente stima è il 30 giugno 2019 (di seguito la "Data di Riferimento").

Ai fini della presente analisi lo Scrivente ha avuto assicurazione da parte del Management circa l'assenza di eventi successivi alla Data di Riferimento che possano avere un impatto rilevante sulle conclusioni della Relazione.

Avvertenze

Le conclusioni raggiunte devono essere interpretate alla luce delle seguenti ipotesi:

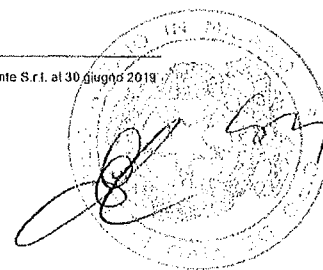
- la valutazione delle Quote è stata eseguita in ipotesi di continuità aziendale della Società, considerandone l'attuale configurazione e modello operativo e l'attuale contesto normativo e regolamentare; in ogni caso la valutazione non prende in considerazione eventi esterni futuri straordinari o inattesi;
- la valutazione della Società è stata effettuata con il metodo finanziario, verificato con il metodo comparativo, basati sui dati consuntivi di Gelsia Ambiente S.r.l. al 30 giugno 2019 (redatti secondo i principi contabili internazionali IFRS) e prospettici contenuti nella relazione previsionale 2019 e triennale 2019-2021, integrati dalla comunicazione ricevuta dalla Società relativamente all'aggiornamento degli investimenti previsti nel periodo 2019-2021 e alle crescite, marginalità, capitale circolante netto e investimenti 2022-2028 (le "Proiezioni"); i dati consuntivi e prospettici della Società non sono stati oggetto di due diligence da parte dello Scrivente;
- l'incarico non prevede lo svolgimento di verifiche e accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale o previdenziale connesse a problematiche non riportate nelle Informazioni;
- la Relazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo "Oggetto dell'incarico";
- lo Scrivente dichiara inoltre che il presente incarico sarà realizzato secondo criteri conformi a quelli previsti dai Principi Italiani di Valutazione 2015 ("PIV"), cui lo Scrivente attesta piena adesione;
- lo Scrivente dichiara di possedere la competenza e l'esperienza necessarie per assolvere il presente incarico, così come richiesto dal PIV II.2.5 e PIV II.2.6;
- lo Scrivente, nel compimento del presente incarico, dichiara di aderire al "Code of Ethical Principles for Professional Valuer" dell'IVSC (*International Valuation Standard Council*);
- Secondo i PIV le definizioni di valore sono:
 - il "valore di mercato", secondo il PIV I.6.6: il valore di mercato di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere);
 - il "valore normale di mercato", secondo il PIV I.6.12: il valore normale (di mercato) di un'attività è il prezzo che si stima si formerebbe sul mercato in condizioni normali, nelle quali i prezzi non siano ingiustificatamente depressi o irrazionalmente elevati, rispetto ai fondamentali;
 - il "valore intrinseco (o economico)", secondo il PIV I.6.8: il valore intrinseco (o economico) di un'azienda esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi.



- Secondo il PIV IV.5.2 la configurazione di valore nel caso delle valutazioni ai fini di conferimento è rappresentata dal valore normale di mercato dei beni. Nel caso di conferimenti di aziende o di rami di azienda il valore di conferimento è normalmente rappresentato dal minore fra il valore intrinseco e il valore normale di mercato dei beni conferiti. In casi particolari, l'esperto potrà adottare anche più di una configurazione di valore, che tenga conto della logica dell'operazione di conferimento nel più ampio contesto dell'operazione acquisitiva. Nel caso specifico, lo Scrivente ha ritenuto che il valore minimo fosse costituito dal valore intrinseco (o economico).

Sezione 02

Descrizione del settore e del quadro normativo di riferimento



Settore dello smaltimento rifiuti

SMALTIMENTO RIFIUTI

Il settore dello smaltimento rifiuti in Italia è un settore frammentato con oltre 5.000 imprese autorizzate al ritiro e allo smaltimento, con meno del 5 % delle aziende che coprono oltre il 50 % del fatturato complessivo. Altrove non è così: in Francia, oltre la metà dei ricavi è in mano a solo due grandi gruppi, mentre in Inghilterra a non più di cinque.

Gli indici dei costi di gestione dei rifiuti si riferiscono alle attività di raccolta, trattamento e smaltimento dei rifiuti e al recupero dei materiali (divisione 38 dell'Ateco 2007). Tali indici misurano l'andamento nel tempo dei costi di produzione delle attività di gestione dei rifiuti, con riferimento all'acquisto di beni e servizi, al costo del personale dipendente e al costo d'uso del capitale.

Tra il 2017 e il 2018 l'indice di costo della gestione dei rifiuti è aumentato dello 0,6% trainato dagli acquisti di beni e servizi (+1,4%) e delle spese del personale (+1,2%) a fronte della riduzione del costo d'uso del capitale (-1,1%).

Rispetto ai due sotto-settori economici che compongono l'indice totale (raccolta, trattamento e smaltimento dei rifiuti il primo, recupero dei materiali il secondo), l'andamento dei costi nel 2018 mostra che il settore che ha fatto registrare maggiori aumenti è stato quello del recupero dei materiali (+1,1%) rispetto a quello dell'attività di raccolta, trattamento e smaltimento dei rifiuti (+0,3%).

È bene comunque precisare che l'indicatore impiegato dall'Istat è di tipo indiretto, data "l'assenza di fonti informative rilevanti per la produzione di indici di prezzo alla produzione per il settore della gestione dei rifiuti".

In modo molto sintetico, l'indice mostra chiaramente che gestire i rifiuti comporta un costo economico – a fronte di ingenti vantaggi ambientali e sociali – e investimenti dedicati: l'Italia produce ogni anno circa 135 milioni di tonnellate di rifiuti speciali e circa 30 milioni di tonnellate di rifiuti urbani, che devono essere gestiti secondo logica di sostenibilità e prossimità.

L'Istat nel suo Report "Raccolta differenziata dei rifiuti: comportamenti e soddisfazione dei cittadini e politiche nelle città" ha registrato una diminuzione della produzione di rifiuti e aumento della raccolta differenziata. Nel 2017, la quantità raccolta di rifiuti urbani era in diminuzione rispetto al 2016. La quota della raccolta differenziata invece era in crescita di 3 punti rispetto all'anno precedente raggiungendo così il 55,5%. Nel 2018 l'87,1% delle famiglie ha effettuato con regolarità la raccolta differenziata della plastica (39,7% nel 1998), il 71,3% dell'alluminio (27,8%), l'86,6% della carta (46,9%) e l'85,9% del vetro (52,6%).

I livelli più alti di produzione di rifiuti urbani si rilevano in Emilia-Romagna (642,2 kg per abitante) e Toscana (600,0). Il Molise (377,0) e la Basilicata (345,2), invece, sono le regioni in cui se ne producono di meno.

La frequenza della raccolta differenziata dei rifiuti urbani varia sul territorio: livelli molto elevati si registrano nella provincia autonoma di Trento (74,6%), in Veneto (73,6%), in Lombardia (69,6%), nella provincia autonoma di Bolzano (68,5) e in Friuli-Venezia Giulia (65,5). In queste stesse zone la quantità pro capite di rifiuti urbani è inferiore o prossima alla media Italia.

Sempre nel 2018, il 68,2% delle famiglie ritiene di sostenere un costo elevato per la raccolta dei rifiuti, il 28,2% lo giudica adeguato. Si stima che le famiglie residenti nelle Isole siano le più insoddisfatte: giudicano elevato il costo nel 79,4 dei casi, quota che scende al 58,9% nelle regioni del Nord-ovest.

Normative con impatto nel settore dei rifiuti

Rispetto al servizio di raccolta porta a porta dei rifiuti si definisce molto soddisfatto il 25,3% delle famiglie italiane (il 33,4% nel Nord-est e il 31,0% nel Nord-ovest). Al di sotto della media nazionale le altre ripartizioni geografiche: 17,7% al Sud, 19,4% al Centro e 21,9% nelle Isole.

NORMATIVE CON IMPATTO NEL MERCATO DEI RIFIUTI

1. La gestione integrata dei rifiuti urbani

Il Codice Ambientale prevede per la prima volta una "gestione integrata dei rifiuti" (art. 200, comma 1, lett. a, del D. Lgs. 152/2006).

Già nel decreto Ronchi si parlava di "gestione unitaria dei rifiuti urbani", ma con questa espressione ci si riferiva al superamento della frammentazione delle gestioni e al principio di autosufficienza territoriale e di prossimità.

Nel Codice ambientale invece "gestione integrata" indica che l'insieme di attività, comprendente la realizzazione e gestione degli impianti (art. 201, comma 4, lett. a), art. 202, comma 5) deve essere svolto da un unico soggetto. In sostanza, tutte le attività che rientrano nella "gestione" come definita nell'art. 183, comma 1, lett. g) (raccolta, trasporto, recupero e smaltimento dei rifiuti, compreso il controllo di queste operazioni, nonché il controllo delle discariche dopo la chiusura) sono soggette ad un unico regime, individuato dall'art. 202 (affidamento del servizio mediante gara) e affidate ad unico soggetto.

Un aspetto da esaminare riguarda la distinzione tra "ciclo integrato dei rifiuti" e "gestore unico per l'intero ambito".

Il ciclo integrato dei rifiuti (definizione all'art. 183, lett. d), richiedendo che esso comprenda anche lo smaltimento, che deve realizzarsi completamente all'interno dell'ambito, conduce all'unicità del soggetto gestore, che si desume anche dallo scopo della legge, in quanto fonda l'organizzazione su ambiti territoriali ottimali; lo scopo è il "superamento della frammentazione delle gestioni attraverso un servizio di gestione integrata dei rifiuti" (art. 200, comma 1), anche per raggiungere "adeguate dimensioni gestionali".

È quindi chiaro che la disciplina presuppone che vi sia un unico gestore per ambito territoriale.

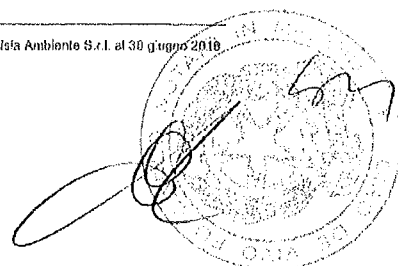
L'art. 183 del Codice Ambientale, nel definire il gestore del servizio di gestione dei rifiuti, prevede, comunque, che esso possa ricorrere ad altre imprese "per lo svolgimento di singole parti del servizio medesimo", coordinandole.

Il gestore del servizio, pertanto, può ricorrere ad altre imprese, in possesso dei requisiti di legge, per lo svolgimento di singole parti del servizio, fermo restando il suo ruolo di unico referente della gestione e coordinatore delle imprese partecipanti. In ogni caso l'affidamento deve riguardare la realizzazione dell'intero servizio (art. 201, comma 4).

2. L'Autorità d'ambito e la gestione integrata dei rifiuti

Il Codice Ambientale persegue l'obiettivo dell'unicità del governo dell'ambito attraverso l'istituzione obbligatoria delle Autorità d'ambito (art. 201, comma 2).

Il Codice prevede che obbligatoriamente gli enti locali del medesimo ambito costituiscano e partecipino ad una Autorità d'ambito, struttura dotata di personalità giuridica "alla quale è trasferito l'esercizio delle loro competenze in materia di gestione integrata dei rifiuti".



La disciplina delle forme e i modi della costituzione delle Autorità è di competenza regionale.

Le Autorità d'ambito sono ora obbligatorie e non vi sono equivoci sulla loro natura di enti locali di secondo grado, poiché a dette Autorità spetta per legge statale l'esercizio delle competenze locali in materia di gestione integrata dei rifiuti ("è trasferito", e non "sarà trasferito"), non vi è quindi margine di scelta che richieda la manifestazione di volontà di ciascun ente componente.

Nel testo del Codice Ambientale, l'Autorità d'ambito è un soggetto dotato di personalità giuridica, espressione delle autonomie locali – e quindi rappresentativo di secondo grado – che ha compiti di indirizzo politico-amministrativo, di amministrazione attiva (essenzialmente la gestione delle gare) e di controllo.

È il soggetto cui compete la "gestione" dei rifiuti urbani ed assimilati, che indice le gare ad evidenza pubblica, al quale è demandata "l'organizzazione, l'affidamento e il controllo del servizio di gestione integrata dei rifiuti" (art. 201, comma 1).

Inoltre "L'Autorità d'ambito organizza il servizio e determina gli obiettivi da perseguire per garantirne la gestione secondo criteri di efficienza, di efficacia, di economicità e di trasparenza; a tal fine adotta un apposito piano d'ambito, in conformità a quanto previsto dall'art. 203, comma 3" (art. 201, comma 3).

È l'Autorità d'ambito che aggiudica il servizio (art. 202, comma 1), il contratto di servizio intercorre tra Autorità d'ambito e i soggetti affidatari del servizio. Spetta alle Autorità d'ambito definire "le procedure e le modalità, anche su base pluriennale, per il conseguimento degli obiettivi previsti dalla parte quarta del presente decreto", ed elaborare "un piano d'ambito comprensivo di un programma degli interventi necessari, accompagnato da un piano finanziario e dal connesso modello gestionale ed organizzativo" (art. 203, comma 3).

La nuova struttura organizzativa disegnata dal Codice porta, dunque, novità di non poco conto: l'unico referente soggettivo per tutte le aziende di settore è l'Autorità d'ambito e non più i Comuni, singoli o associati. Questo referente esclusivo è un soggetto composto da una componente politica (tanti quanti sono i Comuni compresi nell'ATO), ognuna portatrice di esigenze proprie e a volte anche particolari per specificità (avendo riguardo al contesto territoriale piuttosto che alle dimensioni dell'ente specifico). Di converso il gestore non può ricoprire cariche all'interno dell'Autorità e non vede, nella propria compagine societaria, la presenza di alcun soggetto politico. Nella appare, infatti, nel disegno normativo la separazione tra le funzioni di governo (riconosciute all'Autorità a garanzia prioritaria dell'unitarietà gestionale) e le funzioni di gestione.

3. Le modalità di affidamento del servizio nella disciplina dei rifiuti

La novità di grande peso introdotta dal D. Lgs. 152/2006 è la prescrizione di affidare a terzi, mediante gara, l'intero servizio, (compresa la realizzazione e gestione degli impianti, e compresa naturalmente la raccolta, la raccolta differenziata, la commercializzazione e lo smaltimento completo di tutti i rifiuti urbani e assimilati prodotti all'interno dell'Ato, art. 201, comma 4, lett. a) e b).

L'aggiudicazione del servizio mediante gara compete all'Autorità d'ambito.

L'art. 202, comma 1, del Codice Ambientale, infatti, nello stabilire che l'Autorità d'ambito aggiudica il servizio di gestione integrata dei rifiuti urbani mediante "gara", precisa che la stessa deve essere disciplinata dai principi e dalle

disposizioni comunitarie, in conformità ai criteri di cui all'art. 113, comma 7, del D. Lgs. 267/2000. È emersa fin da subito, quindi, la scomparsa della possibilità di scelta tra diversi modelli di gestione come consentito dal comma 5 dell'art. 113 del TUEL sostituita dalla previsione della procedura ad evidenza pubblica per la scelta del gestore. Il Codice, dunque, ammette una sola modalità di affidamento del servizio, ritenendo che in questo settore esista un mercato dove operano soggetti economici ed è quindi intervenuto a tutela di quel mercato, e in definitiva della concorrenza, creando per i rifiuti una disciplina di settore diversa rispetto a quella ordinaria.

È disciplinata anche l'utilizzazione dei beni strumentali per il servizio, in modo diverso rispetto a quanto prevede l'art. 113 del TUEL.

Secondo l'art. 113, alla scadenza di ciascun periodo di affidamento (e in esito alla successiva gara di affidamento) "le reti, gli impianti e le altre dotazioni patrimoniali di proprietà degli enti locali o delle società di cui al comma 13, sono assegnati al nuovo gestore" (art. 113, comma 9 del Tuel).

Tali società (quelle del comma 13) "pongono le reti, gli impianti e le altre dotazioni patrimoniali a disposizione dei gestori incaricati della gestione del servizio...a fronte di un canone stabilito dalla competente Autorità di settore, ove prevista, o dagli enti locali".

Secondo la nuova disciplina relativa alla gestione dei rifiuti, invece, "gli impianti e le altre dotazioni patrimoniali di proprietà degli enti locali già esistenti al momento dell'assegnazione del servizio sono conferiti in comodato ai soggetti affidatari del medesimo servizio". Prescrizione che potrebbe essere interpretata nel senso della necessaria gratuità dell'utilizzazione degli impianti di recupero o smaltimento, gratuito essendo il comodato. Ma che può essere invece intesa nel senso che spetti all'Autorità locale decidere nell'uno o nell'altro senso, non essendo decisivo l'uso del termine "comodato" ed esistendo d'altra parte la regola generale secondo cui l'utilizzatore degli impianti paga un canone.

L'art. 201, comma 6 del codice ambientale provvede a completare la disciplina prevedendo una durata del rapporto non inferiore ai 15 anni, salvo durate maggiori stabilite con legge regionale.

A queste, altre previsioni si aggiungono, relative al personale degli ex gestori e allo svolgimento delle gare. Quanto al personale del gestore uscente, l'art. 202, comma 6, prevede il passaggio diretto ed immediato al nuovo gestore con la salvaguardia delle condizioni contrattuali, collettive ed individuali, in atto. Si applica l'art. 2112 del c.c. (trasferimento di ramo d'azienda).

Poiché la nuova modalità di affidamento del servizio è una soltanto (la gara), è necessaria una disciplina specifica che preveda la cessazione anche anticipata delle gestioni precedenti.

A questo provvede l'art. 204, secondo cui i gestori attuali esercitano il servizio "fino all'istituzione e organizzazione del servizio di gestione integrata dei rifiuti da parte delle Autorità d'ambito", espressione che va ragionevolmente interpretata nel senso che le vecchie gestioni durano fino all'affidamento ai nuovi gestori, non essendo concepibili soluzioni di continuità nella gestione.

È più precisa la dizione utilizzata nell'art. 198 ("Sinò all'inizio delle attività del soggetto aggiudicatario della gara ad evidenza pubblica indetta dall'Autorità d'ambito ai sensi dell'art. 202, i comuni continuano la gestione dei rifiuti urbani e dei rifiuti assimilati avviati allo smaltimento in regime di privativa nelle forme di cui all'art. 113, comma 5, del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267"); tale disposizione – "I comuni continuano la gestione" – può naturalmente riferirsi



anche a gestioni in economia o a gestioni dirette svolte attraverso società *in house*.

La ratio di tali disposizioni va rinvenuta, altresì, nella scelta generale della legislazione settoriale in materia di rifiuti del Codice Ambientale, che si fonda sull'idea che i problemi della gestione dei rifiuti urbani non pericolosi siano risolti in un ambito territoriale definito, tendenzialmente di dimensione provinciale:

- art. 195, lett. o) linee guida statali sulla cooperazione tra enti locali nell'ambito;
- art. 196, lett. g) delimitazione regionale degli ambiti;
- art. 199, lett. d) ed e) autosufficienza e promozione regionale della gestione per ambiti;
- art. 200, comma 1: la gestione dei rifiuti urbani è organizzata per ambiti, secondo i criteri del superamento della frammentazione delle gestioni e del conseguimento di adeguate dimensioni gestionali;
- art. 202, il servizio è aggiudicato dall'Autorità d'ambito come servizio di gestione (art. 183 lett. d) integrata (art. 183 lett. cc) comprendente il complesso delle attività volte ad ottimizzare la gestione dei rifiuti, ivi compresa l'attività di spazzamento.

La continuazione delle gestioni attuali, se pur attribuite con modalità considerate legittime anche dalla normativa successiva, sarebbe radicalmente in contrasto con tutte le finalità della disciplina. Detto in sintesi, nel settore rifiuti, alla questione di cui si occupa la disciplina generale (consentire la continuazione delle gestioni che già erano in regola), si aggiunge l'altro aspetto, il riordino delle gestioni attraverso la scelta di un gestore per ambito.

La disciplina transitoria dell'art. 204 del Codice Ambientale si inserisce in un contesto che presuppone una rapida attuazione del nuovo sistema, anche se i termini previsti dal Codice non sono stati rispettati (era previsto dal Codice il termine del 31.01.2007), data la necessità almeno del piano d'ambito per poter attuare le procedure sulla scelta del gestore.

L'obiettivo del legislatore è di avere un'unica funzione di regolazione del ciclo affidata all'Autorità d'ambito. Per questo il Piano d'Ambito deve parlare subito, con le caratteristiche di un piano industriale di sistema.

Una volta concluso che nella fase attuale si tratta di applicare l'art. 204 del Codice Ambientale, occorre esaminare quali effetti più precisamente sono prodotti da quella norma nella fase transitoria.

Il comma 1 dell'art. 204 non sembra presupporre un apposito provvedimento amministrativo di proroga, che richiederebbe una motivazione caso per caso. Dicendo che "i soggetti che esercitano il servizio, anche in economia, alla data di entrata in vigore della parte quarta del presente decreto, continuano a gestirlo fino alla istituzione ed organizzazione del servizio di gestione integrata dei rifiuti da parte dell'Autorità d'ambito", sembra voglia dire che almeno di norma non si deve provvedere, in caso di scadenza naturale, a nuovi affidamenti.

La "continuazione" delle gestioni fino alla scelta del nuovo gestore è un passaggio necessario, deciso direttamente dalla legge. Con la conseguenza che, salvo sempre la possibilità per la p.a. di disporre diversamente per ragioni particolari, adeguatamente motivando, i gestori esistenti alla data di entrata in vigore del codice – indipendentemente dal titolo – hanno "diritto" di continuare l'attività.

A ben vedere questa disposizione è posta a tutela della riforma, per rendere possibile che la gestione del servizio e l'individuazione del nuovo gestore siano effettivamente e tempestivamente fatti a livello d'ambito, e non in modo frammentato, come fin qui generalmente avvenuto. Sarà quindi sufficiente, almeno nel primo periodo, che gli amministratori prendano atto che le gestioni continuino in regime di proroga ex lege. Tutto ciò a condizione che si tratti di gestioni in essere nell'aprile 2006.

L'espresso riferimento dell'art. 204 ai "soggetti che esercitano il servizio alla data di entrata in vigore del presente decreto continuano a gestirlo..." rende chiaro l'intento del legislatore di evitare nuovi affidamenti intermedi tra la cessazione delle gestioni esistenti e l'affidamento del servizio integrato di gestione dei rifiuti da parte dell'Autorità d'ambito.

Alla stessa conclusione induce la previsione del comma 3 dello stesso articolo 204 prevedendo la nomina del commissario ad acta da parte del Presidente della Giunta Regionale nei casi di inadempimento da parte dell'Autorità d'ambito entro il termine previsto dal comma 2 (31 gennaio 2007).

Il problema è che questi termini sono ormai scaduti. La disposizione legislativa (art. 204), che le gestioni in essere continuano – quale che sia la loro forma – fino alla nuova organizzazione del servizio è evidentemente legata alla previsione che le Autorità d'ambito provvedano subito ai nuovi affidamenti.

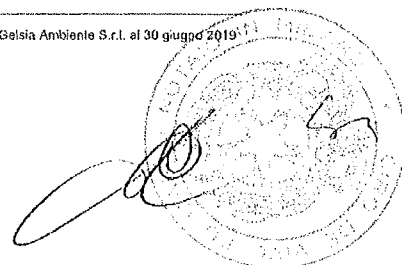
Questa situazione di inadempimento, che richiede una celere approvazione del piano d'ambito, promessa indispensabile dell'affidamento del servizio, non può però portare alla conclusione che ciascun comune possa essere autorizzato a provvedere singolarmente, perché questo tradirebbe anche la volontà della legge, di organizzare il servizio a dimensione d'ambito, tendenzialmente mediante un unico gestore.

Se si dovesse concludere che, scaduto il periodo transitorio, occorre procedere con l'affidamento del servizio tramite gara – perché così dice la legge (l'art. 202 del Codice ambientale) e così dice la giurisprudenza (che sempre più spesso afferma, anche di fronte all'art. 113 del TUEL, essere la gara la regola e l'affidamento in house l'eccezione che va motivata) – competerebbe all'Autorità d'ambito di indirirla per l'intero ambito e per l'intero ciclo, anche in assenza di un piano d'ambito con tutte le conseguenze negative che ciò comporterebbe anche in ragione della lunga durata – 15 anni – prevista per l'affidamento del servizio.

È urgente, dunque, al fine di evitare l'insorgere di contenziosi che si dia attuazione alle norme, anche attraverso l'intervento sostitutivo regionale.

Dunque, riassumendo le considerazioni sulle modalità di affidamento del servizio nella disciplina dei rifiuti, si deve concludere che il Codice Ambientale prescrive la procedura ad evidenza pubblica per la scelta del gestore. Infatti:

- L'articolo 202 del D. Lgs. 152/2006 prevede: "L'Autorità d'ambito aggiudica il servizio di gestione integrata dei rifiuti urbani mediante gara disciplinata dai principi e dalle disposizioni comunitarie, in conformità ai criteri di cui all'art. 113, comma 7, del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, nonché con riferimento all'ammontare del corrispettivo..., tenuto conto delle garanzie di carattere tecnico e delle precedenti esperienze specifiche dei concorrenti, secondo modalità e termini definiti con decreto dal Ministro dell'ambiente.....";
- l'art. 198 dice che "sino all'inizio delle attività del soggetto aggiudicatario della gara ad evidenza pubblica indetta dall'Autorità d'ambito, i comuni (o gli enti di bacino) continuano la gestione dei rifiuti



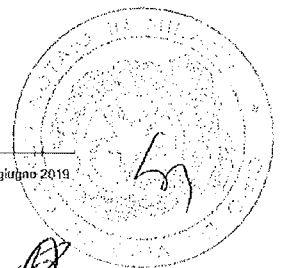
urbani ...in regime di privativa nelle forme di cui all'art. 113, comma 5°
forme che sono quindi destinate a cessare;

- l'art. 201 dice che le attività di gestione ed erogazione del servizio sono affidate "ai sensi dell'art. 202 e nel rispetto della normativa comunitaria e nazionale sull'evidenza pubblica"; quindi non si può neppure argomentare dicendo che la normativa comunitaria consente l'*in house* e che quindi il rinvio lascia aperta l'applicazione sia dell'*in house*, sia della gara, perché il richiamo è specifico alla normativa comunitaria sull'evidenza pubblica;
- lo stesso comma 1 dell'art. 202 contiene dei criteri di selezione del gestore (l'ammontare del corrispettivo offerto) che non sono pertinenti ad un rapporto *in house*, ma lo sono se si tratta di selezionare un soggetto terzo, pubblico o privato.

A sostegno di tale interpretazione si possono richiamare:

- art. 150 del medesimo D. Lgs. 152/2006 che, nel disciplinare la scelta delle forme di gestione e procedure di affidamento del servizio idrico integrato, richiama espressamente la possibilità della gestione *in house*, cosa che non avviene per i rifiuti;
- schema di decreto correttivo del D. Lgs. 152/2006, approvato in prima lettura dal Consiglio dei Ministri il 13 settembre scorso, prevede una modifica all'art. 202: "le parole: "gara disciplinata" sono sostituite dalle seguenti: "procedure disciplinate" ed è soppresso il riferimento al comma 7. I tempi di un'eventuale approvazione definitiva del testo correttivo sono, tuttavia, molto lunghi a seguito del mancato rispetto dei tempi stabiliti dalla legge delega e conseguente decadenza dei "correttivi" in itinere. Il nuovo ed unico schema di decreto legislativo in itinere dovrà ora ripercorrere l'intero iter previsto, ossia tre approvazioni da parte del Governo alternate da due approvazioni delle Commissioni parlamentari;
- la decisione dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato del 27/09/2006 ove si legge, fra l'altro, "si ricorda come, da ultimo, anche l'articolo 202 del decreto legislativo 3 aprile 2006, n. 152, Testo Unico in materia ambientale, espressamente stabilisca che le competenti autorità di ambito aggiudicano il servizio di gestione integrata dei rifiuti urbani mediante gara disciplinata dai principi e dalle disposizioni comunitarie, in conformità ai criteri di cui all'articolo 113, comma 7, del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267. Si definisce chiaramente con ciò la necessità di confronto tra operatori – indipendentemente dalla natura giuridica dei medesimi e, soprattutto, dalla rispettiva titolarità del capitale sociale – improntato ai principi concorrenza, così come anche dalla stessa Autorità più volte ribaditi";
- la successiva ampia e argomentata decisione della medesima Autorità del 14/12/2006, cui si rinvia;
- la sentenza del TAR Campania Napoli sez. I 02/08/2007 n. 7229 da cui emerge che "il nuovo sistema delineato dal d.lgs. 152/06 per la gestione integrata dei rifiuti urbani, caratterizzato dalla separazione delle funzioni di indirizzo, organizzazione e controllo da quelle gestorie (art. 201, co. 4, e 202, co. 1), persegue l'obiettivo del superamento della frammentazione delle gestioni sulla base di ambiti territoriali

ottimali (art. 200, co. 1, lett. a) attraverso la previsione di una gestione "integrata" dei rifiuti, ad opera di un unico gestore cui vengano affidate, a mezzo di procedura comunitaria, la realizzazione, gestione ed erogazione dell'intero servizio (comprese le attività di gestione e realizzazione degli impianti) e la raccolta, la raccolta differenziata, la commercializzazione e lo smaltimento completo di tutti i rifiuti urbani ed assimilati prodotti all'interno dell'ATO (art. 201, co. 4): cosicché l'affidamento e l'avvio della gestione integrata appaiono incompatibili con la sopravvivenza di gestioni parziali preesistenti, si tratti o meno di gestioni dirette, *in house* o affidate a terzi. Ne consegue l'interesse del legislatore a segnare lo spartiacque tra il vecchio ed il nuovo sistema di gestione, stabilendo che le gestioni in corso, una volta conclusa la complessa fase d'avvio del nuovo modello, debbano cessare, ancorché anticipatamente. A ciò si è provveduto con gli artt. 198 e 204, che vanno retamente intesi nel senso di sancire la cessazione in ogni caso, anche in via anticipata, delle gestioni in corso, a seguito dell'affidamento del servizio integrato al nuovo gestore. La decadenza delle gestioni in corso risponde all'esigenza di evitare che la loro prosecuzione (benché legittimata dai rispettivi titoli) pregiudichi l'esercizio in forma integrata del servizio nell'intero territorio. Non si vede, viceversa, in qual modo una proroga ex lege delle gestioni preesistenti sino all'affidamento del nuovo servizio possa servire a tale interesse, essendo la gestione integrata comunque destinata a fare, del preesistente, *tabula rasa*".



A large, stylized handwritten signature is written over the bottom right portion of the page, overlapping the circular stamp.

Sezione 02

Descrizione della Società

Il Gruppo AEB

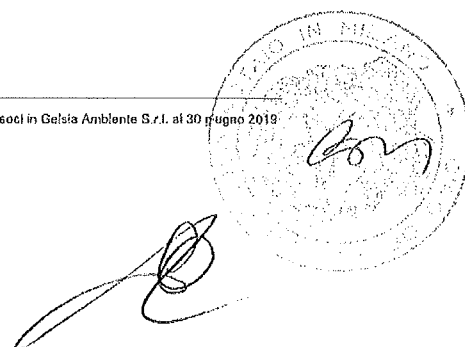
Il Gruppo AEB rappresenta una tra le prime multiutility in Lombardia per fatturato e clienti serviti e si colloca tra i primi 15 operatori a livello nazionale. Attivo nei settori della distribuzione e vendita del gas, dell'energia elettrica e calore, nonché nei servizi ambientali, il Gruppo con più di 600 dipendenti, opera principalmente nei comuni della Brianza, servendo un totale di 450.000 abitanti e oltre 200.000 clienti. Il totale dei ricavi consolidati del 2018 del Gruppo AEB è pari a oltre 220 milioni di euro.

Ad oggi il Gruppo AEB è costituito da 4 società. Oltre alla holding AEB, è composto da 3 società di business:

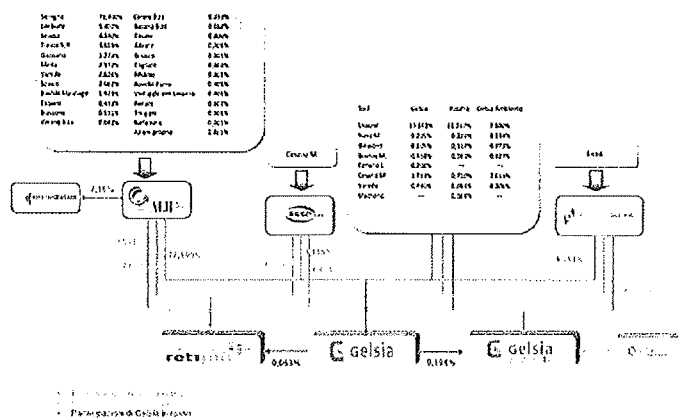
- Gelsia S.r.l., attiva nel settore della vendita dell'energia elettrica e gas naturale, e nel settore della produzione di energia e calore;
- Gelsia Ambiente S.r.l., attiva nel settore dei servizi ambientali;
- Reti Più s.r.l., attiva nel settore della distribuzione del gas naturale e energia elettrica e illuminazione pubblica.

La holding AEB, oltre al ruolo di capogruppo, opera direttamente nel settore delle farmacie comunali e impianti sportivi.

Gelsia Srl		RetiPiù Srl	Gelsia Ambiente Srl
VENDITA	PIATTAFORME IMPIANTI	DISTRIBUZIONE	AMBIENTE
<ul style="list-style-type: none"> Telegas Milano Telegas Brianza Telegas Nord Telegas Sud Telegas Est 	<ul style="list-style-type: none"> Telegas Milano Telegas Brianza Telegas Nord Telegas Sud Telegas Est 	<ul style="list-style-type: none"> Telegas Milano Telegas Brianza Telegas Nord Telegas Sud Telegas Est 	<ul style="list-style-type: none"> Telegas Milano Telegas Brianza Telegas Nord Telegas Sud Telegas Est



L'azionariato al 30 giugno 2019 del Gruppo AEB è così composto:



Il Gruppo AEB è stato oggetto, di recente, di una serie di operazioni di riassetto, razionalizzazione e semplificazione sulla base della delibera di revisione straordinaria delle partecipazioni di cui all'art. 24 del D.Lgs 175/2016 (27/10/17).

Attualmente le azioni che hanno avuto attuazione sono:

- configurazione della capogruppo AEB quale vera e propria holding di gruppo, accentrando in capo alla stessa le funzioni di staff e amministrative;
- vendita della partecipazione della controllata Gelsia S.r.l. in Commerciale Gas & Luce Srl;
- distribuzione da parte di Gelsia S.r.l. di un dividendo straordinario in natura per trasferire le partecipazioni detenute in Gelsia Ambiente S.r.l. e RetiPiù ai propri soci.

Inoltre nell'ultimo semestre vi sono alcuni avvenimenti che hanno determinato dei cambiamenti all'interno della compagine azionaria delle varie società, in particolare:

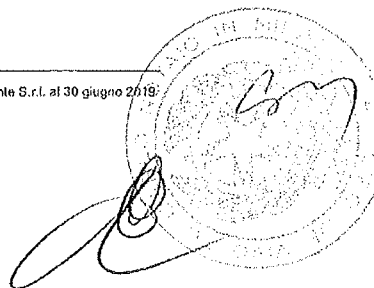
- il Comune di Cerfano Laghetto sta definendo le procedure necessarie per ricevere il dividendo in natura (partecipazioni in Gelsia S.r.l. Ambiente e RetiPiù) da Gelsia S.r.l.;
- il Comune di Macherio non ha partecipato alla distribuzione del dividendo straordinario da parte di Gelsia S.r.l., ha invece alienato la propria partecipazione in Gelsia S.r.l. alla società Canarmino che a sua volta l'ha poi ceduta ad AEB. La partecipazione del Comune di Macherio in Gelsia S.r.l. è ora in capo ad AEB, con conseguenti effetti sul possesso di partecipazioni in Gelsia Ambiente S.r.l. e RetiPiù;

- Il Comune di Macherio ha richiesto di poter uscire dall'azionariato di RetiPiù secondo quanto previsto dalla Legge Madia, con una liquidazione in denaro della propria quota, pari allo 0,064%, per un corrispettivo di € 99.698,43;
- ha avuto luogo il riacquisto da parte di AEB delle azioni detenute dal Comune di Muggiò in AEB stessa, a seguito del processo di revisione straordinaria delle partecipazioni possedute dal comune, di cui all'art. 24 del D.Lgs 175/2016;
- è avvenuta la cessione parziale di azioni proprie da parte di AEB al Comune di Barlassina in data 27 giugno 2019 (comune che ha manifestato la volontà di aderire al percorso delineato con la gara a doppio oggetto relativa a Gelsia Ambiente S.r.l.), con il conseguente ingresso del suddetto comune nella compagine azionaria.

Con deliberazione Consigliare n.53 del 27 dicembre 2018, il Comune di Seregno ha definito un piano di riassetto organizzativo societario del Gruppo AEB, in parziale modifica e integrazione del contenuti della revisione straordinaria, che prevede il completamento del piano di razionalizzazione del Gruppo con una configurazione dello stesso che veda la confluenza di tutti i soci pubblici in AEB, attraverso il conferimento in AEB, per la parte non già detenuta in AEB, da parte dei soci di RetiPiù S.r.l., Gelsia S.r.l. e Gelsia Ambiente S.r.l, delle quote da essi detenute in tali società, ad eccezione del 30% detenuto da A2A Integrambiente in Gelsia Ambiente S.r.l..

Tale modello consente di disporre di una struttura di governance su un unico livello, garantendo al Gruppo unitarietà di indirizzi strategici e industriali.

Pertanto la struttura della governance del Gruppo post-riassetto risulterebbe la seguente:



Società

Gelsia Ambiente gestisce i servizi di igiene ambientale in 26 Comuni del territorio Brianzolo, servendo una popolazione di circa 450.000 abitanti.

Per ventitre di questi (Albate, Besana in Brianza, Blassono, Bovisio Masciago, Briosco, Cabiato, Ceriano Laghetto, Cusano Milanino, Cesano Maderno, Desio, Giussano, Limbiate, Lissone, Muggiò, Renate, Rovello Porro, Seregno, Seveso, Sovico, Triuggio, Varedo, Veduggio con Colzano, Verano Brianza), la Società si occupa della raccolta, del trasporto e dello smaltimento/trattamento dei rifiuti, gestisce le Piattaforme Ecologiche e lo spazzamento stradale, manuale e meccanizzato. Attraverso il costante impegno della Società e dei cittadini brianzoli, la raccolta differenziata in questi Comuni ha raggiunto il 77%.

Per i rimanenti Comuni, Gelsia Ambiente si occupa dei servizi di recupero/smaltimento o di intermediazione.

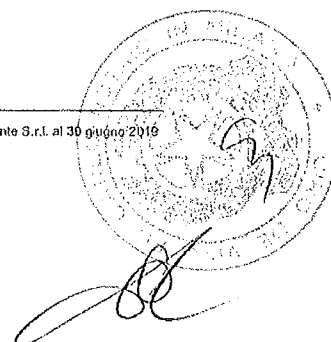
Di seguito si riporta la composizione dei soci della Società al 30 giugno 2019:

Gelsia Ambiente S.r.l. (30 giugno 2019)

Socio	Quote 30 giugno	
	2019	%
AEB	2.521.413,25	53,978%
Gestioni Servizi Desio s.r.l.	133.539,29	2,859%
Gelsia s.r.l.	9.045,18	0,194%
A2A Integriante s.r.l.	1.401.365,10	30,000%
ASSP S.p.A.	112.316,11	2,404%
Comune di Bovisio Masciago	15.287,35	0,327%
Comune di Cesano Maderno	122.075,00	2,613%
Comune di Varedo	14.395,81	0,308%
Comune di Lissone	331.633,30	7,100%
Comune di Nova Milanese	6.718,71	0,144%
Comune di Blassono	3.428,39	0,073%
Totale	4.671.220,49	100,000%

Sezione 03

Dati economico- patrimoniali consuntivi e prospettici della Società



Dati economico-patrimoniali consuntivi

Si riportano nel seguito i dati economico-patrimoniali consuntivi della Società relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2016 - 2018 e ai primi sei mesi del 2019 ("H1 2019"):

GELSIA AMBIENTE S.R.L.

Conto economico

Migliaia di Euro

	2016	2017	2018	H1 2019
	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo
RICAVI TOTALI	30.210	33.518	38.142	23.419
Crescita %	6,8%	11,0%	13,8%	n.d.
Costi operativi	(27.352)	(30.745)	(35.716)	(21.871)
incidenza su Ricavi Totali %	90,5%	91,7%	93,6%	93,4%
EBITDA	2.858	2.773	2.426	1.548
incidenza su Ricavi Totali %	9,5%	8,3%	6,4%	6,6%
Ammortamenti	(1.102)	(1.435)	(1.684)	(925)
incidenza su Ricavi Totali %	-3,9%	-4,3%	-4,4%	-3,9%
EBIT	1.676	1.338	742	623
incidenza su Ricavi Totali %	5,5%	4,0%	1,9%	2,7%
Proventi/(Oneri) finanziari netti	(52)	(19)	(34)	(31)
incidenza su Ricavi Totali %	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Proventi/(Oneri) straordinari netti	0	0	48	0
incidenza su Ricavi Totali %	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
RISULTATO ANTE IMPOSTE	1.624	1.319	766	592
incidenza su Ricavi Totali %	5,4%	3,9%	2,0%	2,5%
Imposte	(567)	(437)	(302)	(216)
incidenza su Ricavi Totali %	-1,9%	-1,3%	-0,8%	-0,9%
UTILE NETTO/(PERDITA NETTA)	1.057	882	464	376
incidenza su Ricavi Totali %	3,5%	2,6%	1,2%	1,6%

I ricavi totali della Società nell'esercizio 2018 sono stati pari a € 38.142 migliaia, in aumento del 13,8% rispetto all'esercizio precedente grazie ad un aumento del portafoglio gestito che a sua volta ha portato ad un aumento della quantità di rifiuti prodotti/raccolti, mentre al 30 giugno 2019 sono risultati pari a € 23.419 migliaia.

I costi operativi sono in aumento principalmente per effetto dell'incremento nel numero di comuni serviti e per maggiori costi di smaltimento. L'EBITDA del 2018 è risultato positivo per € 2.426 migliaia (6,4% dei ricavi totali), mentre nel primo semestre 2019 è risultato pari a € 1.548 migliaia, pari al 6,6% dei ricavi totali.

L'EBIT ha seguito lo stesso andamento dell'EBITDA, risultando positivo per € 742 migliaia nel 2018 (1,9% dei ricavi totali) e pari a € 623 migliaia nel primo semestre 2019 (2,7% dei ricavi totali).

L'utile netto è risultato positivo per € 464 migliaia nel 2018 (1,2% dei ricavi totali) e per € 376 migliaia nel primo semestre 2019 (1,6% dei ricavi totali).

GELSIA AMBIENTE S.R.L.**Stato patrimoniale**

Migliaia di Euro

	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	30/06/2019
	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo
Immobilizzazioni immateriali	1.513	1.500	1.603	1.520
Immobilizzazioni materiali	5.806	6.996	10.097	10.012
Altre attività/passività non correnti	1.859	1.130	809	1.183
IMMOBILIZZAZIONI	9.178	9.626	12.509	12.714
Magazzino	362	338	279	299
Crediti commerciali	7.139	8.085	12.719	14.129
Altre attività correnti	1.060	827	956	680
Debiti commerciali	(4.413)	(4.646)	(7.703)	(8.622)
Altre passività correnti	(2.241)	(2.057)	(2.467)	(2.926)
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	1.926	2.546	3.674	3.560
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	6,4%	7,6%	9,6%	7,6%
TFR	(1.088)	(1.054)	(994)	(992)
Altri fondi	(539)	(658)	(599)	(522)
CAPITALE INVESTITO NETTO	9.478	10.461	14.669	14.759
Debiti per finanziamenti	1.301	876	6.876	4.642
Crediti finanziari	(1.004)	0	0	(4)
Disponibilità liquide	(510)	(764)	(2.129)	(179)
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	(213)	112	4.746	4.460
PATRIMONIO NETTO	9.692	10.349	9.924	10.300

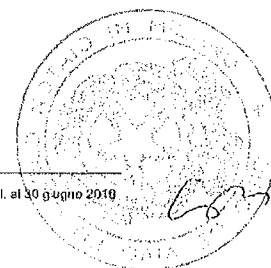
La situazione patrimoniale della Società al 30 giugno 2019 presentava immobilizzazioni materiali pari a € 10.012 migliaia, costituite da terreni e fabbricati, impianti, attrezzature industriali e altri beni, immobilizzazioni immateriali pari a € 1.520 migliaia, costituite da diritti di brevetto, immobilizzazioni in corso e altre immobilizzazioni immateriali, e altre attività/passività non correnti pari a € 1.183 migliaia, costituite da altre attività non correnti (comprendenti depositi cauzionali, crediti verso clienti e ratei e risconti attivi) e passività non correnti (comprendenti ratei e risconti passivi e imposte differite attive e passive).

Il capitale circolante netto della Società alla stessa data risultava positivo per € 3.560 migliaia, costituito da rimanenze per € 299 migliaia, crediti commerciali per € 14.129 migliaia, altre attività correnti per € 680 migliaia, debiti commerciali per € 8.622 migliaia e altre passività correnti per € 2.926 migliaia.

Il TFR e i fondi per rischi e oneri della Società al 30 giugno 2019 risultavano pari a € 992 migliaia e € 522 migliaia rispettivamente.

La posizione finanziaria netta a tale data risultava negativa (debitoria) per € 4.460 migliaia, costituita da debiti per finanziamenti per € 4.642 migliaia, crediti finanziari, costituiti da crediti verso controllanti, per € 4 migliaia, e disponibilità liquide per € 179 migliaia.

Il patrimonio netto della Società al 30 giugno 2019 era pertanto pari a € 10.300 migliaia.



Dati economico-patrimoniali prospettici

Si riportano di seguito i dati economico-patrimoniali prospettici 2019-2021 della Società risultante dalle Proiezioni della Società:

GELSIA AMBIENTE S.R.L.

Conto economico
Migliaia di Euro

	H2 2019 Proiezioni	2019 Proiezioni	2020 Proiezioni	2021 Proiezioni	2022 Proiezioni	2023 Proiezioni
RICAVI TOTALI	25.137	48.556	46.841	47.589	48.283	49.007
<i>Crescita %</i>	<i>n.d.</i>	<i>27,3%</i>	<i>-3,5%</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>
Costi operativi	(23.134)	(45.095)	(43.176)	(43.912)	(44.571)	(45.239)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>-92,0%</i>	<i>-92,7%</i>	<i>-92,2%</i>	<i>-92,3%</i>	<i>-92,3%</i>	<i>-92,3%</i>
EBITDA	2.003	3.551	3.665	3.657	3.712	3.768
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,7%</i>
Ammortamenti	(1.258)	(2.183)	(2.228)	(2.228)	(2.031)	(2.107)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>-5,0%</i>	<i>-4,5%</i>	<i>-4,8%</i>	<i>-4,7%</i>	<i>-4,2%</i>	<i>-4,3%</i>
EBIT	745	1.368	1.437	1.437	1.680	1.661
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>3,0%</i>	<i>2,8%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,4%</i>

GELSIA AMBIENTE S.R.L.

Conto economico
Migliaia di Euro

	2024 Proiezioni	2025 Proiezioni	2026 Proiezioni	2027 Proiezioni	2028 Proiezioni
RICAVI TOTALI	49.742	50.488	51.245	52.014	52.794
<i>Crescita %</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>
Costi operativi	(45.918)	(46.607)	(47.306)	(48.015)	(48.736)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>-92,3%</i>	<i>-92,3%</i>	<i>-92,3%</i>	<i>-92,3%</i>	<i>-92,3%</i>
EBITDA	3.824	3.881	3.940	3.999	4.058
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,7%</i>
Ammortamenti	(1.847)	(1.907)	(1.954)	(1.984)	(2.007)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>-3,7%</i>	<i>-3,8%</i>	<i>-3,8%</i>	<i>-3,8%</i>	<i>-3,8%</i>
EBIT	1.977	1.975	1.986	2.016	2.052
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,9%</i>

I ricavi totali della Società sono previsti dal Management nel 2019 pari a € 48.556 migliaia, +27,3% rispetto all'esercizio precedente grazie all'ampliamento del perimetro a seguito della gara doppio oggetto e alle nuove gestioni a partire dal 1 luglio 2019 di Barlassina e Carate Brianza. Nel 2020 i ricavi totali sono previsti in diminuzione del 3,5%, dovuto anche alla riduzione del perimetro di attività in seguito al termine delle gestioni di Biassono e Muggiò a fine 2019, in crescita dell'1,6% nel 2021, sia per l'ampliamento delle prestazioni di raccolta e spazzamento verso i comuni che per ricavi da attività di smaltimento, e in crescita inflazionistica dell'1,5% negli anni successivi.

I costi sono previsti aumentare principalmente nella voce del personale, che crescerà per la gestione di nuovi territori, ma anche nei maggiori costi di smaltimento, conseguenza dei maggiori volumi gestiti ma anche di un mercato che continua a evidenziare prezzi di smaltimento dei rifiuti in crescita. Inoltre è previsto un incremento delle spese di affitto sede, l'avvio del pagamento delle rate di un mutuo da € 5.000 migliaia e maggiori costi informatici per l'introduzione del sistema SAP.

L'EBITDA è previsto dal Management pari a € 3.551 migliaia nel 2019, 7,3% dei ricavi totali, in aumento in valore assoluto rispetto all'esercizio precedente. L'EBITDA è previsto poi mantenersi tra il 7,7% e il 7,8% dei ricavi totali negli esercizi successivi.

L'EBIT è previsto seguire lo stesso andamento dell'EBITDA, risultando pari € 1,368 migliaia, 2,8% dei ricavi totali, nel 2019. È poi previsto mantenersi tra il 3,0% e il 4,0% dei ricavi totali in funzione dell'evoluzione degli ammortamenti.

GELSIA AMBIENTE S.R.L.

Dettaglio flussi patrimoniali
Migliaia di Euro

	H2 2019 Previsioni	2019 Previsioni	2020 Previsioni	2021 Previsioni	2022 Previsioni	2023 Previsioni
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	6.218	6.218	5.809	5.907	5.998	6.086
Capitale su Ricavi Totali %	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%
Flusso Capitale circolante netto	(2.658)	(2.544)	409	(98)	(89)	(90)
Altri fondi	632	632	632	632	632	632
Flusso Altri fondi	110	33	0	0	0	0
Investimenti immobilizzazioni materiali e immo	(1.674)	(2.350)	(5.572)	(1.927)	(858)	(1.400)

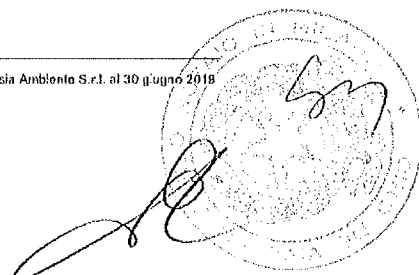
GELSIA AMBIENTE S.R.L.

Dettaglio flussi patrimoniali
Migliaia di Euro

	2024 Previsioni	2025 Previsioni	2026 Previsioni	2027 Previsioni	2028 Previsioni
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	6.177	6.268	6.364	6.459	6.556
Capitale su Ricavi Totali %	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%
Flusso Capitale circolante netto	(91)	(93)	(94)	(95)	(97)
Altri fondi	632	632	632	632	632
Flusso Altri fondi	0	0	0	0	0
Investimenti immobilizzazioni materiali e immo	(900)	(988)	(500)	(480)	(380)

Il capitale circolante netto della Società è previsto pari a € 6.218 migliaia, pari al 12,8% dei ricavi totali a fine 2019, per poi mantenersi costante, per tutti gli anni di piano, al 12,4% dei ricavi totali.

Negli anni prospettici non sono previste variazioni dei fondi mentre sono previsti investimenti pari a € 2.350 migliaia (4,8% dei ricavi) nel 2019, € 5.572 migliaia (11,9% dei ricavi) nel 2020, € 1.927 migliaia (4,1% dei ricavi) nel 2021 e compresi tra lo 2,9% e lo 0,6% dei ricavi negli anni successivi.



Sezione 04

Metodologie di valutazione

Metodo comparativo

Il metodo comparativo o di mercato si basa sull'applicazione di moltiplicatori ricavati dal mercato a grandezze significative economico-patrimoniali della società oggetto di valutazione. Lo scopo è sviluppare rapporti - i multipli - finalizzati ad individuare la relazione che lega il prezzo di mercato del capitale delle imprese con variabili economiche aziendali. I multipli così calcolati sono applicati alle variabili economiche della società oggetto di valutazione in modo da giungere, per moltiplicazione, al valore ricercato. Tale metodo assume direttamente dal mercato le attese di crescita dei risultati e l'apprezzamento del rischio.

Nel metodo dei multipli i rapporti sono calcolati sulla base dei valori espressi dal mercato borsistico o in transazioni relative ad un insieme di imprese comparabili. Di fondamentale importanza è l'identificazione di un campione di società dotate di omogeneità con la società oggetto di valutazione. A tal fine sono ponderate alcune variabili per verificare l'adeguatezza delle società comparabili, tra cui settore di appartenenza, dimensione, grado di redditività, attese di crescita e area geografica di operatività.

Considerata la natura delle società e delle loro attività possono essere applicati multipli di mercato e di transazioni comparabili relativi alla sola gestione caratteristica dell'azienda, quali ad esempio l'EV/EBITDA (Enterprise Value/Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), oppure all'intera gestione aziendale, quali il P/E (Price/Earnings) o il P/B (Price/Book value).

Metodo reddituale/finanziario

Il metodo reddituale (o il metodo finanziario dei flussi di cassa scontati) è una tecnica di valutazione che fornisce una stima del valore economico del bene oggetto di valutazione in base ai redditi/flussi di cassa che l'attività può generare in futuro nel corso della sua vita utile.

I redditi o flussi di cassa considerati possono essere quelli relativi alla sola attività operativa dell'azienda o destinati al servizio di tutte le fonti di capitale (quali il reddito operativo o EBIT e il flusso di cassa operativo o FCFO), oppure essere quelli destinati al servizio del solo capitale di rischio (quali il reddito netto, il flusso di cassa per gli azionisti o FCFE o i dividendi).

Al fine di attualizzare i redditi o i flussi di cassa viene utilizzato il costo medio ponderato del capitale investito nella società o WACC (Weighted Average Cost of Capital) per scontare i redditi o flussi operativi, oppure il costo del capitale proprio o K_e (Cost of Equity), per scontare i redditi o flussi per gli azionisti.

Il costo del capitale proprio è determinato secondo il CAPM (capital asset pricing model), tenendo conto del tasso di rendimenti degli investimenti privi di rischio (tasso risk-free), del Beta (coefficiente che misura il rischio non diversificabile associato all'investimento) e del premio per il rischio di mercato (Equity Risk Premium o ERP)

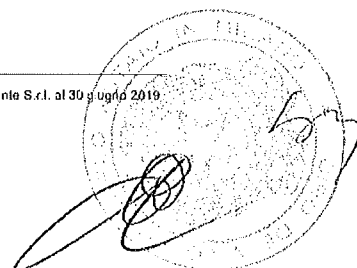
Il costo del debito è calcolato come stima di lungo termine del costo corrente che l'impresa deve sostenere per finanziare tramite debito i nuovi progetti di investimento, ovvero il costo che l'impresa dovrebbe sostenere per rifinanziare le attività in essere.

Il WACC tiene conto sia del costo del capitale proprio che del costo del debito, con pesi relativi che fanno riferimento alla struttura finanziaria tipica in cui la società opera.

Nel metodo reddituale/finanziario il valore attuale dei redditi o flussi è solitamente stimato lungo un periodo di proiezione esplicita di alcuni anni, oltre il quale è attualizzato il valore terminale, calcolato ipotizzando un reddito o flusso normalizzato in crescita ad un tasso costante per il periodo terminale.

Metodo selezionato

In considerazione della tipologia e dell'attività svolta dalla Società e della presenza di dati prospettici si è ritenuto che le metodologie più idonee a rappresentare il valore economico dello stesso siano costituite dal metodo finanziario dello sconto dei flussi di cassa, quale metodo principale, verificato con il metodo comparativo dei multipli di mercato, quale metodo di controllo.



Sezione 05

Analisi valutativa della Società e delle Quote

Analisi valutativa della Società - Premessa

Metodo principale: Metodo finanziario- Ottica di continuità aziendale (a)

Nell'applicazione del metodo finanziario sono stati ipotizzati due scenari: a) ottica di continuità aziendale; la Società si aggiudica in perpetuità anche le successive concessioni; b) ottica temporale limitata: la Società prosegue l'attuale concessione fino alla scadenza del 2028 e non si aggiudica le prossime gare e quindi al termine del decimo anno la sua attività cessa e la Società procede alla dismissione dei suoi beni al valore netto contabile di fine 2028.

Nella seguente tabella si riportano i risultati ottenuti nella valutazione della Società effettuata con il metodo finanziario nell'ottica di continuità aziendale:

GELSIA AMBIENTE S.R.L.

Metodo finanziario - Ottica di continuità aziendale
Migliaia di Euro

	H2 2019	2020	2021	2022	2023
EBIT	745	1.437	1.437	1.680	1.681
Imposte senza leva	(208)	(401)	(401)	(469)	(463)
NOPAT	537	1.036	1.036	1.212	1.197
+ Ammortamenti	1.268	2.228	2.220	2.031	2.107
+/- Variazione altri fondi	76	0	0	0	0
+/- Variazione capitale circolante netto	(2.859)	409	(98)	(89)	(90)
- Investimenti netti	(1.874)	(5.572)	(1.027)	(856)	(1.400)
Flusso di cassa senza leva	(2.460)	(1.899)	1.231	2.296	1.814
Periodo di attualizzazione (2)	0,250	1,000	2,000	3,000	4,000
Fattore di attualizzazione	0,985	0,940	0,883	0,830	0,780
Flusso di cassa senza leva scontato	(2.423)	(1.785)	1.087	1.906	1.416

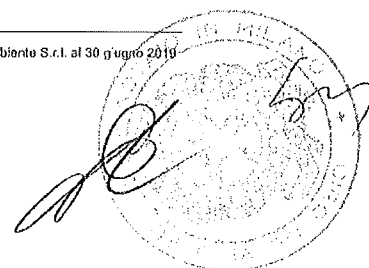
GELSIA AMBIENTE S.R.L.

Metodo finanziario - Ottica di continuità aziendale
Migliaia di Euro

	2024	2025	2026	2027	2028	Anno terminale (1)
EBIT	1.977	1.975	1.986	2.015	2.052	1.799
Imposte senza leva	(552)	(551)	(554)	(562)	(572)	(602)
NOPAT	1.426	1.424	1.432	1.453	1.479	1.297
+ Ammortamenti	1.847	1.607	1.654	1.684	2.007	2.607
+/- Variazione altri fondi	0	0	0	0	0	0
+/- Variazione capitale circolante netto	(91)	(83)	(81)	(85)	(97)	0
- Investimenti netti	(809)	(609)	(600)	(400)	(300)	(2.007)
Flusso di cassa senza leva	2.281	2.338	2.701	2.941	3.089	1.297
Periodo di attualizzazione (2)	5,000	6,000	7,000	8,000	9,000	
Fattore di attualizzazione	0,733	0,689	0,648	0,609	0,672	
Flusso di cassa senza leva scontato	1.673	1.611	1.808	1.790	1.768	
Valore attuale da H2 2019 a 2028	8.852					
Tasso di sconto (WACC)	6,4%					
Tasso di crescita perpetua	0,0%					
Flusso di cassa senza leva normalizzato anno terminale	1,207					
Valore terminale non scontato	20,263					
Valore attuale del valore terminale	11.694					
Valore aziendale	20.446					
+/- Posizione finanziaria netta (+ Liquidità - Debito)	(4.460)					
- IFR	(992)					
Valore economico del patrimonio netto	14.994					

Note

- (1) Il flusso di cassa terminale è calcolato ipotizzando investimenti normalizzati pari agli ammortamenti e applicando il tasso di crescita perpetua al NOPAT, alla variazione di capitale circolante netto e agli investimenti.
- (2) Il periodo di attualizzazione utilizza la cosiddetta "mid-year convention" ossia ipotizza che il flusso di cassa venga convenzionalmente generato l'anzitutto in ogni periodo e quindi si assume il momento intermedio, per il valore terminale si utilizza il momento finale dell'ultimo periodo di proiezione esplicita.



È stato utilizzato un arco temporale di dieci anni (1 sei mesi residui per il 2019), coerentemente con le Proiezioni predisposte dalla Società, e un tasso di attualizzazione (WACC) pari al 6,4%.

Ai fini della determinazione dell'imposizione fiscale sono state utilizzate le aliquote Ires e Irap vigenti (rispettivamente 24% e 3,9%), applicate alle relative basi imponibili.

Nell'Allegato A è riportato il calcolo del WACC: si è assunto un tasso risk-free del 2,0% (pari al tasso di rendimento normalizzato dei titoli di stato tedeschi a 30 anni), un rischio Paese del 2,14 % (basato su elaborazioni Duff & Phelps), un beta unlevered pari a 0,40 (calcolato come mediana dei valori del campione selezionato di società comparabili, fonte Bloomberg), un premio per il rischio di mercato del 5,5% (basato su elaborazioni Duff & Phelps), una struttura finanziaria obiettivo con incidenza di debito su capitale totale (Debt/Total Capital) del 55,0%, calcolata come mediana aggiustata dei valori del campione selezionato di società comparabili, ed un costo lordo del debito del 4,23% (pari al rendimento normalizzato di un paniere di obbligazioni europee classificate con rating BBB a 30 anni maggiorato di uno spread in ragione del rischio Paese).

Il valore terminale è stato calcolato sulla base del flusso di cassa normalizzato senza leva stimato nell'ultimo periodo di proiezione esplicita, pari a € 1.297 migliaia, basato prudenzialmente sull'EBIT medio 2019-2028, mantenuto prudenzialmente costante in perpetuità.

Al valore aziendale determinato, pari a € 20.446 migliaia, è stato sottratto il valore della posizione finanziaria netta alla data di Riferimento, pari a € 4.460 migliaia, e il valore contabile del TFR alla Data di Riferimento (che risulta in linea con il valore attuariale dello stesso), pari a € 992 migliaia, pervenendo ad un valore economico della Società pari a € 14.994 migliaia.

Nella tabella seguente viene riportata la sensibilità del valore stimato al variare del tasso di sconto (WACC) e del tasso di crescita perpetua:

Valore economico - Sensitivity	Tasso di crescita perpetua			
	0,00%	0,25%	0,50%	
5,40%	19.063	19.356	19.679	
6,90%	16.866	17.068	17.289	
WACC	0,40%	14.994	15.132	15.282
	6,90%	13.377	13.469	13.568
	7,40%	11.864	12.023	12.086

Metodo principale:
Metodo finanziario-
Ottica temporale
limitata (b)

Nella seguente tabella si riportano i risultati ottenuti nella valutazione della Società effettuata con il metodo finanziario nell'ottica temporale limitata:

GELSIA AMBIENTE S.R.L.
Metodo finanziario - Ottica temporale limitata
Migliaia di Euro

	H2 2010	2020	2021	2022	2023
EBIT	745	1.437	1.437	1.600	1.601
Imposte senza leva	(200)	(401)	(401)	(469)	(463)
NOPAT	537	1.036	1.036	1.212	1.197
+ Ammortamenti	1.258	2.220	2.220	2.031	2.107
+/- Variazione altri fondi	76	0	0	0	0
+/- Variazione capitale circolante netto	(2.658)	409	(98)	(89)	(90)
- Investimenti netti	(1.674)	(5.572)	(1.927)	(858)	(1.400)
Flusso di cassa senza leva	(2.460)	(1.899)	1.231	2.296	1.814
Periodo di attualizzazione (1)	0,250	1,000	2,000	3,000	4,000
Fattore di attualizzazione	0,985	0,940	0,883	0,830	0,780
Flusso di cassa senza leva scontato	(2.423)	(1.785)	1.087	1.906	1.416

GELSIA AMBIENTE S.R.L.
Metodo finanziario - Ottica temporale limitata
Migliaia di Euro

	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	1.977	1.975	1.986	2.015	2.052
Imposte senza leva	(552)	(551)	(554)	(592)	(572)
NOPAT	1.426	1.424	1.432	1.453	1.479
+ Ammortamenti	1.847	1.907	1.954	1.984	2.007
+/- Variazione altri fondi	0	0	0	0	0
+/- Variazione capitale circolante netto	(91)	(93)	(94)	(95)	(97)
- Investimenti netti	(900)	(900)	(500)	(400)	(300)
Flusso di cassa senza leva	2.281	2.338	2.791	2.941	3.089
Periodo di attualizzazione (1)	5,000	6,000	7,000	8,000	9,000
Fattore di attualizzazione	0,733	0,689	0,648	0,609	0,572
Flusso di cassa senza leva scontato	1.673	1.611	1.808	1.790	1.768
Valore attuale da H2 2019 a 2028	8.852				
Tasso di sconto (WACC)	6,40%				
Capitale Investito Netto 2028	13.985				
Valore attuale del valore terminale	7.757				
Valore aziendale	16.610				
+/- Posizione finanziaria netta (+ Liquidità - Debito)	(4.460)				
- Valore attuale TFR da liquidare	(992)				
Valore economico del patrimonio netto	11.158				

Note

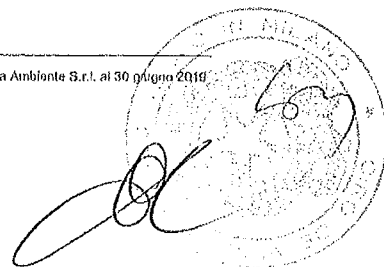
(1) Il periodo di attualizzazione utilizza la cosiddetta "mid-year convention" ossia ipotizza che il flusso di cassa venga convenzionalmente generato linearmente in ogni periodo e quindi si assume il momento intermedio

È stato utilizzato un arco temporale di dieci anni (i sei mesi residui per il 2019), coerentemente con le Proiezioni predisposte dalla Società, e un tasso di attualizzazione (WACC) pari al 6,4%.

Al fini della determinazione dell'imposizione fiscale sono state utilizzate le aliquote Ires e Irap vigenti (rispettivamente 24% e 3,9%), applicate alle relative basi imponibili.

Come valore terminale è stato ipotizzato che la Società liquidi il capitale investito netto contabile atteso a fine 2028, pari a € 13.985 migliaia, attualizzandolo al tasso WACC.

Al valore aziendale determinato, pari a € 16.610 migliaia, è stato sottratto il valore della posizione finanziaria netta alla data di Riferimento, pari a € 4.460 migliaia, e il valore contabile del TFR alla Data di Riferimento (che risulta in linea con il valore attuariale dello stesso), pari a € 992 migliaia, pervenendo ad un valore economico della Società pari a € 11.158 migliaia.



Nella tabella seguente viene riportata la sensibilità del valore stimato al variare del tasso di sconto (WACC):

Valore economico - Sensitivity

	5,40%	12.589
	5,90%	11.858
WACC	6,40%	11.158
	6,90%	10.497
	7,40%	9.845

**Metodo principale:
Metodo finanziario-
Stima del valore**

Nella tabella seguente si riporta la media ponderata dei valori determinati con il metodo finanziario nelle due ottiche di continuità aziendale e temporale limitata:

GELSIA AMBIENTE S.R.L.

Sommario di valutazione

Migliaia di Euro

	Valore economico	Probabilità
<i>Metodo principale</i>		
Metodo finanziario - Ottica di continuità aziendale		
Valore economico del patrimonio netto	14.994	33%
Metodo finanziario - Ottica temporale limitata		
Valore economico del patrimonio netto	11.158	67%
Valore economico del patrimonio netto stimato	12.437	

Si è ritenuto opportuno considerare prudenzialmente una probabilità pari a due terzi per lo scenario di ottica temporale limitata e un terzo per l'ottica di continuità aziendale. Ponderando i valori ottenuti con il metodo finanziario, nell'ottica temporale limitata (probabilità stimata pari a due terzi) e nell'ottica di continuità aziendale (probabilità stimata pari a un terzo), si ottiene un valore economico della Società pari a € 12.437 migliaia.

Metodo di controllo:
Metodo comparativo

Nella seguente tabella si riportano i risultati ottenuti nella valutazione della Società effettuata con il metodo comparativo dei multipli di mercato sull'EBITDA:

GELSIA AMBIENTE S.R.L.

Metodo comparativo - Multipli di mercato su EBITDA

Migliaia di Euro

	Inferiore	Superiore
EBITDA LTM	2.693	
EV/EBITDA multiplo	6,7 x	6,8 x
Valore aziendale	18.054	18.352
EBITDA 2020	3.665	
EV/EBITDA multiplo	4,7 x	5,3 x
Valore aziendale	17.127	19.342
Valore aziendale stimato	17.591	18.847
+/- Posizione finanziaria netta (+ Liquidità/ - Debito)	(4.460)	
- TFR	(992)	
Valore economico del patrimonio netto	12.139	13.395

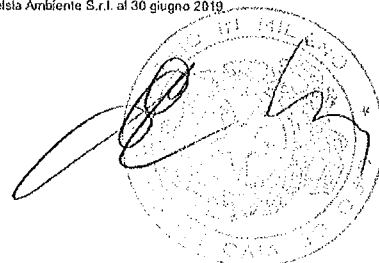
Nell'applicazione della metodologia comparativa dei multipli di mercato è stato utilizzato l'EBITDA LTM e atteso per il 2020, rispettivamente pari a € 2.693 migliaia e € 3.665 migliaia, applicando multipli rispettivamente pari a 6,7x-6,8x e 4,7x-5,3x, corrispondenti ai valori del primo quartile e della media del campione di società comparabili selezionate (si veda l'Allegato B), in considerazioni delle minori dimensioni e marginalità della Società rispetto alle società comparabili utilizzate.

Al range di valore aziendale stimato così determinato, pari a € 17.591-18.847 migliaia, è stato sottratto il valore della posizione finanziaria netta alla Data di Riferimento, pari a € 4.460 migliaia, e il valore contabile del TFR alla Data di Riferimento (che risulta in linea con il valore attuariale dello stesso), pari a € 992 migliaia, pervenendo ad un range di valore economico della Società pari a € 12.139-13.395 migliaia.

I valori così determinati con il metodo di controllo dei multipli di mercato supportano il valore individuato con il metodo principale del metodo finanziario, pari a € 12.437 migliaia, in quanto quest'ultimo si colloca all'interno del range sopra determinato. Si segnala inoltre che i multipli delle transazioni comparabili, riportati nell'Allegato C, supportano i multipli di mercato utilizzati.

Analisi valutativa delle Quote

Il valore economico della Società stimato con il metodo principale, il metodo finanziario, verificato con il metodo comparativo, è pari a € 12.437 migliaia. Di conseguenza, di seguito si riporta il calcolo del valore delle quote dei singoli soci al 30 giugno 2019:

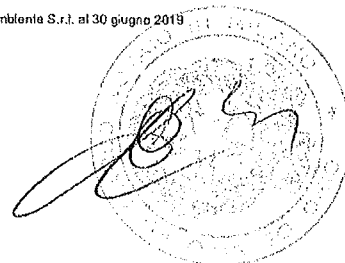


Gelsia Ambiente S.r.l. (30 giugno 2019)

Socio	Quote 30 giugno	%	Valore economico
	2019		quote
AGB	2.521.413,26	53,978%	6.713.195,55
Gestioni Servizi Desio s.r.l.	133.539,29	2,859%	355.544,80
Gelsia s.r.l.	9.046,18	0,194%	24.085,21
A2A Integramente s.r.l.	1.401.388,10	30,000%	3.731.099,87
ASSP S.p.A.	112.316,11	2,404%	299.038,65
Comune di Bolsina Masclago	15.287,35	0,327%	40.702,18
Comune di Cesano Maderno	122.075,00	2,613%	325.021,43
Comune di Varedo	14.390,81	0,308%	38.331,12
Comune di Lissone	331.633,30	7,100%	842.964,82
Comune di Nova Milanese	6.718,71	0,144%	17.888,39
Comune di Biassono	3.428,39	0,073%	9.128,00
Totale	4.671.220,49	100,000%	12.437.000,00

Sezione 06

Conclusioni



Conclusioni

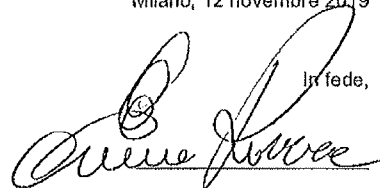
Sulla base delle analisi e delle considerazioni contenute nella presente Relazione, e con riferimento alla data del 30 giugno 2019, lo Scrivente ritiene che il valore economico della Società sia pari a € 12.437.000 (dodicimilloniquattrocentotrentasettemila/00 Euro), come determinato con il metodo finanziario, verificato con il metodo comparativo.

Pertanto, alla data del 30 giugno 2019, il valore delle Quote dei singoli soci della Società è riportato nella seguente tabella:

Gelsia Ambiente S.r.l. (30 giugno 2019)			
Socio	Quote 30 giugno 2019	Valore e economico quote %	
AEB	2.521.413,25	53,078%	6.713.195,55
Gestioni Servizi Dasto s.r.l.	133.639,29	2,859%	355.644,80
Gelsia s.r.l.	9.040,18	0,194%	24.085,21
AZA integrantibotte s.r.l.	1.401.366,10	30,000%	3.731.099,87
ASSP S.p.A.	112.316,11	2,404%	299.038,65
Comune di Bovisio Masciago	15.287,35	0,327%	40.702,16
Comune di Cesano Maderno	122.075,00	2,613%	325.021,43
Comune di Veredo	14.356,81	0,309%	38.331,12
Comune di Lissone	331.633,30	7,100%	882.984,82
Comune di Nova Milanese	6.710,71	0,144%	17.888,39
Comune di Blassano	3.428,39	0,073%	9.128,00
Totale	4.671.220,49	100,000%	12.437.000,00

Ciò detto, lo Scrivente attesta, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b) del Codice Civile, che la Conferitaria potrà dare corso ad aumenti del capitale sociale e all'iscrizione di eventuali sovrapprezzi in relazione alle Quote conferite per un ammontare non superiore al valore economico delle Quote conferite sopra indicato.

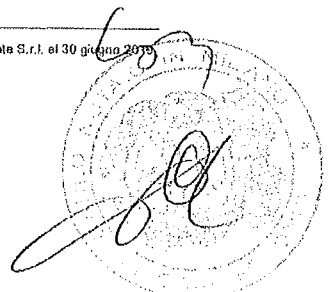
Milano, 12 novembre 2019

In fede,


Enrico Rovere
Managing Director

Sezione 07

Allegati



ALLEGATO A: CALCOLO DEL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE (WACC)

GELSIAMBIENTE S.p.A.		Esercizio		2019		2018		2017		2016		2015		2014		2013		2012		2011		2010		2009		2008		2007		2006		2005		2004		2003		2002		2001		2000		1999		1998		1997		1996		1995		1994		1993		1992		1991		1990		1989		1988		1987		1986		1985		1984		1983		1982		1981		1980		1979		1978		1977		1976		1975		1974		1973		1972		1971		1970		1969		1968		1967		1966		1965		1964		1963		1962		1961		1960		1959		1958		1957		1956		1955		1954		1953		1952		1951		1950		1949		1948		1947		1946		1945		1944		1943		1942		1941		1940		1939		1938		1937		1936		1935		1934		1933		1932		1931		1930		1929		1928		1927		1926		1925		1924		1923		1922		1921		1920		1919		1918		1917		1916		1915		1914		1913		1912		1911		1910		1909		1908		1907		1906		1905		1904		1903		1902		1901		1900	
GELSIAMBIENTE S.p.A.		Esercizio		2019		2018		2017		2016		2015		2014		2013		2012		2011		2010		2009		2008		2007		2006		2005		2004		2003		2002		2001		2000		1999		1998		1997		1996		1995		1994		1993		1992		1991		1990		1989		1988		1987		1986		1985		1984		1983		1982		1981		1980		1979		1978		1977		1976		1975		1974		1973		1972		1971		1970		1969		1968		1967		1966		1965		1964		1963		1962		1961		1960		1959		1958		1957		1956		1955		1954		1953		1952		1951		1950		1949		1948		1947		1946		1945		1944		1943		1942		1941		1940		1939		1938		1937		1936		1935		1934		1933		1932		1931		1930		1929		1928		1927		1926		1925		1924		1923		1922		1921		1920		1919		1918		1917		1916		1915		1914		1913		1912		1911		1910		1909		1908		1907		1906		1905		1904		1903		1902		1901		1900	
GELSIAMBIENTE S.p.A.		Esercizio		2019		2018		2017		2016		2015		2014		2013		2012		2011		2010		2009		2008		2007		2006		2005		2004		2003		2002		2001		2000		1999		1998		1997		1996		1995		1994		1993		1992		1991		1990		1989		1988		1987		1986		1985		1984		1983		1982		1981		1980		1979		1978		1977		1976		1975		1974		1973		1972		1971		1970		1969		1968		1967		1966		1965		1964		1963		1962		1961		1960		1959		1958		1957		1956		1955		1954		1953		1952		1951		1950		1949		1948		1947		1946		1945		1944		1943		1942		1941		1940		1939		1938		1937		1936		1935		1934		1933		1932		1931		1930		1929		1928		1927		1926		1925		1924		1923		1922		1921		1920		1919		1918		1917		1916		1915		1914		1913		1912		1911		1910		1909		1908		1907		1906		1905		1904		1903		1902		1901		1900	

Fonte: elaborazioni su dati Capital IQ, Duff&Phelps, S&P

ALLEGATO B: MULTIPLI DI MERCATO

GELSIA AMBIENTE S.R.L.

Metodo comparativo - Multipli di mercato

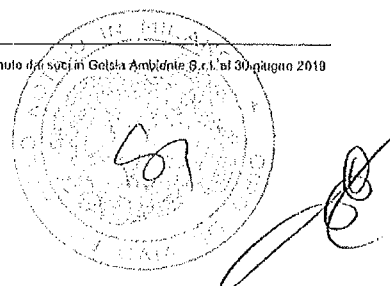
Data di Valutazione: 30 giugno 2019

Millioni di Euro

Società	Valuta	Market Capitalization	Enterprise Value	EBITDA / Revenue	
				LTM	2020
Biancamano S.p.A.	EUR	7	118	-0,1%	n/a
Deichebourg	EUR	539	636	6,3%	6,5%
Lassila & Tikanoja Oyj	EUR	552	709	11,1%	13,0%
Séché Environnement SA	EUR	275	725	15,9%	19,3%
Veolia Environnement S.A.	EUR	11.852	23.550	11,4%	14,6%
Mediana		539	709	11,1%	13,8%
Media		2.645	5.148	8,9%	13,4%
Primo Quartile		275	636	6,3%	11,4%
Terzo Quartile		552	725	11,4%	15,8%
Massimo		11.852	23.550	15,9%	19,3%
Minimo		7	118	-0,1%	6,5%
GELSIA AMBIENTE S.R.L.				n.a.	7,8%

Società	Enterprise Value as a Multiple of	
	LTM	2020
	EBITDA	EBITDA
Biancamano S.p.A.	NMF	n/a
Deichebourg	3,54x	3,4x
Lassila & Tikanoja Oyj	7,98x	6,8x
Séché Environnement SA	7,76x	5,1x
Veolia Environnement S.A.	7,98x	6,8x
Mediana	7,87x	6,47x
Media	6,81x	5,28x
Primo Quartile	6,70x	4,67x
Terzo Quartile	7,98x	6,07x
Massimo	7,98x	6,76x
Minimo	3,54x	3,42x
Multipli selezionato (Minimo)	6,70x	4,67x
Multipli selezionato (Massimo)	6,81x	5,28x

Fonte: elaborazioni su dati Capital IQ



ALLEGATO C: MULTIPLI DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI

GELSIA AMBIENTE S.R.L.

Multipli delle transazioni comparabili

Targhe	Acquirente	Data chiusura	Enterprise Value (€ mln)	EV/EBITDA
Origo SpA (59% S&P)	ATA SpA	05/06/2019	100	6,3 x
Ferruzzi Ferrozzi Srl	Fer SpA	02/07/2019	0,0	n.a.
Reposito Ferrozzi S.p.A. S.p.A. S.r.l.	Fer SpA	21/02/2016	6,1	15,1 x
Delta Group Holding SpA (54% S&P)	ATA SpA	01/09/2016	265,4	7,4 x
ATA SpA (34% S&P)	Fer SpA	03/10/2014	122,2	5,9 x
ATA SpA	ADIFRA	04/02/2017	131,5	2,5 x
Media				6,5 x
Media corretta				4,9 x
Mediana				5,0 x
Minimo				2,5 x
Massimo				15,1 x

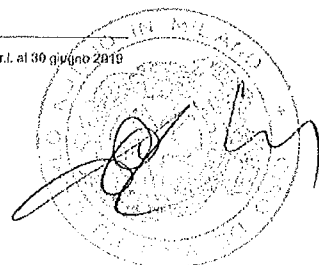
Fonte: elaborazioni su dati Mergermarket

DUFF & PHELPS

Duff & Phelps Holding S.r.l.
Via Monte Rosa, 91
20149 Milano (MI)
Italia

Tel. +39 02 46712360

Enrico.Rovere@duffandphelps.com
www.duffandphelps.com



N. 54981 di Rep. -----

----- VERBALE DI ASSEVERAZIONE -----

----- REPUBBLICA ITALIANA -----

L'anno duemiladiciannove, il giorno dodici del mese di novembre -----

----- 12 novembre 2019 -----

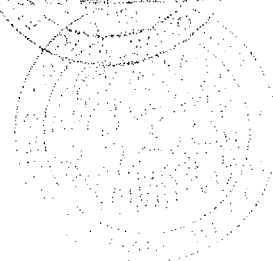
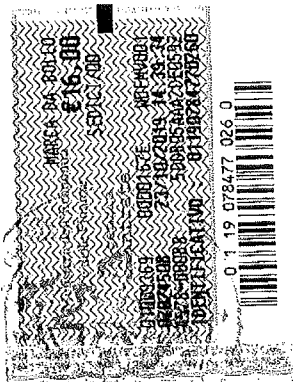
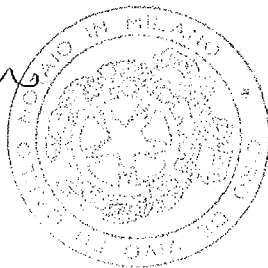
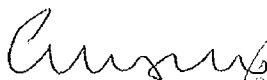
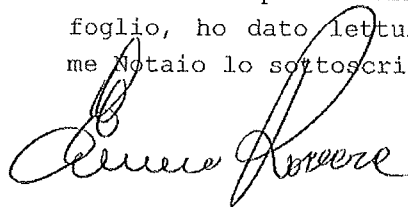
In Milano, nel mio studio in Largo Donegani, 2 -----

Avanti a me dr. **Ciro de Vivo**, notaio residente in Milano, iscritto presso il locale Collegio Notarile, è comparso il dottor: -----

- **ROVERE Enrico**, nato a Biella il 28 luglio 1964, domiciliato a Milano (MI), via Monti n. 8, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Biella al n. 327/A e al Registro Revisori Legali al n. 166025, D.M. 27 aprile 2012, G.U. n. 37 del 15 maggio 2012, ----- della cui identità personale io notaio sono certo, il quale mi presenta relazione di stima ex art. 2343-ter c.c., comma 2, lettera b, del valore economico delle quote detenute dai soci al 30 giugno 2019 nel capitale sociale della società "GELSIA AMBIENTE S.R.L.", con sede legale in Desio (MB), via Caravaggio n. 26/A, iscritta presso il Competente Registro Imprese al numero 04153040961. -----

Aderendo alla fattami richiesta ammonisco a sensi di legge il comparente il quale presta quindi il giuramento di rito ripetendo la formula "Giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni a me affidate e di non avere avuto altro scopo che quello di far conoscere al giudice la verità". -

Di questo atto, in parte dattiloscritto da persona di mia fiducia ed in parte scritto di mio pugno su una facciata di un foglio, ho dato lettura al comparente, che lo approva e con me Notaio lo sottoscrive. -----

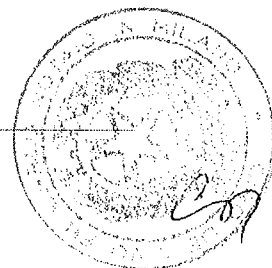


DUFF & PHELPS

Relazione di stima ex art. 2343-ter c.c., 12 novembre 2019
comma 2, lettera b) del valore delle
quote detenute dai soci in RetiPiù S.r.l.
al 30 giugno 2019

Duff & Phelps Holding S.r.l.
Centro Direzionale Coliccioli
Palazzo Cassiopea 3
20064 Agrate Brianza MB / Italia
tel. +39 039 6423.538
fax +39 039 6423.542

Sede legale
Via Monte Rosa 91 - 20149 Milano
Società a socio unico
Capitale Sociale Euro 1004700,00 i.v.
R.E.A. Milano 1297744/ C.F. / Reg. Imprese 01777130129 / P.IVA 06476220158



A handwritten signature in black ink.

DUFF & PHELPS

Milano, 12 novembre 2019

Spett.le

AEB S.p.A.

Via Palestro, 33

20831 Seregno (MB)

Egregi Signori,

con la presente lettera e l'allegata relazione di stima ex art. 2343-ter c.c. ("Relazione") vi presentiamo la stima del valore economico delle quote detenute dai soci in RetiPiù S.r.l., in relazione al prospettati conferimenti di quote in AEB S.p.A. La data di riferimento della presente stima è il 30 giugno 2019.

Risultati

Sulla base delle assunzioni utilizzate e delle procedure eseguite, come dettagliato nella allegata relazione, il valore economico delle quote sopra specificate alla data di riferimento indicata è il seguente:

RetiPiù S.r.l. (30 giugno 2019)

Socio	Quote	%	Valore economico quote
AEB S.p.A.	60.700.161,58	73,530%	119.166.278,01
Gestioni Servizi Desio S.r.l.	5.616.141,19	6,803%	11.025.684,37
GELSLIA S.r.l.	43.445,08	0,053%	85.291,20
ASSP S.p.A.	5.781.714,45	7,004%	11.350.637,08
Comune di Bovisio Masciago	73.418,91	0,089%	144.135,69
Comune di Casano Maderno	586.276,38	0,710%	1.150.975,28
Comune di Varedo	69.142,02	0,084%	135.739,32
Comune di Lissone	9.341.840,43	11,317%	18.340.057,50
Comune di Nova Milanese	189.262,60	0,229%	371.559,53
Comune di Biassono	98.575,89	0,117%	189.697,57
Comune di Macherio	52.530,06	0,064%	103.144,46
Totale	82.550.607,69	100,000%	162.063.000,00

Ringraziandovi per l'opportunità offerta, vi segnaliamo che in caso di necessità di chiarimenti sul contenuto della relazione potete contattarci al numero +39 0246712345.

Cordiali saluti,

Enrico Rovere

Managing Director

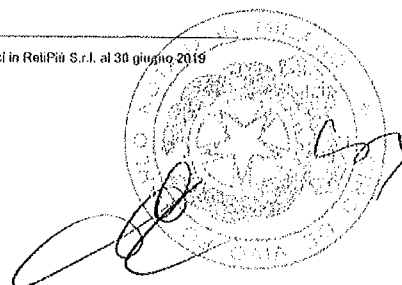
Duff & Phelps Holding S.r.l.

Duff & Phelps Holding S.r.l.
Centro Direzionale Colsoni
Palazzo Cassinetta 3
20864 Agiate Brianza MB / Italia
tel. +39 039 6123.536
fax +39 039 6423.542

Sede legale
Via Monte Rosa 91 - 29149 Milano
Società a socio unico
Capitale Sociale Euro 1004760,00 I.v.
R.E.A. Milano 1297441 C.F. / Reg. Impresa 01777130129 / P.IVA 02476220158

Sommario

01	Introduzione	4
	Premessa	5
	Oggetto dell'incarico	5
	Informazioni utilizzate	6
	Data di riferimento	7
	Avvertenze	7
02	Descrizione del settore e del quadro normativo di riferimento	9
	Settore della distribuzione del gas e dell'energia elettrica	10
	Normative con impatto settore sul settore della distribuzione del gas	11
03	Descrizione della Società	17
	Il Gruppo AEB	18
	Società	21
04	Dati economico-patrimoniali consuntivi della Società	22
	Dati economico-patrimoniali consuntivi	23
05	Metodologie di valutazione	25
	Principali metodi di valutazione	26
06	Analisi valutativa della Società e delle Quote	29
	Analisi valutativa della Società	30
	Metodo principale: Metodo del patrimonio netto rettificato	30
	Metodo di controllo: Metodo comparativo	32
	Analisi valutativa delle Quote	32
07	Conclusioni	34
	Conclusioni	35
08	Allegati	36
	ALLEGATO A: VALORI DI RIMBORSO RETI AL 30 GIUGNO 2019	37
	ALLEGATO B: MULTIPLI DI MERCATO	38
	ALLEGATO C: MULTIPLI DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI	39
	ALLEGATO D: POSIZIONE FINANZIARIA NETTA TRIMESTRALE	40



Sezione 01

Introduzione

Premessa

Duff & Phelps Holding S.r.l., nella persona del Dott. Enrico Rovere (di seguito lo "Scrittore") – nato a Biella (BI) il 28 luglio 1964, domiciliato a Milano in Via Vincenzo Monti 8, iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti di Biella e nel Registro dei Revisori Legali – ha ricevuto l'incarico ("Incarico") da AEB S.p.A. ("AEB" o la "Conferitaria") di predisporre una relazione di stima ("Relazione") del valore economico delle quote (le "Quote") detenute dai soci (i "Soci" o "Conferenti") nel capitale sociale di RetiPiù S.r.l. ("RetiPiù" o la "Società") – società di diritto italiano con sede in Seregno (MB), Via Palestro 33, iscritta al Registro delle Imprese di Monza e Brianza al n. 04152790962, capitale sociale interamente versato di € 82.550.607,69 – in relazione ai prospettati conferimenti di quote ("Conferimenti") in AEB. RetiPiù appartiene al Gruppo AEB ed è soggetta a direzione e coordinamento di AEB.

Oggetto dell'incarico

Lo scopo della presente relazione (la "Relazione") è la stima del valore delle Quote ai sensi dell'art. 2343-ter c.c., comma 2, lettera b) ai fini dei Conferimenti.

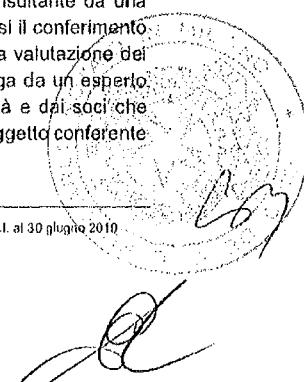
Giova al riguardo precisare che la relazione di stima è volta a tutelare opposti interessi, nei confronti dei quali, ai sensi dell'art. 2343, secondo comma, il perito è tenuto a rispondere secondo quanto disposto dall'art. 64 c.p.c.

Ciò premesso, lo Scrittore ritiene importante fornire alcune precisazioni circa le norme nelle quali s'inquadra il presente lavoro peritale e i relativi riflessi sulle scelte effettuate in sede valutativa.

La stima del valore delle Quote che i Conferenti intendono trasferire alla Conferitaria è redatta al fine di assolvere alle disposizioni dettate dagli artt. 2343 e 2343-ter c.c.: l'art. 2343 c.c., primo comma, prevede che "...chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti...".

Il processo valutativo in esame ha dunque lo scopo di stimare il valore economico dell'oggetto del conferimento e quindi assicurare l'integrità del capitale della Conferitaria, per la quota liberata mediante l'apporto delle Quote conferite. Inoltre, la stima del valore dell'oggetto di conferimento deve scontare, come mostrato nell'articolo del codice civile precedentemente illustrato (cfr. "...il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo..."), limiti convenzionali che la legge le assegna in relazione allo specifico scopo del conferimento e ciò impone l'adozione di scelte di natura prudenziale nell'individuazione dei criteri e nell'apprezzamento dei parametri utilizzati nella suddetta stima. Di conseguenza, i risultati riportati in questo lavoro peritale esprimono una configurazione di valore coerente solo ed esclusivamente con un'ipotesi di conferimento regolata dalla norma sopra citata.

L'art. 2343-ter c.c., comma 2, lettera b), prevede che "...non è altresì richiesta la relazione di cui all'art. 2343, primo comma, quando il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore [...] al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi ha effettuato il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente



Informazioni utilizzate

o sulla società medesima, dotato di adeguata e di comprovata professionalità...".

Lo Scrivente redige la Relazione dichiarando di essere indipendente dai Conferenti e dalla Conferitaria e di possedere tutti i requisiti personali e professionali richiesti dalla legge per l'espletamento di simili incarichi.

Lo Scrivente, raccolte le informazioni necessarie ed effettuate le opportune indagini, prosegue di seguito con la descrizione della Società e delle Quote, descrive i criteri di valutazione adottati e i risultati ottenuti ed espone l'analisi di sensibilità del valore al variare di alcuni parametri di valutazione.

I documenti e le informazioni (di seguito nell'insieme le "Informazioni") su cui la Relazione si basa sono stati ottenuti direttamente dalla Società o indirettamente da AEB, e da fonti pubblicamente disponibili. Di conseguenza, eventuali scostamenti rispetto alle conclusioni raggiunte nella Relazione potrebbero derivare da imprecisioni, errori e omissioni nelle Informazioni fornite allo Scrivente.

Le principali Informazioni utilizzate ai fini dello svolgimento dell'incarico comprendono:

- Bilanci d'esercizio di RetiPiù S.r.l. relativi agli esercizi 2016-2018;
- Relazione Finanziaria semestrale al 30 giugno 2019 di RetiPiù S.r.l.;
- Determinazioni del valore di rimborso relativi agli impianti di distribuzione gas metano della Società redatti da C.A.R.T. S.p.A. alla data di riferimento del 31 dicembre 2017 ("Perizie C.A.R.T.");
- Tabella di sintesi dei valori netti contabili e di rimborso degli impianti di distribuzione gas metano ed energia elettrica alla data di riferimento del 30 giugno 2019 redatta dalla Società secondo le linee guida ministeriali sulla base delle Perizie C.A.R.T. e degli investimenti, disinvestimenti e ammortamenti dal 31 dicembre 2017 al 30 giugno 2019;
- Elenco soci di RetiPiù S.r.l. e relative quote di partecipazione al 30 giugno 2019;
- Presa d'atto del 26 settembre 2019 del Comune di Ceriano Laghetto della distribuzione di dividendo straordinario di Gelsia S.r.l. in natura di partecipazioni di Gelsia Ambiente S.r.l. e RetiPiù S.r.l. nei comuni soci;
- Comunicazione del 29 marzo 2019 del Comune di Machero a RetiPiù inerente la richiesta di liquidazione in denaro della partecipazione da esso detenuta e relativa corrispondenza;
- Dettaglio della posizione finanziaria netta trimestrale di RetiPiù S.r.l. dal 30 giugno 2018 al 30 giugno 2019.

Tali Informazioni sono state integrate mediante colloqui ed incontri con il management della Società e di AEB (di seguito il "Management") in relazione all'attività svolta e al settore e contesto competitivo, e mediante informazioni finanziarie (quali prezzi di borsa, dati economico-patrimoniali, ecc.) ottenute attraverso banche dati specializzate e ricerche sul settore di riferimento.

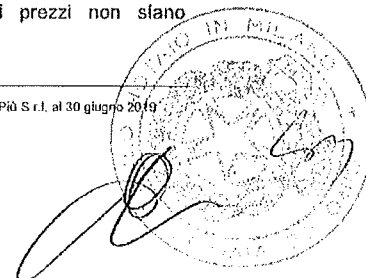
Data di riferimento

La data di riferimento della presente stima è il 30 giugno 2019 (di seguito la "Data di Riferimento"). Ai fini della presente analisi lo Scrivente ha avuto assicurazione da parte del Management circa l'assenza di eventi successivi alla Data di Riferimento che possano avere un impatto rilevante sulle conclusioni della Relazione.

Avvertenze

Le conclusioni raggiunte devono essere interpretate alla luce delle seguenti ipotesi:

- la valutazione delle Quote è stata eseguita in ipotesi di continuità aziendale della Società, considerandone l'attuale configurazione e modello operativo e l'attuale contesto normativo e regolamentare; in ogni caso la valutazione non prende in considerazione eventi esterni futuri straordinari o inattesi;
- la valutazione della Società è stata effettuata con il metodo del patrimonio netto rettificato, verificato con il metodo comparativo, basati sui dati consuntivi di RetiPiù fino alla Data di Riferimento (redatti secondo i principi contabili internazionali IFRS); i dati consuntivi della Società non sono stati oggetto di due diligence da parte dello Scrivente;
- si segnala che la valutazione della Società effettuata con il metodo del patrimonio netto rettificato ha tenuto conto dei valori di rimborso degli impianti di distribuzione gas metano ed energia elettrica comunicati dalla Società e verificati dal Sottoscritto, basati sulle Perizie C.A.R.T. e aggiornati sulla base degli investimenti, disinvestimenti e ammortamenti dal 31 dicembre 2017 al 30 giugno 2019 secondo le linee guida ministeriali;
- l'incarico non prevede lo svolgimento di verifiche e accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale o previdenziale connesse a problematiche non riportate nelle informazioni;
- la Relazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo "Oggetto dell'incarico";
- lo Scrivente dichiara inoltre che il presente incarico è stato realizzato secondo criteri conformi a quelli previsti dai Principi Italiani di Valutazione 2015 ("PIV"), cui lo Scrivente attesta piena adesione;
- lo Scrivente dichiara di possedere la competenza e l'esperienza necessarie per assolvere il presente incarico, così come richiesto dal PIV II.2.5 e PIV II.2.6;
- lo Scrivente, nel compimento del presente incarico, dichiara di aderire al "Code of Ethical Principles for Professional Valuer" dell'IVSC (*International Valuation Standard Council*);
- Secondo i PIV le definizioni di valore sono:
 - il "valore di mercato", secondo il PIV I.6.6: il valore di mercato di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere);
 - il "valore normale di mercato", secondo il PIV I.6.12: il valore normale (di mercato) di un'attività è il prezzo che si stima si formerebbe sul mercato in condizioni normali, nelle quali i prezzi non siano



ingiustificatamente depressi o irrazionalmente elevati, rispetto ai fondamentali;

- il "valore intrinseco (o economico)", secondo il PIV 1.6.8; il valore intrinseco (o economico) di un'azienda esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza Informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi.
- Secondo il PIV IV.5.2 la configurazione di valore nel caso delle valutazioni ai fini di conferimento è rappresentata dal valore normale di mercato dei beni. Nel caso di conferimenti di aziende o di rami di azienda il valore di conferimento è normalmente rappresentato dal minore fra il valore intrinseco e il valore normale di mercato dei beni conferiti. In casi particolari, l'esperto potrà adottare anche più di una configurazione di valore, che tenga conto della logica dell'operazione di conferimento nel più ampio contesto dell'operazione acquisitiva. Nel caso specifico, lo Scrivente ha ritenuto che il valore minimo fosse costituito dal valore intrinseco (o economico).

Sezione 02

Descrizione del settore e del quadro normativo di riferimento



Settore della distribuzione del gas e dell'energia elettrica

GAS

Nel 2018 i soggetti attivi sono risultati 207, tre in meno rispetto al 2017. I volumi complessivamente distribuiti sono aumentati dell'1,5%, con evoluzioni diverse fra le varie classi di imprese. La crescita più elevata (2,7%) ha riguardato gli operatori molto grandi, seguiti dai grandi (+1,9%). Sostanzialmente stabili i volumi di gas erogati dalle medie imprese, mentre sono diminuiti i volumi di gas distribuiti dalle imprese di dimensioni piccole (-5,7%) e piccolissime (-3,5%).

Complessivamente i 207 operatori attivi nel 2018 hanno distribuito 32,1 miliardi di m³, 462 milioni di m³ in più dell'anno precedente, a 23,8 milioni di clienti finali. Il servizio è stato gestito attraverso 6.426 concessioni in 7.190 comuni.

Il raggruppamento delle regioni nelle consuete ripartizioni di Nord, Centro, Sud e Isole mostra cifre del tutto analoghe a quelle degli scorsi anni: al Nord viene erogato il 70,1% del gas distribuito a livello nazionale a 13,3 milioni di clienti (il 55,8% del totale nazionale); seguono il Centro con il 20,1% del gas, erogato a 5,9 milioni di clienti (il 24,6% del totale) e infine il Sud e la Sicilia, con il 9,8% del gas a 4,6 milioni di clienti (il 19,5% del totale nazionale).

La distribuzione di gas naturale in Italia avviene per mezzo di 262.361 km di rete (di cui, nel 2018, 401 non in funzione), il 57,8% in bassa pressione, il 41,5% in media pressione e lo 0,7% in alta pressione. Oltre alle reti, la distribuzione del gas avviene per mezzo di circa 6.700 cabine e 100.000 gruppi di riduzione finale. Il 58% delle reti (152.595 km) è collocato al Nord, il 23% al Centro (59.782 km) e il restante 19% (49.983 km) si trova al Sud e in Sicilia. Mediamente i distributori possiedono l'85% delle reti che gestiscono. I Comuni, invece, ne possiedono il 10,7%. Le quote di proprietà variano abbastanza da regione a regione.

ENERGIA ELETTRICA

Al 31 dicembre 2018 risultavano iscritti all'Anagrafica operatori dell'Autorità 130 distributori elettrici. Nel 2018 sono stati erogati nel complesso 267,9 TWh, 715 GWh in meno rispetto al 2017. Il volume medio distribuito per operatore si è attestato su 2.110 GWh, in aumento del 2,9% rispetto all'anno precedente. Il numero di punti di prelievo serviti nel 2018, pari a poco meno di 37 milioni, è rimasto sostanzialmente invariato (-0,2%) rispetto al dato dell'anno precedente. Il numero medio di utenti serviti da ciascun operatore è risultato di circa 290.000 unità, contro le 282.000 unità del 2017. Nel 2018 le reti di distribuzione elettrica sono cresciute di circa 5.400 km, la maggior parte delle quali in bassa tensione (+4.100 km). La lunghezza delle reti in media tensione è aumentata di 1.328 km, mentre quella delle reti in alta tensione è diminuita di 69 km. Complessivamente, in Italia, la distribuzione elettrica avviene per mezzo di 1.268.000 km di reti, la parte più preponderante delle quali (69%) è, ovviamente, in bassa tensione. Nel 2017 l'Autorità ha modificato la struttura della tariffa di distribuzione per i clienti domestici. Da quella data, le tariffe di distribuzione non sono più progressive, se non nella parte che riguarda gli oneri di sistema, per il pagamento dei quali esistono ancora due scaglioni di consumo: da 0 a 1.800 kWh/anno e oltre 1.800 kWh/anno. In conseguenza di ciò, alcuni distributori hanno mutato i propri sistemi di fatturazione.

La continuità del servizio di trasmissione, misurata mediante l'indicatore di energia non fornita (ENS), conferma nel 2018 il peggioramento già registrato nel 2017. L'elevato valore di ENS registrato nel 2018 è dovuto principalmente alle interruzioni accadute a fine ottobre/ inizio novembre in occasione di eventi meteorologici di estrema severità nel Nord-Est del Paese. Per il periodo 2016-2023 gli obiettivi di miglioramento annuo della ENS regolata sono riferiti all'intera rete di trasmissione nazionale con l'esclusione della rete già di proprietà della

società Ferrovie dello Stato Italiane e successivamente acquisita con contratto di compravendita da Terna e conferita alla RTN (RTN FSI).

Tab. 2.14 Distribuzione di energia elettrica ai clienti domestici nel 2018 per fascia di consumo e residenza anagrafica
Valori distribuiti in GWh, clienti (punti di prelievo) in migliaia, prezzo medio in kWh

	2018	2017	2016
Residenti			
Fino a 1.000 kWh	12.477	10.969	1.158
Oltre 1.000 kWh	38.846	12.751	5.047
TOTALE RESIDENTI	51.323	23.719	2.205
Non residenti			
Fino a 1.000 kWh	2.777	4.826	574
Oltre 1.000 kWh	3.655	979	1.714
TOTALE NON RESIDENTI	6.432	5.805	1.307
Tutti i clienti			
Fino a 1.000 kWh	15.254	15.794	955
Oltre 1.000 kWh	42.501	18.730	1.096
TOTALE CLIENTI DOMESTICI	57.755	29.524	1.956

Fonte: AEEG, In base ai dati pubblicati da Terna

Normative con impatto settore sul settore della distribuzione del gas

NORMATIVE CON IMPATTO SULLA DISTRIBUZIONE DI GAS METANO

Decreto ministeriale 19 gennaio 2011

Determinazione degli ambiti territoriali nel settore della distribuzione del gas naturale (GU n. 74, 31 marzo 2011).

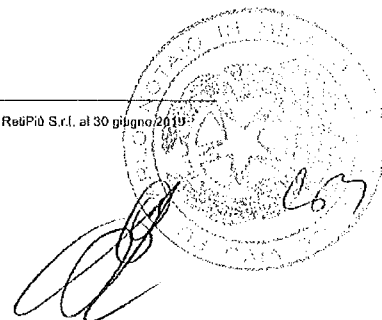
Il decreto determina gli ambiti territoriali minimi per il territorio nazionale, con esclusione della Sardegna, oggetto di successivo provvedimento, e prevede disposizioni per l'affidamento del servizio con gare d'ambito a regime e nel primo periodo.

E' previsto anche che gli Enti locali di due o più ambiti territoriali minimi confinanti possono decidere l'affidamento con gara unica.

Decreto Legislativo 1 giugno 2011, n. 93

Attuazione delle direttive 2009/72/CE, 2009/73/CE e 2008/92/CE relative a norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica, del gas naturale e ad una procedura comunitaria sulla trasparenza dei prezzi al consumatore finale industriale di gas e di energia elettrica, nonché abrogazione delle direttive 2003/54/CE e 2003/55/CE. (11G0136) (GU n. 148, 28 giugno 2011).

L'articolo 24, valore di rimborso degli impianti di distribuzione, emenda l'articolo 14 del Decreto Legislativo 23 maggio 2000, n. 164 sul valore di rimborso a regime e prevede, nel primo periodo, il riconoscimento in tariffa dell'ammortamento della differenza fra il valore di rimborso degli impianti pagato dal gestore subentrante al gestore uscente e l'analogo valore calcolato secondo la regolazione tariffaria. Inoltre prevede che dal 29 giugno l'affidamento avvenga esclusivamente per gara d'ambito, facendo salvo il proseguimento di gare comunali che prima di tale data abbiano pubblicato documenti di gara contenenti sia la definizione dei criteri di valutazione dell'offerta sia il valore di rimborso al gestore uscente.



Decreto ministeriale 21 aprile 2011

Disposizioni per governare gli effetti sociali connessi ai nuovi affidamenti delle concessioni di distribuzione del gas (GU n. 102, 4 maggio 2011).

Il decreto prevede una serie di obblighi a carico del distributore subentrante, in particolare l'assunzione del personale del distributore uscente addetto direttamente o indirettamente alla gestione degli impianti oggetto di gara, al fine di tutelare gli addetti del settore e di assicurare la continuità del servizio, con i medesimi livelli di sicurezza e qualità, dal momento del subentro del nuovo gestore.

Chiarimento: nell'articolo 2, comma 4, per "punti di riconsegna gestiti" si intendono "punti di riconsegna corrispondenti ai clienti finali attivi gestiti dall'impresa".

Decreto ministeriale 18 ottobre 2011

Determinazione dei Comuni appartenenti a ciascun ambito territoriale del settore della distribuzione del gas naturale (GU n. 252 del 28-10-2011 - Suppl. Ordinario n.225, come modificato dal Comunicato pubblicato in GU n. 303 del 30 dicembre 2011 e dal Comunicato pubblicato in GU n. 282 del 3 dicembre 2012).

Decreto Ministeriale 12 novembre 2011, n. 226

Regolamento per i criteri di gara e per la valutazione dell'offerta per l'affidamento del servizio della distribuzione del gas naturale, in attuazione dell'articolo 46-bis del decreto-legge 1° ottobre 2007, n. 159, convertito in legge, con modificazioni, dalla legge 29 novembre 2007, n. 222 (GU n. 22 del 27-1-2012 - Suppl. Ordinario n.20).

Il regolamento definisce gli aspetti organizzativi fra gli Enti locali appartenenti all'ambito per l'emissione dei documenti di gara e per la gestione del servizio, gli obblighi informativi del gestore uscente agli Enti locali e al gestore subentrante, i provvedimenti applicativi del calcolo del valore di rimborso in conformità con la normativa primaria vigente, il bando di gara tipo e il disciplinare di gara tipo, includenti i criteri di valutazione dell'offerta, a cui la stazione appaltante deve attenersi, le disposizioni per la verifica di offerte anomale e gli oneri, una tantum e annuali, che il gestore deve riconoscere agli Enti locali.

Delibera 11 ottobre 2012 407/2012/R/GAS

Criteri per la definizione del corrispettivo una tantum per la copertura degli oneri di gara per l'affidamento del servizio di distribuzione del gas naturale.

La delibera fa riferimento nelle formule a dati contenuti sul sito del Ministero dello sviluppo economico. Si tratta del numero massimo e minimo di pdr per ambito (nel sito indicati per semplicità come clienti) e al numero massimo e minimo dei Comuni per ambito. Al fine di facilitare gli utenti che possono avere difficoltà a trovare tali dati, di seguito si riportano i valori da utilizzare nella formula.

Valori dal sito MISE da inserire nella formula della delibera 407/2012/R/Gas sugli oneri di gara

pdrmax = 1.311.604 (ambito Roma 1)

pdrmin = 17.802 (ambito Valle d'Aosta)

locmax = 147 (ambito Reggio di Calabria-Vibo Valentia)

locmin = 1 (ambito Palermo 1)

Delibera 13 dicembre 2012 532/2012/R/GAS

Disposizioni in materia di formati per la trasmissione dei dati relativi agli stati di consistenza delle reti di distribuzione del gas naturale.

Decreto Legge 22 giugno 2012, n. 83 convertito con modificazioni, dalla Legge 7 agosto 2012, n. 134 (GU n. 187 del 11 agosto-2012)

Misure urgenti per la crescita del Paese

L'articolo 37, Disciplina delle gare per la distribuzione di gas naturale e nel settore idroelettrico, nel primo comma modifica gli articoli 14 e 15 del Decreto Legislativo 23 maggio 2000, n. 164 relativamente alla partecipazione alle gare di distribuzione gas, consentendo la partecipazione alle prime gare successive al periodo transitorio anche a soggetti che appartengono a gruppi societari che gestiscono servizi pubblici locali in virtù di procedure non ad evidenza pubblica. Inoltre chiarisce che sono fatti salvi gli ambiti determinati con i precedenti decreti e gli obblighi in materia di tutela dell'occupazione, che quindi non possono essere elemento di valutazione dell'offerta.

Decreto Ministeriale 5 febbraio 2013

Approvazione del contratto di servizio tipo per lo svolgimento dell'attività della distribuzione del gas naturale ai sensi dell'articolo 14 del Decreto legislativo 23 maggio 2000, n. 164

Decreto Legge 21 giugno 2013, n. 69 convertito con modificazioni, dalla Legge 9 agosto 2013, n. 98 (GU supplemento ordinario n. 63 del 20 agosto-2013)

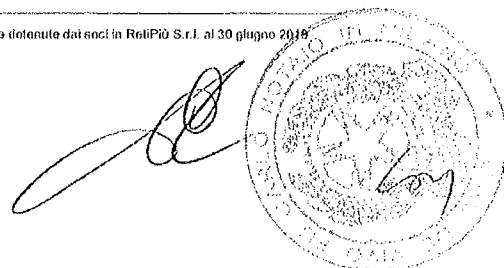
Disposizioni urgenti per il rilancio dell'economia

L'articolo 4, Norme in materia di concorrenza nel mercato del gas naturale e nei carburanti, nei commi 2, 4 e 5 rende vincolanti i termini del regolamento n.226 del 2011 per l'effettuazione delle gare di distribuzione del gas naturale, prevedendo anche penalizzazioni in caso di mancato rispetto di tali termini. Inoltre è previsto, in caso di inerzia anche della Regione ad esercitare il potere sostitutivo, l'intervento del Ministero dello sviluppo economico. Il comma 3 prevede la nomina della stazione appaltante con maggioranza qualificata dei Comuni dell'ambito, qualora nell'ambito non sia presente il Comune capoluogo di provincia, e una proroga dei termini dell'intervento sostitutivo dalla Regione per gli ambiti con termini già scaduti o con scadenza ravvicinata. Il comma 3 bis prevede una proroga dei termini per gli ambiti che sono stati interessati in maniera significativa dal terremoto del maggio 2012. Infine il comma 6 attribuisce al Ministero dello sviluppo economico la facoltà di emanare linee guida per la valutazione del valore di rimborso al gestore uscente.

Decreto Legge 23 dicembre 2013, n. 145 convertito con modificazioni, dalla Legge 21 febbraio 2014, n. 9 (GU n.43 21 febbraio 2014)

Interventi urgenti di avvio del piano "Destinazione Italia", per il contenimento delle tariffe elettriche e del gas, per la riduzione dei premi RC-auto, per l'internazionalizzazione, lo sviluppo e la digitalizzazione delle imprese, nonché misure per la realizzazione di opere pubbliche ed EXPO 2015.

L'articolo 1, comma 16, modificando l'articolo 15, comma 5 del Dlgs 164/2000, prevede che nella determinazione del valore di rimborso al gestore uscente nel primo periodo siano dettratti sempre anche i contributi privati e che per gli aspetti in cui gli atti concessori non prevedano una propria metodologia si debba fare riferimento alle linee guida predisposte da MISE, ai sensi dell'articolo 4, comma 6, del DL 69/2013. Inoltre, il comma 16 prevede che l'ente locale concedente prima della pubblicazione del bando di gara invii per verifica all'Autorità la



documentazione con il calcolo dettagliato del valore di rimborso, qualora tale valore sia superiore del 10% alla RAB di località, e che la stazione appaltante tenga conto di eventuali osservazioni dell'Autorità nel valore da inserire nel bando di gara. È prevista anche un'ulteriore proroga dei termini per la nomina della stazione appaltante e della pubblicazione del bando di gara per gli ambiti dei primi tre raggruppamenti.

Decreto Ministeriale 22 maggio 2014 (GU n.129 del 6 giugno 2014)

Approvazione del documento "Linee Guida su criteri e modalità applicative per la valutazione del valore di rimborso degli impianti di distribuzione del gas naturale" del 7 aprile 2014.

Con Decreto Ministeriale 22 maggio 2014 è stato approvato il documento MISE Linee guida su criteri e modalità applicative per la valutazione del valore di rimborso degli impianti di distribuzione del gas naturale del 7 aprile 2014 ai sensi dell'articolo 4, comma 6, del decreto-legge 21 giugno 2013, n. 69, convertito, con modificazioni, dalla legge 9 agosto 2013, n. 98 e dell'articolo 1, comma 16, del decreto legge 23 dicembre 2013, n. 145, convertito con modificazioni in legge 21 febbraio 2014, n. 9.

Decreto Legge 24 giugno 2014, n. 91 convertito con modificazioni, dalla Legge 11 agosto 2014, n. 116 (GU n.192 20 agosto 2014 - Supplemento ordinario n.72)

Disposizioni urgenti per il settore agricolo, la tutela ambientale e l'efficientamento energetico dell'edilizia scolastica e universitaria, il rilancio e lo sviluppo delle imprese, il contenimento dei costi gravanti sulle tariffe elettriche, nonché per la definizione immediata di adempimenti derivanti dalla normativa europea.

L'articolo 30 bis, comma 1, modificando l'articolo 15, comma 5 del Dlgs 164/2000, prevede che nella determinazione del valore di rimborso al gestore uscente nel primo periodo si segua la metodologia specificata nei contratti solo se stipulati prima dell'11 febbraio 2012, data di entrata in vigore del DM 11 novembre, 2011 n. 226, altrimenti si deve fare riferimento alle linee guida predisposte da MISE, approvate con DM 22 maggio 2014.

I commi 2 e 4 prevedono un'ulteriore proroga dei termini per la pubblicazione del bando di gara per gli ambiti dei primi sei raggruppamenti, ai fini dell'intervento sostitutivo della regione e delle penali previste dall'art. 4, comma 5, del DL 21 giugno 2013, n. 69. Il comma 3 prevede che tali ulteriori proroghe non si applicano agli ambiti interessati da eventi sismici del maggio 2012, per cui i termini erano già stati prorogati di 24 mesi.

Decreto Legge 31 dicembre 2014, n. 192 convertito con modificazioni, dalla Legge 27 febbraio 2015, n. 11 (GU n.49 28 febbraio 2015)

Proroga di termini previsti da disposizioni legislative

La legge di conversione ha disposto che all'articolo 3 del Decreto Legge 31 dicembre 2014, n. 192 siano aggiunti i commi 3-ter e 3-quater, riportati di seguito:

3-ter. Il termine oltre il quale si applica la previsione di cui al comma 4 dell'articolo 30-bis del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 agosto 2014, n. 116, relativamente al primo e al secondo raggruppamento di cui all'allegato 1 al regolamento di cui al decreto del Ministro dello sviluppo economico 12 novembre 2011, n. 226, è prorogato al 31 dicembre 2015.

3-quater, i termini di cui all'articolo 3, comma 1, del regolamento di cui al comma 3-ter, relativi alla mancata pubblicazione del bando di gara, per gli ambiti del primo raggruppamento di cui all'allegato 1 allo stesso regolamento, sono prorogati all'11 luglio 2015, con esclusione degli ambiti di cui all'articolo 4, comma 3-bis, del decreto-legge 21 giugno 2013, n. 69, convertito, con modificazioni, dalla legge 9 agosto 2013, n. 98.

Decreto Ministeriale 20 maggio 2015, n. 106 (G.U. serie generale n. 161 del 14 luglio 2015)

Regolamento recante modifiche al Decreto Ministeriale 12 novembre 2011, n. 226 - Regolamento per i criteri di gara e per la valutazione dell'offerta per l'affidamento del servizio della distribuzione del gas naturale, in attuazione dell'articolo 46-bis del decreto-legge 1° ottobre 2007, n. 159, convertito in legge, con modificazioni, dalla legge 29 novembre 2007, n. 222.

Il regolamento introduce modifiche al DM n. 226/2011 per renderlo congruente con le novità legislative intervenute dopo la sua emanazione e con la regolazione del IV periodo tariffario (2014-2019), definisce le modalità operative da seguire per il rispetto del criterio di gara relativo agli interventi di efficienza energetica nell'ambito ed esplicita i chiarimenti all'art.5 sul calcolo del valore di rimborso già forniti con le Linee Guida su criteri e modalità applicative per la valutazione del valore di rimborso degli impianti di distribuzione del gas naturale, approvate con DM 22 maggio 2014.

Decreto Legge 30 dicembre 2015, n. 210 convertito con modificazioni, dalla Legge 25 febbraio 2016, n. 21 (GU n.47 del 26 febbraio 2016)

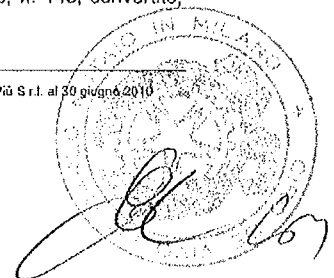
Proroga di termini previsti da disposizioni legislative

La legge di conversione ha disposto che all'articolo 3 del Decreto Legge 30 dicembre 2015, n. 210 siano aggiunti i commi 2-bis e 2-ter, riportati di seguito:

2-bis. I termini di cui all'articolo 3, comma 1, del regolamento di cui al decreto del Ministro dello sviluppo economico e del Ministro per i rapporti con le regioni e la coesione territoriale 12 novembre 2011, n. 226, relativi alla mancata pubblicazione del bando di gara di cui all'allegato 1 annesso allo stesso regolamento, sono prorogati rispettivamente di dodici mesi per gli ambiti del primo raggruppamento, di quattordici mesi per gli ambiti del secondo raggruppamento, di tredici mesi per gli ambiti del terzo, quarto e quinto raggruppamento, di nove mesi per gli ambiti del sesto e settimo raggruppamento e di cinque mesi per gli ambiti dell'ottavo raggruppamento, in aggiunta alle proroghe vigenti alla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto.

2-ter. All'articolo 4 del decreto-legge 21 giugno 2013, n. 69, convertito, con modificazioni, dalla legge 9 agosto 2013, n. 98, sono apportate le seguenti modificazioni:

a) al comma 2, il secondo periodo è sostituito dai seguenti: "Scaduti tali termini, la Regione competente sull'ambito assegna ulteriori sei mesi per adempiere, decorsi i quali avvia la procedura di gara attraverso la nomina di un commissario ad acta, ai sensi dell'articolo 14, comma 7, del decreto legislativo 23 maggio 2000, n. 164. Decorsi due mesi dalla scadenza di tale termine senza che la Regione competente abbia proceduto alla nomina del commissario ad acta, il Ministero dello sviluppo economico, sentita la Regione, interviene per dare avvio alla gara nominando un commissario ad acta. L'importo eventualmente anticipato dai gestori uscenti per la copertura degli oneri di gara, di cui all'articolo 1, comma 16-quater, del decreto-legge 23 dicembre 2013, n. 145, convertito,



con modificazioni, dalla legge 21 febbraio 2014, n. 9, è trasferito dalla stazione appaltante al commissario ad acta entro un mese dalla sua nomina, al netto dell'importo relativo agli esborsi precedentemente effettuati per la preparazione dei documenti di gara";

b) i commi 4 e 5 (sanzioni per i Comuni) sono abrogati.

Decreto Legge 30 dicembre 2016, n. 244 convertito con modificazioni, dalla Legge 27 febbraio 2017, n. 19 (GU n.49 del 28 febbraio 2017)

Proroga e definizione di termini.

L'articolo 6, comma 5, proroga di 24 mesi i termini di pubblicazione dei bandi per gli ambiti territoriali in cui sono presenti comuni terremotati come individuati dall'articolo 1 ed elencati negli allegati 1 e 2 del Decreto Legge 17 ottobre 2016 n. 189 (sisma del 24 agosto e del 26 ottobre 2016).

Legge 4 agosto 2017, n. 124 (GU 14 agosto 2017, n. 189)

Legge annuale per il mercato e la concorrenza.

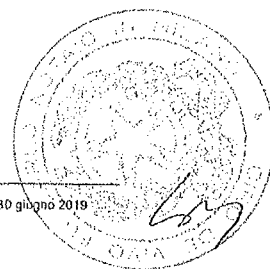
L'articolo 1, comma 93, prevede il caso in cui, rispettati certi parametri aggregati d'ambito, lo scostamento VIR/RAB degli impianti – laddove il VIR sia stato determinato sulla base delle Linee guida del Ministero - possa non essere soggetto al vaglio dell'ARERA.

Il comma 94 prevede che l'ARERA deliberi un iter semplificato per l'esame del bando e disciplinare di gara laddove tali documenti siano stati redatti in aderenza a quelli "tipo" predisposti dai dd.mm..

Il comma 95 infine prevede una modifica all'art. 10 del DM 226/2011 con riferimento alla partecipazione in ATI alla gara per l'assegnazione del servizio.

Sezione 02

Descrizione della Società



A handwritten signature is written below the circular stamp.

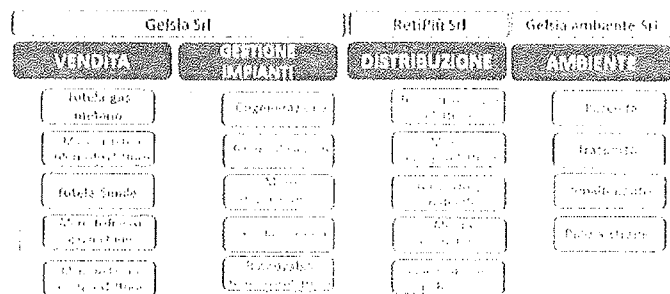
Il Gruppo AEB

Il Gruppo AEB rappresenta una tra le prime multilutility in Lombardia per fatturato e clienti serviti e si colloca tra i primi 15 operatori a livello nazionale. Attivo nei settori della distribuzione e vendita del gas, dell'energia elettrica e calore, nonché nei servizi ambientali, il Gruppo con più di 600 dipendenti, opera principalmente nei comuni della Brianza, servendo un totale di 450.000 abitanti e oltre 200.000 clienti. Il totale dei ricavi consolidati del 2018 del Gruppo AEB è pari a oltre 220 milioni di euro.

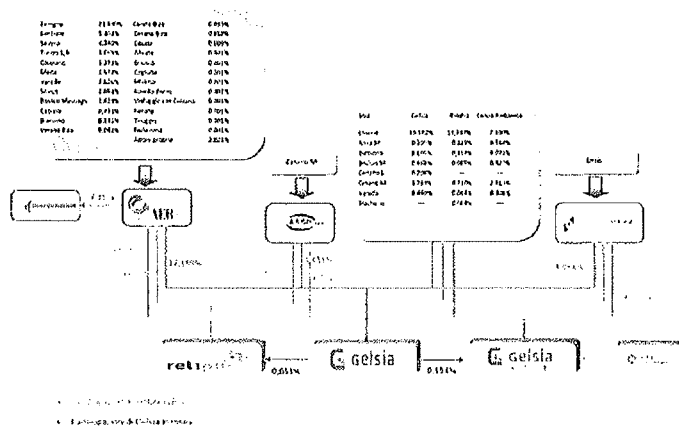
Ad oggi il Gruppo AEB è costituito da 4 società. Oltre alla holding AEB, è composto da 3 società di business:

- Gelsia S.r.l., attiva nel settore della vendita dell'energia elettrica e gas naturale, e nel settore della produzione di energia e calore;
- Gelsia Ambiente S.r.l., attiva nel settore dei servizi ambientali;
- Reti Più s.r.l., attiva nel settore della distribuzione del gas naturale e energia elettrica e illuminazione pubblica;

La holding AEB, oltre al ruolo di capogruppo, opera direttamente nel settore delle farmacie comunali e impianti sportivi.



L'azionariato al 30 giugno 2019 del Gruppo AEB è così composto:



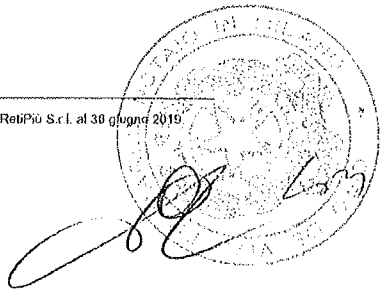
Il Gruppo AEB è stato oggetto, di recente, di una serie di operazioni di riassetto, razionalizzazione e semplificazione sulla base della delibera di revisione straordinaria delle partecipazioni di cui all'art. 24 del D.Lgs 175/2016 (27/10/17).

Attualmente le azioni che hanno avuto attuazione sono:

- configurazione della capogruppo AEB quale vera e propria holding di gruppo, accentrando in capo alla stessa le funzioni di staff e amministrative;
- vendita della partecipazione della controllata Gelsia S.r.l. in Commerciale Gas & Luce Srl;
- distribuzione da parte di Gelsia S.r.l. di un dividendo straordinario in natura per trasferire le partecipazioni detenute in Gelsia Ambiente S.r.l. e RetiPiù S.r.l. ai propri soci.

Inoltre nell'ultimo semestre vi sono alcuni avvenimenti che hanno determinato dei cambiamenti all'interno della compagine azionaria delle varie società, in particolare:

- il Comune di Cerlano Laghetto sta definendo le procedure necessarie per ricevere il dividendo in natura (partecipazioni in Gelsia S.r.l. Ambiente e RetiPiù) da Gelsia S.r.l.;
- il Comune di Macherio non ha partecipato alla distribuzione del dividendo straordinario da parte di Gelsia S.r.l., ha invece alienato la propria partecipazione in Gelsia S.r.l. alla società Canarmino che a sua volta l'ha poi ceduta ad AEB. La partecipazione del Comune di Macherio in Gelsia S.r.l. è ora in capo ad AEB, con conseguenti effetti sul possesso di partecipazioni in Gelsia Ambiente S.r.l. e RetiPiù;



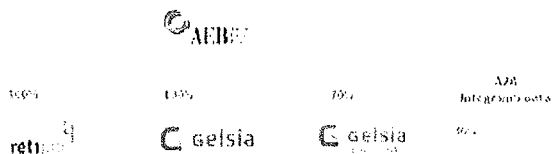
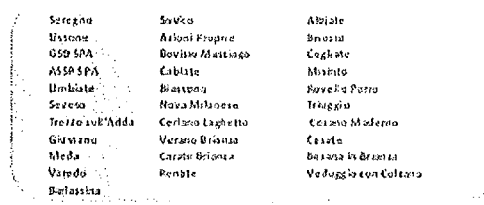
- il Comune di Macherio ha richiesto di poter uscire dall'azionariato di RetiPiù secondo quanto previsto dalla Legge Madia, con una liquidazione in denaro della propria quota, pari allo 0,064%, per un corrispettivo di € 99.698,43;
- ha avuto luogo il riacquisto da parte di AEB delle azioni detenute dal Comune di Muggiò in AEB stessa, a seguito del processo di revisione straordinaria delle partecipazioni possedute dal comune, di cui all'art. 24 del D.Lgs 175/2016;
- è avvenuta la cessione parziale di azioni proprie da parte di AEB al Comune di Barlassina in data 27 giugno 2019 (comune che ha manifestato la volontà di aderire al percorso delineato con la gara a doppio oggetto relativa a Gelsia Ambiente S.r.l.), con il conseguente ingresso del suddetto comune nella compagine azionaria.

Con deliberazione Consigliare n.53 del 27 dicembre 2018, il Comune di Seregno ha definito un piano di riassetto organizzativo societario del Gruppo AEB, in parziale modifica e integrazione dei contenuti della revisione straordinaria, che prevede il completamento del piano di razionalizzazione del Gruppo con una configurazione dello stesso che veda la confluenza di tutti i soci pubblici in AEB, attraverso il conferimento in AEB, per la parte non già detenuta da AEB stessa, da parte dei soci di RetiPiù S.r.l., Gelsia S.r.l. e Gelsia Ambiente S.r.l., delle quote da essi detenute in tali società, ad eccezione del 30% detenuto da A2A Integrambiente in Gelsia Ambiente S.r.l..

Tale modello consente di disporre di una struttura di governance su un unico livello, garantendo al Gruppo unitarietà di indirizzi strategici e industriali.

Pertanto la struttura della governance del Gruppo post-riassetto risulterebbe la seguente:

Struttura del Gruppo AEB post riassetto



Società

RetiPiù opera nel settore della distribuzione del gas naturale, della distribuzione dell'energia elettrica e gestisce il servizio di illuminazione pubblica in Brianza. Il servizio di distribuzione gas consiste nel trasporto del gas, attraverso reti di gasdotti locali, dai punti di consegna presso le cabine di riduzione e misura interconnesse con le reti di trasporto (REM) fino ai punti di riconsegna presso i clienti finali (PDR). Inoltre, la Società svolge l'attività di misura, che consiste nella determinazione, rilevazione, messa a disposizione e archiviazione dei dati di misura del gas naturale prelevato sulle reti di distribuzione.

Nell'ambito dell'attività di distribuzione dell'energia elettrica gestisce l'ultima fase della filiera col processo di consegna dell'elettricità all'utente finale dopo la produzione/importazione e la trasmissione e si realizza attraverso un'infrastruttura di rete tipica quale è la rete di distribuzione elettrica capillare fino agli utenti o utilizzatori finali, attraverso punti di consegna dell'elettricità (POD). Nel dettaglio l'attività di distribuzione dell'energia elettrica comprende le operazioni di gestione, esercizio, manutenzione e sviluppo delle reti di distribuzione dell'energia elettrica in alta, media e bassa tensione, affidate in concessione, ivi comprese le operazioni fisiche di sospensione, riattivazione e distacco e le attività di natura commerciale connesse all'erogazione del servizio di distribuzione.

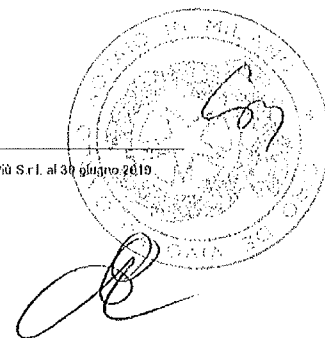
La Società serve circa 21.000 clienti e gestisce circa 207.000 PDR per il gas metano, fornendo attraverso la propria rete circa 339 milioni di smc all'anno, collocandosi tra i grandi operatori della distribuzione.

Per quanto attiene invece la distribuzione di energia elettrica, RetiPiù serve circa 25.000 clienti e fornisce annualmente circa 145 milioni di kWh. Infine, per quanto attiene l'illuminazione pubblica, la Società gestisce circa 7000 punti luce con una forte attenzione alle nuove tecnologie di efficientamento energetico e contemporaneamente di sviluppo di servizi secondo una logica di smart city.

Di seguito si riporta la composizione dei soci della Società al 30 giugno 2019:

RetiPiù S.r.l. (30 giugno 2019)

Socio	Quota	%
AEB S.p.A.	60.700.151,56	73,530%
Gestioni Servizi Desio S.r.l.	5.616.141,19	6,803%
GELSIA S.r.l.	43.445,08	0,053%
ASSP S.p.A.	5.781.714,45	7,004%
Comune di Bovisio Masciago	73.418,91	0,089%
Comune di Cesano Maderno	586.276,38	0,710%
Comune di Varedo	60.142,02	0,074%
Comune di Lissone	9.341.940,43	11,317%
Comune di Nova Milanese	189.262,60	0,229%
Comune di Blassano	96.575,99	0,117%
Comune di Macherio	52.539,06	0,064%
Totale	82.650.607,69	100,000%



Sezione 03

Dati economico- patrimoniali consuntivi della Società

Dati economico-patrimoniali consuntivi

Si riportano nel seguito i dati economico-patrimoniali consuntivi della Società relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2016-2018 ed ai primi 6 mesi del 2019 ("H1 2019");

RETIPIU' SRL

Conto economico

Migliaia di Euro

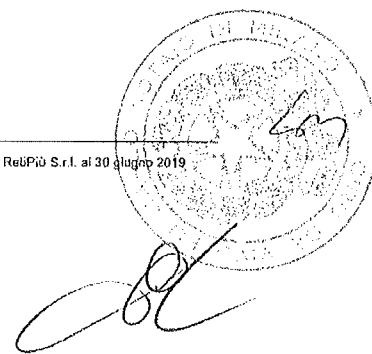
	2016	2017	2018	H1 2019
	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo
RICAVI TOTALI	32.941	32.460	34.581	17.110
<i>Crescita %</i>	-7,8%	-1,5%	6,5%	n.d.
Costi operativi	(18.382)	(16.854)	(18.069)	(8.733)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	-55,8%	-51,9%	-52,3%	-51,0%
EBITDA	14.559	15.606	16.512	8.377
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	44,2%	48,1%	47,7%	49,0%
Ammortamenti	(9.038)	(9.512)	(9.613)	(4.758)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	-27,4%	-29,3%	-27,8%	-27,8%
EBIT	5.521	6.094	6.899	3.619
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	16,8%	18,8%	20,0%	21,2%
Proventi/(Oneri) finanziari netti	(205)	(239)	(215)	(76)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	0,6%	-0,7%	-0,6%	-0,4%
Proventi/(Oneri) straordinari netti	(244)	15	0	0
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%
RISULTATO ANTE IMPOSTE	5.072	5.870	6.684	3.543
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	15,4%	18,1%	19,3%	20,7%
Imposta	(1.758)	(1.429)	(1.891)	(850)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	-5,3%	-4,4%	-5,5%	-5,0%
UTILE NETTO/(PERDITA NETTA)	3.314	4.441	4.793	2.693
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	10,1%	13,7%	13,9%	15,7%

Nel 2018 i ricavi totali della Società sono stati pari a € 34.581 migliaia, in aumento del 6,5% rispetto all'anno precedente, dovuto al riconoscimento degli investimenti effettuati sulle reti e sugli impianti di distribuzione energia elettrica e gas metano. Al 30 giugno 2019 i ricavi totali sono stati pari a € 17.110 migliaia.

L'EBITDA nel 2018, grazie alla riduzione dei costi operativi, ottenuta grazie ai miglioramenti e agli efficientamenti degli ultimi anni, è risultato positivo e pari a € 16.512 migliaia e pari al 47,7% dei ricavi totali. Nel primo semestre 2019 è risultato pari a € 8.377 migliaia, pari al 49,0% dei ricavi totali.

L'EBIT nel 2018 è risultato pari a € 6.899 migliaia, pari al 20% dei ricavi totali. Nel primo semestre del 2019 l'EBIT è risultato pari a € 3.619 migliaia (21,2% dei ricavi totali).

L'utile netto è risultato pari a € 4.793 migliaia nel 2018 e € 2.693 migliaia nel primo semestre 2019 (13,9% e 15,7% del ricavi totali rispettivamente).



RETIPIU' SRL**Stato patrimoniale**

Migliaia di Euro

	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	30/06/2019
	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo	Consuntivo
Immobilizzazioni immateriali	13.286	12.388	11.937	11.553
Immobilizzazioni materiali	164.833	165.672	166.886	166.566
Altre attività/passività non correnti	(5.495)	(8.991)	(7.949)	(7.315)
IMMOBILIZZAZIONI	172.624	168.970	170.876	170.804
Magazzino	1.257	1.071	1.422	3.250
Crediti commerciali	11.296	12.190	10.150	5.221
Altre attività correnti	6.783	6.769	5.558	11.623
Debiti commerciali	(7.654)	(7.561)	(5.862)	(8.157)
Altre passività correnti	(4.173)	(5.622)	(4.524)	(7.384)
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	7.509	6.837	6.743	4.553
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>22,8%</i>	<i>21,1%</i>	<i>19,5%</i>	<i>13,3%</i>
TFR	(1.585)	(1.506)	(1.344)	(1.240)
Altri fondi	(13.519)	(9.772)	(11.974)	(11.961)
CAPITALE INVESTITO NETTO	165.029	164.629	164.300	162.156
Debiti per finanziamenti	14.244	12.290	10.052	8.927
Crediti finanziari	(464)	(1.945)	(3.225)	(4.938)
Disponibilità liquide	(1.587)	(1.596)	(1.600)	(1.599)
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	12.192	8.750	5.227	2.390
PATRIMONIO NETTO	152.838	155.779	159.072	159.765

La situazione patrimoniale della Società al 30 giugno 2019 presentava immobilizzazioni materiali pari a € 166.566 migliaia, costituite da impianti di distribuzione e misura di gas e di energia elettrica, attrezzature industriali e altri beni, immobilizzazioni immateriali pari a € 11.533 migliaia, costituite principalmente da impianti in concessione e software, e altre attività/passività non correnti, negative per € 7.315 migliaia, costituite da altre attività non correnti (depositi cauzionali, altri crediti, ratei e risconti e crediti irls per rimborso irap), imposto differite e anticipate e altre passività non correnti (depositi cauzionali da clienti e ratei e risconti passivi).

Il capitale circolante netto della Società alla stessa data risultava positivo per € 4.553 migliaia, costituito da rimanenze per € 3.250 migliaia, crediti commerciali per € 5.221 migliaia, altre attività correnti per € 11.623 migliaia, debiti commerciali per € 8.157 migliaia e altre passività correnti per € 7.384 migliaia.

Il TFR e i fondi per rischi e oneri della Società al 30 giugno 2019 risultavano pari a € 1.240 migliaia e € 11.961 migliaia rispettivamente.

La posizione finanziaria netta a tale data risultava negativa (debitoria) per € 2.390 migliaia, costituita da debiti per finanziamenti per € 8.927 migliaia, crediti finanziari per € 4.938 migliaia costituiti da crediti verso AEB per cash pooling e disponibilità liquide per € 1.599 migliaia.

Il patrimonio netto della Società al 30 giugno 2019 era pertanto pari a € 159.765 migliaia.

Sezione 04

Metodologie di valutazione



A handwritten signature in black ink, located at the bottom right of the page.

Principali metodi di valutazione

Nel seguito si riporta una sintetica descrizione delle metodologie comunemente utilizzate per la valutazione delle società:

- il metodo patrimoniale;
- il metodo comparativo;
- il metodo reddituale.

Il metodo appropriato per stimare il valore economico in una data situazione dipende dalla natura del bene preso in considerazione e dalle circostanze che circondano la stima di valore.

Metodo patrimoniale

Vi sono due tipologie di metodo patrimoniale, (i) il metodo del patrimonio netto rettificato e (ii) il metodo patrimoniale complesso.

(i) Il metodo del patrimonio netto rettificato esprime il valore dell'azienda in funzione del suo patrimonio, quantificandolo pari al valore di ricostruzione dello stesso nella prospettiva di funzionamento aziendale. Questo valore coincide con l'investimento netto che sarebbe necessario ad avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale medesima a quella oggetto di valutazione.

La valutazione di una società con il metodo del patrimonio netto rettificato necessita di un approfondito esame di tutti gli elementi del patrimonio, i quali vengono espressi in base a criteri di valutazione che, in alcuni casi, possono divergere da quelli abitualmente utilizzati per la redazione del bilancio d'esercizio di una società in funzionamento.

I principali criteri di valutazione normalmente utilizzati ai fini patrimoniali possono essere così sintetizzati:

- o gli elementi destinati, o destinabili, alla vendita, escluso il magazzino, sono valutati in base al loro valore economico;
- o il magazzino è 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;
- o i beni strumentali e immateriali sono valutati in base al valore economico o al costo di ricostruzione a nuovo;
- o i crediti ed i 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;
- o le partecipazioni sono valutate facendo riferimento alle quotazioni di mercato, al patrimonio netto rettificato o tramite altre metodologie valutative;
- o per quanto riguarda i fondi accesi a spese future, al trattamento di fine rapporto e a passività potenziali viene valutata la congruità e la pertinenza.

Il metodo del patrimonio netto rettificato non considera il valore di eventuali beni immateriali non iscritti a bilancio.

(ii) Il metodo patrimoniale complesso comprende invece la valorizzazione dei beni immateriali dell'azienda. Questo metodo si basa sul presupposto che i beni immateriali, che generano costi ad utilità differita nel tempo – come ad esempio la tecnologia, l'addestramento, le capacità del personale, i marchi, il portafoglio prodotti o la clientela – abbiano spesso un peso rilevante nel determinare il reale valore complessivo dell'azienda.

Metodo comparativo

Il metodo comparativo o di mercato si basa sull'applicazione di moltiplicatori ricavati dal mercato a grandezze significative economico-patrimoniali della società oggetto di valutazione. Lo scopo è sviluppare rapporti - i multipli - finalizzati ad individuare la relazione che lega il prezzo di mercato del capitale delle imprese con variabili economiche aziendali. I multipli così calcolati sono applicati alle variabili economiche della società oggetto di valutazione in modo da giungere, per moltiplicazione, al valore ricercato. Tale metodo assume direttamente dal mercato le attese di crescita dei risultati e l'apprezzamento del rischio.

Nel metodo dei multipli i rapporti sono calcolati sulla base dei valori espressi dal mercato borsistico o in transazioni relative ad un insieme di imprese comparabili. Di fondamentale importanza è l'identificazione di un campione di società dotate di omogeneità con la società oggetto di valutazione. A tal fine sono ponderate alcune variabili per verificare l'adeguatezza delle società comparabili, tra cui settore di appartenenza, dimensione, grado di redditività, attese di crescita e area geografica di operatività.

Considerata la natura delle società e delle loro attività possono essere applicati multipli di mercato e di transazioni comparabili relativi alla sola gestione caratteristica dell'azienda, quali ad esempio l'EV/EBITDA (Enterprise Value/Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), oppure all'intera gestione aziendale, quali il P/E (Price/Earnings) o il P/B (Price/Book value).

Metodo reddituale/finanziario

Il metodo reddituale (o il metodo finanziario dei flussi di cassa scontati) è una tecnica di valutazione che fornisce una stima del valore economico del bene oggetto di valutazione in base ai redditi/flussi di cassa che l'attività può generare in futuro nel corso della sua vita utile.

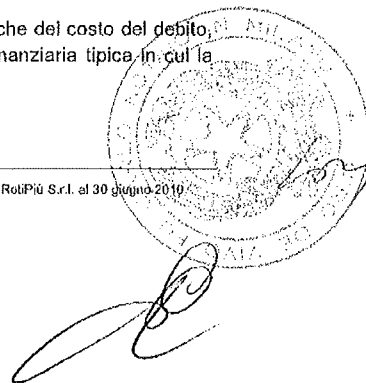
I redditi o flussi di cassa considerati possono essere quelli relativi alla sola attività operativa dell'azienda e destinati al servizio di tutte le fonti di capitale (quali il reddito operativo o EBIT e il flusso di cassa operativo o FCFO), oppure essere quelli destinati al servizio del solo capitale di rischio (quali il reddito netto, il flusso di cassa per gli azionisti o FCFE o i dividendi).

Al fine di attualizzare i redditi o i flussi di cassa viene utilizzato il costo medio ponderato del capitale investito nella società o WACC (Weighted Average Cost of Capital) per scontare i redditi o flussi operativi, oppure il costo del capitale proprio o K_e (Cost of Equity), per scontare i redditi o flussi per gli azionisti.

Il costo del capitale proprio è determinato secondo il CAPM (capital asset pricing model), tenendo conto del tasso di rendimenti degli investimenti privi di rischio (tasso risk-free), del Beta (coefficiente che misura il rischio non diversificabile associato all'investimento) e del premio per il rischio di mercato (Equity Risk Premium o ERP)

Il costo del debito è calcolato come stima di lungo termine del costo corrente che l'impresa deve sostenere per finanziare tramite debito i nuovi progetti di investimento, ovvero il costo che l'impresa dovrebbe sostenere per rifinanziare le attività in essere.

Il WACC tiene conto sia del costo del capitale proprio che del costo del debito, con pesi relativi che fanno riferimento alla struttura finanziaria tipica in cui la società opera.



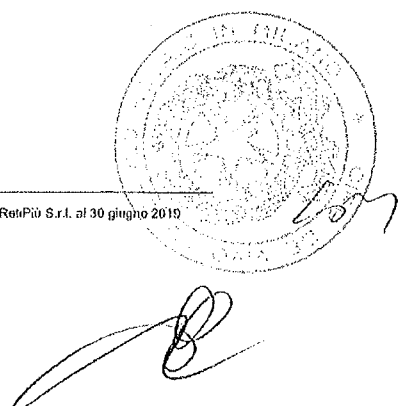
Nel metodo reddituale/finanziario il valore attuale dei redditi o flussi è solitamente stimato lungo un periodo di proiezione esplicita di alcuni anni, oltre il quale è attualizzato il valore terminale, calcolato ipotizzando un reddito o flusso normalizzato in crescita ad un tasso costante per il periodo terminale.

Metodo selezionato

In considerazione della tipologia e dell'attività svolta dalla Società, caratterizzata da una rilevanza prevalente tra i beni aziendali e nel modello di business delle reti di distribuzione del gas e dell'energia elettrica di proprietà della Società e in concessione, si è ritenuto che la metodologia più idonea a rappresentare il valore economico della stessa sia costituita dal metodo del patrimonio netto rettificato, quale metodo principale, verificato con il metodo comparativo dei multipli di mercato, quale metodo di controllo.

Sezione 05

Analisi valutativa della Società e delle Quote



Analisi valutativa della Società

Metodo principale:
Metodo del
patrimonio netto
rettificato

Nella seguente tabella si riportano i risultati ottenuti nella valutazione della Società effettuata con il metodo del patrimonio netto rettificato:

RETIPIU' SRL

Metodo del patrimonio netto rettificato
Migliaia di Euro

	Valori contabili	Rettifiche	Valori correnti
Immobilizzazioni immateriali	11.553	0	11.553
Immobilizzazioni immateriali concessioni gas	8.320	0	8.320
Immobilizzazioni immateriali concessioni energia elettrica	1.632	0	1.632
Altre immobilizzazioni immateriali	1.601	0	1.601
Immobilizzazioni materiali	166.566	2.298	168.864
Immobilizzazioni materiali concessioni gas	140.346	3.024	143.369
Immobilizzazioni materiali concessioni energia elettrica	18.929	0	18.929
Altre immobilizzazioni materiali	7.292	0	7.292
Fiscaltà latente	0	(726)	(726)
Altre attività/passività non correnti	(7.315)	0	(7.315)
IMMOBILIZZAZIONI	170.804	2.298	173.102
Magazzino	3.250	0	3.250
Crediti commerciali	5.221	0	5.221
Altre attività correnti	11.623	0	11.623
Debiti commerciali	(8.157)	0	(8.157)
Altre passività correnti	(7.384)	0	(7.384)
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	4.553	0	4.553
TFR	(1.240)	0	(1.240)
Altri fondi	(11.961)	0	(11.961)
CAPITALE INVESTITO NETTO	162.156	2.298	164.454
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	2.390	0	2.390
PATRIMONIO NETTO	159.765		162.063

I valori contabili delle attività e passività della Società al 30 giugno 2019 sono stati rettificati, se necessario, sulla base dei valori correnti stimati, come di seguito dettagliato:

- Le immobilizzazioni immateriali ammontano a € 11.553 migliaia e sono costituite da reti di distribuzione in concessione del gas e dell'energia elettrica e altre immobilizzazioni immateriali costituite principalmente da software. Si ritiene che il valore contabile sia rappresentativo del valore corrente. Il valore netto contabile delle reti di distribuzione in concessione del gas e dell'energia elettrica è stato verificato con il valore di rimborso delle stesse determinati da C.A.R.T. S.p.A. su incarico della Società alla data di riferimento del 31 dicembre 2017¹, aggiornati alla data di riferimento del 30 giugno 2019 da parte del management della Società con i successivi investimenti, disinvestimenti e ammortamenti, in base alle linee guida definite dal Ministero dello Sviluppo Economico (si veda Allegato A per il

¹ Si segnala che le perizie redatte da C.A.R.T. S.p.A. non vengono allegare alla presente Relazione ma sono disponibili presso la Società o lo Scrivente.

sommario dei valori) e i due valori sono risultati allineati e pertanto non è stato necessario effettuare alcuna rettifica.

- Le immobilizzazioni materiali ammontano a € 166.566 migliaia, costituite dalle reti di distribuzione del gas e dell'energia elettrica, oltre ad altre immobilizzazioni materiali. Il valore netto contabile delle immobilizzazioni materiali relative agli impianti di distribuzione gas metano, pari a € 140.346 migliaia, è stato rettificato, laddove necessario, sulla base dei relativi valori di rimborso delle stesse determinati da C.A.R.T. S.p.A. su incarico della Società alla data di riferimento del 31 dicembre 2017¹, aggiornati alla data di riferimento del 30 giugno 2019 da parte del management della Società in base alle linee guida definite dal Ministero dello Sviluppo Economico, pari a € 143.369 migliaia (si veda Allegato A per il sommario dei valori); il valore netto contabile delle reti di distribuzione elettrica, pari a € 18.929 migliaia, risulta rappresentativo del valore corrente sulla base delle indicazioni ricevute dal management (si veda Allegato A per il sommario dei valori).

Sul maggior valore delle reti di distribuzione del gas è stato calcolato l'effetto fiscale di € 726 migliaia moltiplicando la plusvalenza calcolata sul valore di rimborso delle immobilizzazioni rispetto al valore netto contabile delle stesse per l'aliquota IRES del 24%.

- Il capitale circolante netto ammonta a € 4.553 migliaia ed è costituito dal magazzino, da crediti commerciali, altre attività correnti (composto da crediti per imposte e ratei e risconti attivi), da debiti commerciali e altri passività correnti (debiti per imposte e altri debiti). Si ritiene che i valori contabili siano rappresentativi dei valori correnti.
- Il TFR e gli altri fondi ammontano rispettivamente a € 1.240 e € 11.961. I fondi sono costituiti dai fondi di quiescenza e dai fondi rischi. Si ritiene che i valori contabili siano rappresentativi dei valori correnti.
- La posizione finanziaria netta ammonta a € 2.390 ed è costituita da debiti verso banche, al netto dei crediti finanziari derivanti dai crediti verso AEB per cash pooling e delle disponibilità liquide. Si ritiene che i valori contabili siano rappresentativi dei valori correnti.

Si è ritenuto opportuno non considerare la presenza di un extra-valore immateriale rispetto ai valori correnti dei beni della Società, in particolare le reti di distribuzione, in considerazione del fatto che le concessioni in essere della Società sono per la maggior parte in proroga (ad esclusione dei comuni di Albiate, Cesate, Renate e Truggio, e di Seregno per quanto riguarda la sola rete elettrica), e non si può avere pertanto visibilità sul fatto che la Società possa vincere o meno le relative gare d'appalto una volta che saranno indette. Si è ritenuto quindi opportuno basarsi prudenzialmente sul valore residuo delle reti e dei contratti che verrebbe rimborsato dal subentrante in caso di perdita delle gare.

Pertanto, sulla base delle analisi e delle considerazioni effettuate, il metodo del patrimonio netto rettificato porta ad un valore economico del patrimonio netto della Società al 30 giugno 2019 pari a € 162.063 migliaia.



Metodo di controllo: Metodo comparativo

Nella seguente tabella si riportano i risultati ottenuti nella valutazione della Società effettuata con il metodo di controllo, il metodo comparativo dei multipli di mercato sull'EBITDA:

RETIPIU' SRL

Metodo comparativo - Multipli di mercato su EBITDA

Migliaia di Euro

	Inferiore	Superiore
EBITDA 2018	16.512	
EV/EBITDA multiplo	9,27 x	10,37 x
Valore aziendale stimato	153.026	171.220
+/- Posizione finanziaria netta (+ Liquidità/ - Debito)	(2.390)	
+/- Normalizzazione posizione finanziaria netta	(2.091)	
- TFR	(1.240)	
Valore economico del patrimonio netto	147.305	165.499

Nell'applicazione della metodologia comparativa dei multipli di mercato è stato utilizzato l'EBITDA 2018, pari a € 16.512 migliaia, applicando multipli pari a 9,27x-10,37x, corrispondenti rispettivamente al valore del minimo e del primo quartile del campione di società comparabili selezionate (si veda l'Allegato B), in considerazioni delle minori dimensioni e marginalità della Società rispetto alle società comparabili utilizzate.

Al range di valore aziendale stimato così determinato, pari a € 153.026-171.220 migliaia, è stato sottratto il valore della posizione finanziaria netta alla Data di Riferimento, pari a € 2.390 migliaia, e la rettifica nella posizione finanziaria netta per la normalizzazione della stessa in considerazione del fatto che la stessa risente della stagionalità del business della Società, pari a € 2.091 migliaia, calcolata sulla base della media trimestrale della posizione finanziaria netta della Società dal 30 giugno 2018 al 30 giugno 2019 (si veda Allegato D) rispetto alla posizione finanziaria netta puntuale al 30 giugno 2019, ed il valore contabile del TFR alla Data di Riferimento, (che risulta in linea con il valore attuariale dello stesso), pari a € 1.240 migliaia, pervenendo ad un range di valore economico della Società pari a € 147.305-165.499 migliaia.

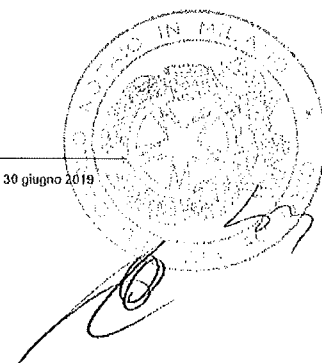
I valori così determinati con il metodo di controllo dei multipli di mercato supportano il valore individuato con il metodo principale del patrimonio netto rettificato, pari a € 162.063 migliaia, in quanto quest'ultimo si colloca all'interno del range sopra determinato. Si segnala inoltre che i multipli delle transazioni comparabili, riportati nell'Allegato C, supportano i multipli di mercato utilizzati.

Analisi valutativa delle Quote

Il valore economico della Società stimato con il metodo principale, il metodo del patrimonio netto rettificato, verificato con il metodo comparativo, è pari a € 162.063 migliaia. Di conseguenza, di seguito si riporta il calcolo del valore economico delle Quote dei singoli soci al 30 giugno 2019:

RetiPiù S.r.l. (30 giugno 2019)

Socio	Quote	Valore economico	
		%	quote
AEB S.p.A.	60.700.151,59	73,530%	119.166.270,01
Gestioni Sertifi Desto S.r.l.	5.616.141,19	6,803%	11.025.584,37
GELSA S.r.l.	43.445,00	0,053%	85.291,20
ASSP S.p.A.	5.781.714,45	7,004%	11.350.637,08
Comune di Bozio Masclago	73.418,81	0,089%	144.135,69
Comune di Cesano Maderno	586.276,38	0,719%	1.150.875,28
Comune di Varedo	69.142,02	0,084%	135.739,32
Comune di Livorno	9.341.840,43	11,317%	18.340.657,60
Comune di Issa Milanese	189.257,50	0,228%	371.559,53
Comune di Biassone	86.515,99	0,117%	189.597,57
Comune di Macherio	52.539,05	0,064%	103.144,45
Totale	82.550.607,69	100,000%	182.063.600,00



Sezione 06

Conclusioni

Conclusioni

Sulla base delle analisi e delle considerazioni contenute nella presente Relazione, e con riferimento alla data del 30 giugno 2019, lo Scrivente ritiene che il valore economico della Società sia pari a € 162.063.000,00 (centosessantaduemilionsessantatremila/00 Euro), come determinato con il metodo del patrimonio netto rettificato verificato con il metodo comparativo.


Pertanto, alla data del 30 giugno 2019, il valore delle Quote dei singoli soci della Società è riportato nella seguente tabella:

RetiPù S.r.l. (30 giugno 2019)

Socio	Quote	%	Valore economico quote
AEB S.p.A.	60.700.167,68	73,630%	119.169.278,01
Gestioni Sertzi Desio S.r.l.	5.616.141,19	6,893%	11.025.584,37
GELSIA S.r.l.	43.445,03	0,053%	85.291,20
ASSP S.p.A.	5.781.714,45	7,043%	11.350.637,09
Comune di Bedello Mast lago	73.418,91	0,093%	144.335,69
Comune di Varisio	588.276,39	0,710%	1.150.075,28
Comune di Varese	69.142,02	0,084%	135.739,32
Comune di Lissone	8.341.010,43	11,317%	18.310.057,60
Comune di Nova Milanese	189.262,60	0,229%	371.659,63
Comune di Bassone	96.676,99	0,117%	189.597,57
Comune di Macherio	52.639,06	0,064%	103.144,46
Totale	82.550.697,69	100,000%	162.063.000,00

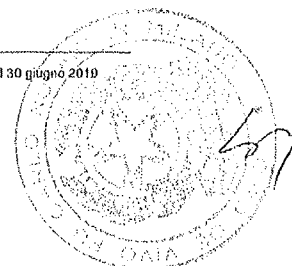
Ciò detto, lo Scrivente attesta, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b) del Codice Civile che, la Conferitaria potrà dare corso ad aumenti del capitale sociale e all'iscrizione di eventuali sovrapprezzi in relazione alle Quote conferite per un ammontare non superiore al valore economico delle Quote conferite sopra indicato.

Milano, 12 novembre 2019

In fede,


Enrico Rovere

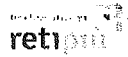
Managing Director

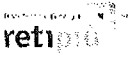


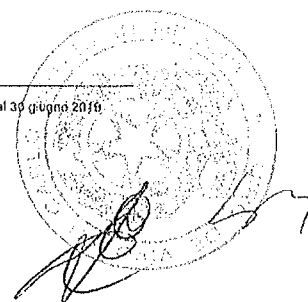
Sezione 07

Allegati

ALLEGATO A: VALORI DI RIMBORSO RETI AL 30 GIUGNO 2019

	PATRIMONIO NETTO al 30 giugno 2019 - Gas Metano	V.l. al 30 giugno 2019 - Gas Metano	Classificazione a Bilancio 30/06/2019 - Immobilizzazioni Immateriali	Classificazione a Bilancio 30/06/2019 - Immobilizzazioni Materiali
ALBIATE	2.050.788	2.050.788	2.047.569	3.219
AROSIO	415.202	282.160		415.202
BOVISIO MASCIAGO	6.247.591	6.049.381		6.247.591
CABIANE	3.700.519	3.155.084		3.700.519
CARUGO	372.383	201.979		372.383
CESATE	2.631.248	2.631.248	2.629.060	2.188
CESANO MADERNO	12.319.927	13.553.114		12.319.927
DESIO	14.036.533	10.610.570		14.036.533
FIGINO	659.020	641.827		659.020
GIUSSANO	9.621.047	10.955.312		9.621.047
LENTATE SUL SEVESO	3.839.707	4.077.987		3.839.707
LIMBIATE	10.381.658	12.642.227		10.381.658
LISSONE	17.421.172	15.551.307		17.421.172
MACHERIO	2.084.173	3.618.777		2.084.173
MEDA	9.190.162	10.450.723		9.190.162
MUGGIO'	4.142.663	3.371.866		4.142.663
NOVA MILANESE	3.012.179	4.127.882		3.012.179
RENATE	1.283.494	1.283.494	1.281.308	2.188
SEREGNO	17.902.669	17.504.268	39.654	17.864.035
SEVESO	9.017.057	8.416.755		9.017.057
SOVICO	4.528.257	4.546.662		4.528.257
TREZZO SULL'ADDA	5.139.673	7.692.981		5.139.673
TRIUGGIO	2.323.126	2.323.126	2.323.126	
VAREDO	6.344.972	5.943.377		6.344.972
Totale complessivo	148.665.248	151.688.874	8.319.715	140.345.533

	PATRIMONIO NETTO al 30 giugno 2019 - Energia Elettrica	V.l. al 30 giugno 2019 - Energia Elettrica	Classificazione a Bilancio 30/06/2019 - Immobilizzazioni Immateriali	Classificazione a Bilancio 30/06/2019 - Immobilizzazioni Materiali
SEREGNO	20.561.401	20.561.401	1.632.282	18.929.119
Totale complessivo	20.561.401	20.561.401	1.632.282	18.929.119



ALLEGATO B: MULTIPLI DI MERCATO

RETIPIU' SRL

Metodo comparativo - Multipli di mercato

Data di Valutazione: 30 giugno 2019

Millioni di Euro

Società	Display Currency	Market Capitalization	Enterprise Value	EBITDA / Revenue 2018
Italgas S.p.A.	EUR	4.780	8.543	57,1%
Terna - Rete Elettrica Nazionale Società per Azioni	EUR	11.256	19.637	71,1%
Snam S.p.A.	EUR	14.104	23.952	80,7%
Mediana		11.256	19.637	71,1%
Media		10.047	17.377	69,6%
Primo Quartile		8.018	14.090	64,1%
Terzo Quartile		12.680	21.794	75,9%
Massimo		14.104	23.952	80,7%
Minimo		4.780	8.543	57,1%
RETIPIU' SRL				47,7%

Società	Enterprise Value as a Multiple of 2018 EBITDA
Italgas S.p.A.	9,27x
Terna - Rete Elettrica Nazionale Società per Azioni	12,04x
Snam S.p.A.	11,47x
Mediana	11,47x
Media	10,93x
Primo Quartile	10,37x
Terzo Quartile	11,76x
Massimo	12,04x
Minimo	9,27x
Multiple selezionato (minimo)	9,27x
Multiple selezionato (massimo)	10,37x

Fonte: elaborazioni su dati Capital IQ

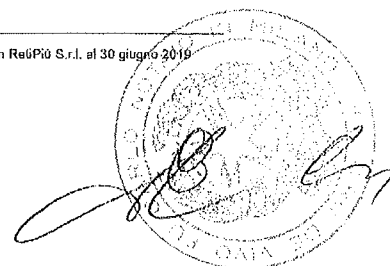
ALLEGATO C: MULTIPLI DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI

RETIPIU' SRL

Multipli delle transazioni comparabili

Target	Acquirente	Data chiusura	Enterprise Value (€ mln)	EV/EBITDA
Pascara Distribuzione Gas Srl (51% Stake)	Acea SpA	11/10/2018	42,3	23,1 x
Gas Natural Vendita Italia S.p.A.	Edison S.p.A.	13/10/2017	263,0	13,0 x
Italgas S.p.A. (86,5% Stake)	Snam SpA (Shareholders)	29/06/2016	5.133,1	6,9 x
Selgas Net SpA (51% Stake)	TIGAS-Erdgas Tirol GmbH	13/08/2016	47,0	6,3 x
Acam Clienti Spa (51% Stake)	Eri S.p.A.	26/02/2014	29,6	7,8 x
Zi Rete Gas SpA (14,8% Stake)	Ardian; F2i SGR SpA	06/12/2013	2.117,0	7,6 x
GG RETEGAS S.p.A.	Ardian; F2i SGR SpA	06/06/2011	772,0	9,6 x
Unigas Distribuzione s.r.l. (48,86% Stake)	Ascopiave SpA	28/10/2010	55,1	15,3 x
Zi Rete Gas SpA (80% Stake)	Ardian; F2i SGR SpA	29/05/2009	1.844,6	11,5 x
Italgas S.p.A.	Snam SpA	12/02/2009	4.206,0	9,1 x
AMG Gas srl (80% Stake)	Edison S.p.A.	07/10/2008	34,8	n.s.
Edigas Esercizio Distribuzione Gas s.r.l.; Edigas Due s.r.l.	Ascopiave SpA	11/04/2008	35,9	17,7 x
Serenissima Gas (71,44% Stake); Serenissima Energia (71,44% Stake)	Acsm-Agam S.p.A.	30/10/2006	22,8	n.d.
Siciliana Gas s.p.a. (50% Stake)	Eri S.p.A.	13/01/2006	143,1	6,6 x
E.ON Vendita S.p.A.; Societa Sineo	Eri S.p.A.	16/12/2005	37,0	n.d.
Metanodotti Trentini Srl; Metanodotti Padani Spa; EasyGas Srl	Eri S.p.A.	29/07/2005	21,8	7,3 x
Media				10,9 x
Media corretta				10,2 x
Mediana				9,1 x
Minimo				6,3 x
Massimo				23,1 x

Fonte: elaborazioni su dati Mergermarket



ALLEGATO D: POSIZIONE FINANZIARIA NETTA TRIMESTRALE

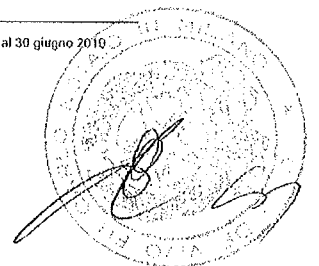
Denaro e altri valori in cassa	4	4	3	2	3
Depositi bancari e postali	1.593	1.593	1.597	1.597	1.596
Crediti verso controllante a breve termine	1.326	8.230	3.225	1.786	4.938
Debiti verso banche a breve	(1.956)	(1.972)	(1.992)	(1.991)	(1.994)
Debiti verso altri finanziatori a breve	(282)	(282)	(286)	(286)	(289)
Debiti verso controllante a breve termine	-	-	-	-	-
PFN corrente	685	7.573	2.547	1.107	4.254
Debiti verso banche a medio lungo termine	(7.570)	(6.828)	(6.561)	(5.828)	(5.576)
Debiti verso altri a medio lungo termine	(1.357)	(1.357)	(1.213)	(1.213)	(1.068)
PFN non corrente	(8.927)	(8.185)	(7.774)	(7.041)	(6.644)
PFN TOTALE	(8.242)	(612)	(5.227)	(5.934)	(2.390)

DUFF & PHELPS

Duff & Phelps Holding S.r.l.
Via Monte Rosa, 91
20149 Milano (MI)
Italia

Tel. +39 02 46712360

Enrico.Rovere@duffandphelps.com
www.duffandphelps.com



N. 54979 di Rep. -----

----- VERBALE DI ASSEVERAZIONE -----

----- REPUBBLICA ITALIANA -----

L'anno duemiladiciannove, il giorno dodici del mese di novembre -----

----- 12 novembre 2019 -----

In Milano, nel mio studio in Largo Donegani, 2 -----

Avanti a me dr. **Ciro de Vivo**, notaio residente in Milano, iscritto presso il locale Collegio Notarile, è comparso il dottor: -----

- **ROVERE Enrico**, nato a Biella il 28 luglio 1964, domiciliato a Milano (MI), via Monti n. 8, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Biella al n. 327/A e al Registro Revisori Legali al n. 166025, D.M. 27 aprile 2012, G.U. n. 37 del 15 maggio 2012, ----- della cui identità personale io notaio sono certo, il quale mi presenta relazione di stima ex art. 2343-ter c.c., comma 2, lettera b, del valore economico delle quote detenute dai soci al 30 giugno 2019 nel capitale sociale della società "**RetiPiù S.r.l.**", con sede in Seregno (MB), via Palestro n. 33, iscritta al competente registro delle imprese al numero 04152790962. -----

Aderendo alla fattami richiesta ammonisco a sensi di legge il comparente il quale presta quindi il giuramento di rito ripetendo la formula "Giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni a me affidate e di non avere avuto altro scopo che quello di far conoscere al giudice la verità". -

Di questo atto, in parte dattiloscritto da persona di mia fiducia ed in parte scritto di mio pugno su una facciata di un foglio, ho dato lettura al comparente, che lo approva e con me Notaio lo sottoscrive. -----

Enrico Rovere

C. de Vivo

