



Professor Enrico Cotta Ramusino

Operazione di scissione parziale del compendio costituito dal ramo gas Unareti Spa e dalla partecipazione del 100% in A2A Illuminazione Pubblica da Unareti Spa in Ambiente Energia Brianza Spa

Relazione ai sensi degli articoli 2501-sexies e 2506-ter, comma 3 codice civile

18 marzo 2020

Indice

1. Oggetto e natura dell'incarico, struttura dell'operazione, società partecipanti e ragioni industriali alla base della medesima
2. la documentazione esaminata dallo scrivente e le modalità di svolgimento dell'incarico
3. Assunzioni e limitazioni della presente Relazione
4. L'esame dei documenti di valutazione prodotti dagli advisors finanziari
 - 4.1 L'esame delle metodologie di valutazione utilizzate
 - 4.2 Le proiezioni economico finanziarie poste alla base della valutazione
 - 4.3 Le modalità di determinazione del costo medio ponderato del capitale (Wacc) applicato nella valutazione da parte dei due advisors
 - 4.4 Esame comparato delle valutazioni delle singole società / rami oggetto dell'operazione operate dai due advisors
 - 4.5 Le conclusioni tratte dagli advisors finanziari ad esito del processo valutativo
 - 4.5. Le analisi di sensitività
5. Considerazioni riassuntive dello scrivente ad esito delle analisi condotte
6. Conclusioni

2

Appendici e Allegati

Appendice A: Prospetti riepilogativi delle proiezioni finanziarie e delle valutazioni degli advisors finanziari

Appendice B: Prospetti di analisi della sensitività dei risultati

Allegato 1: Decreto di nomina del Tribunale di Milano

1. Oggetto e natura dell'incarico, struttura dell'operazione, società partecipanti e ragioni industriali alla base della medesima

Le società Ambiente Energia Brianza Spa (d'ora innanzi AEB) e Unareti Spa (d'ora innanzi Unareti), hanno depositato, in data 5 febbraio 2020, istanza comune per la designazione di un esperto ai fini della redazione della Relazione ai sensi degli articoli 2501-sexies e 2506-ter, terzo comma codice civile, nella prospettiva della scissione da parte di Unareti alla società beneficiaria AEB.

Il Tribunale di Milano, con Decreto del 28 febbraio (Allegato 1) ha nominato, quale esperto comune per le due nominate società, il sottoscritto, Professor Enrico Cotta Ramusino, che ha immediatamente iniziato il proprio lavoro ponendosi in contatto con i vertici dei due Gruppi interessati dall'operazione.

L'operazione per la quale è stato disposto l'incarico allo scrivente è un'operazione di scissione articolata, come emerge dal progetto di scissione approvato dai consigli di amministrazione delle due società coinvolte, in estrema sintesi, nei seguenti passaggi:

- 1) in primo luogo verrà effettuato il trasferimento del 100% del capitale sociale di A2A Illuminazione Pubblica Srl (di seguito, A2A IP) da A2A Spa a Unareti, società posseduta al 100% da A2A Spa;
- 2) in secondo luogo verrà effettuata la scissione parziale di Unareti in favore di AEB del seguente compendio:
 - a) il ramo d'azienda relativo alla distribuzione del gas di Unareti, comprendente circa 79.000 PdR (punti di riconsegna) localizzati nelle province di Bergamo e Milano (di seguito il Ramo Distribuzione Gas), e
 - b) la Partecipazione totalitaria in A2A IP precedentemente acquisita (come da precedente punto 1) da parte di Unareti da A2A Spa.

Successivamente all'efficacia della Scissione, perfezionando così il disegno industriale sotteso alla medesima, AEB effettuerà il conferimento in natura del Ramo Distribuzione Gas ricevuto per effetto di detta Scissione in RetiPiù Srl, controllata dalla stessa AEB e attiva nel medesimo mercato.

Nell'ambito dell'operazione della quale si tratta, dunque, Unareti rappresenta la società scissa e AEB la società beneficiaria della scissione

stessa. I consigli di amministrazione delle due società partecipanti alla scissione hanno approvato, in data 27 gennaio 2020, il progetto comune di scissione che, tra l'altro, prevede quanto segue:

- la società beneficiaria aumenterà il proprio capitale sociale per un importo complessivo pari ad € 9.917.375,00;
- il capitale sociale della società beneficiaria verrà suddiviso in due categorie di azioni denominate azioni di categoria A e azioni di categoria B;
- il capitale sociale verrà suddiviso in 1.194.955.750 azioni: 794.441.950 azioni di categoria A e 400.513.800 azioni di categoria B;
- il socio della società scissa riceverà, a fronte degli asset apportati alla beneficiaria, tutte le nuove azioni di categoria B (400.513.800);
- i soci attuali della società AEB riceveranno 725 nuove azioni di categoria A per ogni vecchia azione ordinaria posseduta.

Per effetto di queste operazioni, la struttura proprietaria di AEB muterà, nel modo di seguito descritto.

Oggi la proprietà della società è distribuita tra numerosi comuni della Brianza, secondo le percentuali riportate nella tabella che segue:

| Azionista AEB | % | Numero azioni | Valore nominale azioni (eur) |
|----------------------------|-------------|------------------|------------------------------|
| Seregno | 54,859% | 601.132 | 60.113.200 |
| Lissone | 10,068% | 110.327 | 11.032.700 |
| Gestione Servizi Desio SpA | 5,296% | 58.034 | 5.803.400 |
| ASSP SpA | 5,163% | 56.577 | 5.657.700 |
| Limbiate | 4,151% | 45.484 | 4.548.400 |
| Seveso | 3,334% | 36.536 | 3.653.600 |
| Trezzo sull'Adda | 2,808% | 30.771 | 3.077.100 |
| Giussano | 2,515% | 27.555 | 2.755.500 |
| Meda | 2,288% | 25.068 | 2.506.800 |
| Varedo | 2,229% | 24.429 | 2.442.900 |
| Sovico | 1,600% | 17.529 | 1.752.900 |
| Cesano Maderno | 1,796% | 19.675 | 1.967.500 |
| Bovisio Masciago | 1,323% | 14.494 | 1.449.400 |
| Cabiate | 0,379% | 4.148 | 414.800 |
| Biassono | 0,250% | 2.742 | 274.200 |
| Nova Milanese | 0,204% | 2.234 | 223.400 |
| Ceriano Laghetto | 0,100% | 1.094 | 109.400 |
| Verano Brianza | 0,032% | 350 | 35.000 |
| Carate Brianza | 0,026% | 282 | 28.200 |
| Besana in Brianza | 0,015% | 159 | 15.900 |
| Cesate | 0,007% | 75 | 7.500 |
| Albiate | 0,001% | 10 | 1.000 |
| Briosco | 0,001% | 10 | 1.000 |
| Cogliate | 0,001% | 10 | 1.000 |
| Misinto | 0,001% | 10 | 1.000 |
| Rovello Porro | 0,001% | 10 | 1.000 |
| Veduggio con Colzano | 0,001% | 10 | 1.000 |
| Renate | 0,001% | 10 | 1.000 |
| Triuggio | 0,001% | 10 | 1.000 |
| Barlassina | 0,001% | 10 | 1.000 |
| Azioni proprie | 1,551% | 16.997 | 1.699.700 |
| Totale | 100% | 1.095.782 | 109.578.200 |

Ai fini dell'operazione di scissione, come meglio dettagliato nella tabella che segue e illustrato nelle pagine successive:

- il valore economico del Gruppo AEB è stato concordato tra le parti in 309.060.000 euro a fronte di un patrimonio netto contabile rettificato pari a 248.448.094 euro;
- il valore economico del ramo d'azienda di Unareti oggetto di scissione (il "Ramo Unareti", inclusivo del ramo distribuzione gas e della partecipazione al 100% in A2A Illuminazione Pubblica) è stato concordato tra le parti in 155.811.000 euro a fronte di un Patrimonio Netto contabile rettificato di 22.254.036 euro.

| | patrimonio netto | valore economico ai fini della scissione |
|--------------------|------------------|--|
| AEB | 248.448.094 | 309.060.000,0 |
| Ramo Unareti | 22.254.036 | 155.811.000 |
| AEB post scissione | 270.702.130 | 464.871.000 |

Il valore complessivo del Patrimonio Netto della AEB pro-forma post operazione, alla data del 30/9/19, sarà pari a 270.702.130 euro a fronte di un valore economico di 464.871.000 euro.

Per effetto della attribuzione al socio della società scissa delle nuove azioni di categoria B e dell'attribuzione ai vecchi soci di AEB delle nuove azioni di tipo A in emissione (secondo il rapporto sopra esposto), la nuova struttura proprietaria della società risulterà essere quella riportata nella tabella che segue.

| azionisti AEB | numero azioni post scissione | quote % | tipo |
|----------------------------|------------------------------|------------------|------|
| Seregno | 435.820.700 | 36,4717% | A |
| Lissone | 79.987.075 | 6,6937% | A |
| Gestione Servizi Desio SpA | 42.074.650 | 3,5210% | A |
| ASSP SpA | 41.018.325 | 3,4326% | A |
| Limbiate | 32.975.900 | 2,7596% | A |
| Seveso | 26.488.600 | 2,2167% | A |
| Trezzo sull'Adda | 22.308.975 | 1,8669% | A |
| Giussano | 19.977.375 | 1,6718% | A |
| Meda | 18.174.300 | 1,5209% | A |
| Varedo | 17.711.025 | 1,4821% | A |
| Sovico | 12.708.525 | 1,0635% | A |
| Cesano Maderno | 14.264.375 | 1,1937% | A |
| Bovisio Masciago | 10.508.150 | 0,8794% | A |
| Cabiate | 3.007.300 | 0,2517% | A |
| Biassono | 1.987.950 | 0,1664% | A |
| Nova Milanese | 1.619.650 | 0,1355% | A |
| Ceriano Laghetto | 793.150 | 0,0664% | A |
| Verano Brianza | 253.750 | 0,0212% | A |
| Carate Brianza | 204.450 | 0,0171% | A |
| Besana in Brianza | 115.275 | 0,0096% | A |
| Cesate | 54.375 | 0,0046% | A |
| Albate | 7.250 | 0,0006% | A |
| Briosco | 7.250 | 0,0006% | A |
| Cogliate | 7.250 | 0,0006% | A |
| Misinto | 7.250 | 0,0006% | A |
| Rovello Porro | 7.250 | 0,0006% | A |
| Veduggio con Colzano | 7.250 | 0,0006% | A |
| Renate | 7.250 | 0,0006% | A |
| Triuggio | 7.250 | 0,0006% | A |
| Barlassina | 7.250 | 0,0006% | A |
| Azioni proprie | 12.322.825 | 1,0312% | A |
| A2A | 400.513.800 | 33,5170% | B |
| Totale | 1.194.955.750 | 100,0000% | |

Da queste previsioni emerge il rapporto di cambio, determinato, ad esito delle deliberazioni degli organi amministrativi delle due società come

illustrato nei due prospetti che seguono, il primo riferito alle azioni e il secondo ai valori attribuiti ad AEB ed al compendio di A2A scisso in favore di AEB:

| | |
|--|---------------|
| suddivisione del CS in | numero |
| azioni di categoria A detenute dai soci della società beneficiaria | 794.441.950 |
| azioni di categoria B, attribuite al socio della società scissa | 400.513.800 |
| numero totale azioni | 1.194.955.750 |
| peso percentuale delle azioni di categoria B | 33,52% |

| | |
|-------------------------------------|-------------|
| valore di AEB prima della scissione | 309.060.000 |
| valore dell'apporto di A2A | 155.811.000 |
| valore di AEB post scissione | 464.871.000 |
| percentuale dei vecchi soci di AEB | 66,48% |
| percentuale di A2A | 33,52% |

In sintesi, gli accordi tra le parti e le deliberazioni degli organi sociali che, conseguentemente, hanno definito la struttura dell'operazione, si fondano su un rapporto di cambio derivante dalla valorizzazione di due distinti oggetti:

- la società AEB valutata prima dell'operazione;
- il compendio scisso da A2A a favore della medesima AEB.

Tale rapporto, considerata la struttura dell'operazione, implica una duplice valorizzazione, quella degli apporti effettuati dalla scissa alla beneficiaria e quello del valore ante operazione della beneficiaria medesima.

Lo scrivente, in quanto esperto nominato dal Tribunale di Milano, deve, con la presente Relazione, esprimere il proprio parere indipendente in merito alla congruità del rapporto di cambio come sopra descritto.

Tale rapporto di cambio, alla fine oggetto di deliberazione degli organi amministrativi delle due società coinvolte, è stato determinato attraverso un processo articolato in più fasi, di seguito descritte.

In primo luogo l'operazione è stata inizialmente valutata dai vertici delle due società coinvolte sotto il profilo della valenza strategica e dei vantaggi consentiti dall'ipotesi di aggregazione, da realizzarsi per il tramite della scissione.

Vale al proposito fare riferimento alla Lettera di Intenti firmata dalle parti, A2A, capogruppo e controllante totalitaria di Unareti Spa, e AEB, in data 17 ottobre 2019, a valle di una lettera di Manifestazione di Interesse inviata da A2A ad AEB il 15 ottobre.

Nella Lettera di Intenti si illustrano i razionali e i potenziali vantaggi dell'operazione. Quella prospettata da A2A e successivamente approfondita nel confronto tra le parti si presenta come un'operazione di aggregazione in grado di rendere AEB maggiormente competitiva, grazie al supporto di A2A e in grado di aggregare, in prospettiva, altre realtà in territori contigui.

A partire dalla firma della Lettera di Intenti, le due parti hanno iniziato un confronto finalizzato a definire la struttura della partnership, le linee guida strategiche e di governance, i termini economici della stessa. Sono stati in questa fase aperti 'tavoli di consultazione' ove sono state condivise le informazioni relative alle differenti aree di business coinvolte nell'operazione di aggregazione.

In questa attività di confronto, i vertici aziendali delle due parti e il rispettivo management si sono valse del supporto di consulenti incaricati di svolgere e approfondire analisi di carattere strategico.

In particolare, A2A Spa, controllante totalitaria della società scissa ha incaricato a questo scopo PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. - "Divisione E&U Deals Strategy" - (d'ora innanzi PwC E&U) di svolgere una attività di supporto finalizzata ad identificare le prospettive di sviluppo a medio lungo termine degli asset che, in conseguenza dell'operazione di scissione, sarebbero stati trasferiti in AEB.

Analogo incarico è stato conferito da AEB alla società di consulenza Roland Berger. Le proiezioni economiche e finanziarie poste alla base del processo valutativo che ha condotto alla determinazione del rapporto di cambio concordato tra le parti sono state finalizzate dal management delle società con il supporto degli advisors strategici.

Proseguendo le attività sopra menzionate, il confronto tra le parti ha identificato, attraverso un processo di negoziazione, quelli che avrebbero potuto essere identificati come termini finali dell'operazione, in particolare i

perimetri societari interessati e la loro valorizzazione, che ha condotto al valore di cambio, emerso nella misura sopra indicata.

L'identificazione di un rapporto di cambio condiviso tra le parti ha successivamente richiesto una verifica, di carattere economico finanziario, in merito alla congruità dello stesso, a supporto degli organi amministrativi, in vista dell'approvazione da parte dei medesimi.

A2A Spa ha incaricato a questo scopo PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. – Divisione Corporate Finance (d'ora in avanti PwC) - di fornire un supporto professionale finalizzato a valutare la ragionevolezza, sotto il profilo economico finanziario, dei rapporti di cambio concordati. PwC ha conseguentemente emesso la *Fairness Opinion* datata 27 gennaio 2020.

AEB, in questa seconda fase incaricato la società Duff & Phelps Holding Srl (d'ora innanzi Duff & Phelps, ovvero D&P) di predisporre analogo parere di congruità, dal punto di vista finanziario, dei rapporti di cambio individuati tra A2A e i soci AEB nel progetto di Aggregazione da perfezionarsi con la scissione sopra descritta. Il consulente incaricato ha emesso, nella medesima data del 27 gennaio 2020, il *Parere di congruità sui rapporti di cambio tra AEB e A2A in merito ad una possibile operazione di aggregazione*.

Lo scrivente ha esaminato approfonditamente il lavoro svolto dagli advisor nominati e ne darà conto nei successivi paragrafi.

Le due società che si avviano a realizzare l'operazione sopra descritta hanno in comune tratti che riguardano l'attività svolta e l'assetto proprietario, che vede la partecipazione, diretta o indiretta, di enti locali, interessati alla ottimizzazione dei servizi resi nei territori di rispettiva competenza.

Unareti è attiva, tra gli altri, nei settori della distribuzione del gas e dell'energia elettrica, con una gestione integrata dei due servizi.

AEB è attiva, tra gli altri, nei settori della gestione di farmacie comunali, nella gestione di impianti sportivi, nella gestione lampade votive, nella gestione di rete idrica.

AEB detiene inoltre alcune partecipazioni - di controllo totalitario, di maggioranza e di minoranza - in alcune società che operano in segmenti di

attività affini e potenzialmente interessati dall'operazione; in particolare, si tratta delle seguenti:

- la partecipazione pari del 99,936%¹ in RetiPiù Srl, società attiva nei settori della distribuzione di gas metano ed energia elettrica, nonché dell'illuminazione pubblica;
- la partecipazione del 100% in Gelsia S.r.l., attiva nei settori di fornitura di gas metano ed energia elettrica, produzione di energia elettrica e termica, teleriscaldamento e gestione calore;
- la partecipazione del 70% di Gelsia Ambiente S.r.l., società attiva nel settore dell'igiene urbana (raccolta e smaltimento rifiuti, pulizia strade);
- la partecipazione del 7,18% di Sinergie Italiane S.r.l. in liquidazione.

Le ragioni industriali dell'operazione in esame sono individuabili nella volontà, da parte delle due società partecipanti alla Scissione, di intraprendere un progetto comune di sviluppo, avente come obiettivo principale la condivisione di linee strategiche di crescita volte – attraverso la valorizzazione delle singole società di settore, dei loro brand e del loro attuale presidio territoriale – alla realizzazione di sinergie commerciali,

industriali ed operative, tramite un'aggregazione industriale e societaria. Ad esito dell'operazione, AEB entrerà a far parte di un grande network di servizi multiutility quale quello di A2A che, a propria volta, potrà espandere la propria presenza anche in aree non ancora presidiate all'interno del territorio lombardo. AEB, ancora, potrà ulteriormente sviluppare le attività caratteristiche di RetiPiù Srl nel campo della distribuzione del gas e rafforzare le attività di gestione dell'illuminazione pubblica grazie al compendio – il ramo distribuzione gas e la partecipazione del 100% in A2A Illuminazione Pubblica - scisso da Unareti in suo favore.

L'operazione in oggetto contiene alcune significative previsioni riferibili alla governance della nuova entità nascente ad esito della scissione.

¹ Ai fini valutativi si è assunto che la partecipazione di AEB in RetiPiù sia totalitaria. Il residuo 0,064%, del quale è tuttora titolare il Comune di Macherio, verrà annullato attraverso una operazione di riduzione del capitale sociale – operazione già deliberata dall'assemblea dei soci di RetiPiù del 4 dicembre 2019 e in attesa di finalizzazione - e la liquidazione della partecipazione del comune di Macherio.

Lo si evince dall' Accordo Quadro siglato tra le parti il 27 gennaio 2020, dal nuovo statuto di AEB che il consiglio della medesima società ha deliberato di sottoporre alla prossima Assemblea dei soci per l'approvazione e dal Patto Parasociale tra A2A e il Comune di Seregno, attualmente socio di maggioranza di AEB, allegato all'Accordo Quadro approvato dai consigli di amministrazione delle società interessate dall'operazione.

Una prima previsione, su questo fronte, è che A2A, a fronte della partecipazione acquisita, pur non di maggioranza, avrà il governo della gestione operativa della nuova entità, assumendo la direzione e il coordinamento della stessa. Ancora, in virtù degli accordi intercorsi, A2A potrà procedere al consolidamento integrale della propria partecipazione e dei valori contabili della nuova entità nel proprio bilancio. A2A avrà diritto alla nomina dell'Amministratore Delegato che opererà all'interno di un consiglio di amministrazione costituito da dieci membri, cinque provenienti da una lista presentata dai soci detentori delle azioni di categoria B (A2A) e cinque provenienti da una lista presentata dai soci detentori delle azioni di categoria A (il comune di Seregno, che indicherà quattro dei membri tratti da questa lista, e gli altri comuni oggi soci, che indicheranno il quinto membro). Presidente e Vicepresidente del Consiglio di Amministrazione saranno nominati dai soci titolari di azioni di categoria A. Ai fini dell'assunzione delle delibere consiliari riferibili alla gestione corrente della società, la maggioranza sarà determinata, ove fosse necessario, dal voto doppio (casting vote) attribuito all'Amministratore Delegato. In relazione a numerose materie, quelle che, in sintesi, potremmo definire a più chiara valenza strategica², peraltro, le delibere del consiglio di amministrazione dovranno essere assunte con una maggioranza qualificata di otto consiglieri. Ad A2A competerà poi l'indicazione del presidente del collegio sindacale, mentre ai soci detentori delle azioni di categoria A è attribuito il potere di indicare gli altri due membri del collegio.

I diritti economici e patrimoniali delle due categorie di soci saranno proporzionati alle quote di capitale rispettivamente detenute, determinate in

² Dettagliatamente descritte nel Patto Parasociale tra A2A e il Comune di Seregno e nel nuovo statuto di AEB che il consiglio di amministrazione di AEB ha deliberato di sottoporre alla prossima Assemblea dei Soci per l'approvazione.

conseguenza del rapporto di cambio emergente dalla valorizzazione dei compendi coinvolti nell'operazione. Il Patto Parasociale menzionato contiene anche indicazioni in merito alla distribuzione degli utili.

Il primo Piano industriale della nuova entità, relativo al periodo temporale 2020 – 2024 sarà definito secondo un processo condiviso, come emerge dal Patto Parasociale. I consigli di amministrazione di AEB e Unareti hanno esaminato e approvato il documento 'Piano Strategico 2020 – 2024' (allegato all'Accordo Quadro) contenente le linee strategiche sulla base delle quali verrà definito il Piano Industriale medesimo.

2. la documentazione esaminata dallo scrivente e le modalità di svolgimento dell'incarico

A valle del conferimento dell'incarico, lo scrivente ha preso immediato contatto con gli esponenti delle società coinvolte nell'operazione, allo scopo di raccogliere le informazioni necessarie alla redazione della presente Relazione³.

Analoghi e ripetuti contatti sono stati intrattenuti con gli advisors che hanno assistito le parti nella configurazione e strutturazione dell'operazione, sia sul versante industriale che su quello finanziario.

Considerata la situazione di emergenza sanitaria in essere nel periodo nel quale sono stati svolti i lavori, i contatti sono avvenuti prevalentemente attraverso telefono e posta elettronica.

Ai fini informativi, lo scrivente ha fatto riferimento alla seguente documentazione:

- progetto di scissione approvato dagli organi amministrativi di Unareti e AEB il 27 gennaio 2020;
- relazione degli amministratori illustrativa del progetto di scissione approvata dal consiglio di amministrazione di AEB l'11 marzo 2020 e dal consiglio di amministrazione di Unareti il 13 marzo 2020;
- Accordo Quadro siglato dalle parti e approvato dagli organi amministrativi il 27 gennaio 2020;
- Piano Strategico 2020 – 2024, allegato G1 all'Accordo Quadro;
- Patto Parasociale tra A2A e il Comune di Seregno, allegato G2 all'Accordo Quadro;
- Nuovo Statuto di AEB (allegato G3 all'Accordo Quadro);
- *Fairness Opinion* emessa dall'advisor PwC in data 27 gennaio 2020;

³ Per A2A i contatti sono stati tenuti con il Dottor Lorenzo Giussani, responsabile dell'area Strategia. Nel corso dei lavori, contatti sono stati intrattenuti anche con il management di Unareti, in particolare con il Dottor Antonio Bagini e il Dottor Jacopo Cosso. Per AEB, i contatti sono stati intrattenuti con il Dottor Paolo Cipriano, Direttore Generale di AEB e Gelsia, l'Ingegnere Francesco Frisani, Direttore Pianificazione & Controllo di AEB, il Dottor Mario Carlo Borgotti, Direttore Generale di Reti Più, l'Ingegnere Antonio Capozza, Direttore Generale di Gelsia Ambiente, l'Avvocato Carlo Corneo, Responsabile Ufficio Legale di AEB.

- *Parere di congruità sui rapporti di cambio tra AEB e A2A in merito ad una possibile operazione di aggregazione, emesso dall'advisor Duff & Phelps in data 27 gennaio 2020;*

- in dettaglio, per le singole società e rami, i seguenti:

- per la società AEB

- Bilanci di esercizio 2016 – 2018;
- Situazione economica e patrimoniale al 30 settembre 2019;
- Budget triennale 2020 - 2022 e Piano economico finanziario 2019 - 2024 redatto con il supporto del consulente industriale Roland Berger, approvati dal Consiglio di Amministrazione del 21 gennaio 2020;
- Struttura dell'azionariato al 30 settembre 2019 e al 31 dicembre 2019;
- Perizie estimative degli immobili di via Piave Tagliamento, Via Corsica Briantina, via M D'Azeglio (Seregno) e via Dispersi in Guerra (Giussano), del 2014. Relazione illustrativa aggiornata dell'Arch. Carlini del 16 gennaio 2020;
- Parere redatto dal Professor Cortesi, gennaio 2020;
- ipotesi di dividendi distribuibili ai soci AEB;

- per la società Gelsia:

- Bilanci di esercizio 2016 – 2018;
- Situazione economica e patrimoniale al 30 settembre 2019;
- Budget triennale 2020 - 2022 e Piano economico finanziario 2019 - 2024 redatto con il supporto del consulente industriale Roland Berger, approvati dal Consiglio di Amministrazione del 20 gennaio 2020;
- Dichiarazione CSEA sull'importo da riconoscersi a titolo di rideterminazione delle tariffe;

- per la società Gelsia Ambiente:

- Bilanci di esercizio 2016 – 2018;
- Situazione economica e patrimoniale al 30 settembre 2019;
- Budget triennale 2020 - 2022 e Piano economico finanziario 2019 - 2028 redatto con il supporto del consulente industriale Roland Berger, approvati dal Consiglio di Amministrazione del 21 gennaio 2020;

- per la società RetiPiù:

- Bilanci di esercizio 2016 – 2018;

- Situazione economica e patrimoniale al 30 settembre 2019;
- Budget triennale 2020 - 2022 e Piano economico finanziario 2019 - 2024 redatto con il supporto del consulente industriale Roland Berger, approvati dal Consiglio di Amministrazione del 20 gennaio 2020;
- Determinazione del valore di rimborso relativo agli impianti di distribuzione gas metano della Società redatti da CART Spalla data di riferimento del 31 dicembre 2017;
- Tabella di sintesi dei valori netti contabili e di rimborso degli impianti di distribuzione gas metano ed energia elettrica alla date di riferimento del 30 settembre 2019, redatta dalla società secondo le linee guida ministeriali e sulla base della Perizia C.A.R.T., degli investimenti, disinvestimenti e ammortamenti nel periodo 31 dicembre 2017 - 30 settembre 2019;
- per la società A2A illuminazione Pubblica (A2A IP):
 - Bilanci di esercizio 2017 - 2019;
 - Situazione economica e patrimoniale al 30 settembre 2019
 - Piano economico finanziario 2019 - 2024 redatto con il supporto del consulente industriale PwC E&U;
 - ipotesi di dividendi distribuibili ai soci A2A IP;
- per il Ramo distribuzione gas:
 - Situazione patrimoniale al 30 settembre 2019 approvata dal consiglio di amministrazione della società Unareti del 27 gennaio 2020;
 - Piano economico finanziario 2019 - 2024 redatto con il supporto del consulente industriale PwC E&U approvato dal consiglio di amministrazione della società Unareti del 27 gennaio 2020;
 - Nota predisposta dalla società in risposta alle informazioni richieste dallo scrivente in tema di modalità di stima del valore di rimborso;
 - Bando di gara per l'ambito Bergamo 2 pubblicato il 13 dicembre 2019 dalla stazione appaltante comune di Lovere.

Lo scrivente mantiene tra le proprie carte di lavoro tutta la documentazione utilizzata ai fini della redazione della presente Relazione. Lo scrivente allega alla presente Relazione cartacea le Appendici 1 e 2 e il Decreto di nomina del Tribunale di Milano.

3. Assunzioni e limitazioni della presente Relazione

La presente Relazione è predisposta sulla base dell'incarico disposto dall'Ill.mo Tribunale di Milano, ai sensi degli articoli 2501-sexies e 2506-ter, terzo comma codice civile. La Relazione dell'esperto ivi prevista deve fornire un parere indipendente sulla congruità del rapporto di cambio tra due compendi aziendali e, per conseguenza, in merito alla congruità delle valorizzazioni che hanno condotto alla determinazione del rapporto di cambio medesimo.

Giova ricordare, come noto agli studiosi e ai professionisti di questa materia, come la valutazione delle aziende non sia una 'scienza esatta', nella quale il risultato finale si determina in modo automatico in virtù dell'applicazione di predefiniti algoritmi di calcolo, alimentati da input univocamente determinabili.

La valutazione deve essere operata secondo criteri di razionalità, selezionando una metodologia che abbia un solido fondamento teorico e che trovi riscontro applicativo nella migliore prassi professionale; deve essere alimentata attraverso input ragionevolmente determinati, con ciò intendendo che le grandezze sulle quali si fonda il processo valutativo debbono fornire possibilità di riscontro pratico; deve inoltre esprimere profili di coerenza rispetto alle finalità per le quali è operata. Nel caso di specie, trattandosi di valutazioni finalizzate a realizzare una aggregazione, attraverso una scissione, che determina l'emergere di un rapporto di cambio tra compendi aziendali, le valutazioni medesime debbono esprimere un profilo di coerenza, declinato attraverso, ove possibile, una medesima metodologia e l'assunzione di ipotesi per quanto possibile comuni.

La metodologia applicata nel caso di specie, dagli advisors che hanno prodotto i pareri di congruità a favore delle parti che daranno vita all'operazione è quella del Discounted Cash Flow (DCF) che fonda la determinazione del valore aziendale sui flussi finanziari futuri che l'azienda è reputata in grado di produrre.

Come si vedrà nel seguito, i risultati della metodologia, sicuramente fondata sotto il profilo teorico e di applicazione prevalente nella pratica, dipendono dalle ipotesi poste alla base della determinazione delle grandezze che tale

metodologia alimentano: la determinazione dei flussi finanziari prospettici, appunto, e la stima del saggio di attualizzazione attraverso il quale esprimere il valore attuale di questi flussi futuri. Vedremo come, nel caso di specie, gli advisors, che hanno emesso i propri pareri, confermando la congruità del rapporto di cambio, abbiano operato al fine di pervenire alle proprie conclusioni.

Data la metodologia valutativa prescelta, esistono, sul fronte della determinazione delle grandezze che alimentano il processo valutativo, come è pacificamente accettato in dottrina e nella prassi, ambiti di soggettività che possono condurre, nella stima del valore del medesimo oggetto, a risultati parzialmente differenti. La pratica impossibilità di pervenire, anche grazie al lavoro di professionisti qualificati, a risultati identici, suggerisce, di norma, di esporre gli esiti del processo valutativo attraverso range di valori piuttosto che attraverso un risultato unico. Questo è quello che si riscontra nelle valutazioni degli advisors, secondo un approccio che lo scrivente ritiene ispirato a criteri di ragionevolezza.

Tutto ciò premesso, le analisi condotte dallo scrivente, a partire dal lavoro condotto dagli advisor che hanno fornito supporto alle parti, sono state effettuate avendo come riferimento l'ipotesi di condizioni 'normali' di funzionamento delle aziende / rami oggetto di valutazione; trattandosi di aziende operanti, anche, in settori oggetto di regolamentazione, è stata assunta l'ipotesi, in assenza di informazioni differenti, di costanza del quadro normativo esistente rispetto alla situazione oggi in essere.

I piani sulla base dei quali sono state operate le valutazioni da parte degli advisors finanziari e le verifiche dello scrivente sono quelli finalizzati dal management delle società partecipanti all'operazione, con il supporto dei rispettivi advisors industriali. Sulla base di questi piani sono state operate le valutazioni da parte degli advisors finanziari. Ai fini dell'espressione del proprio parere, lo scrivente ha assunto che le società effettivamente implementeranno le azioni manageriali finalizzate al conseguimento dei valori che sono rappresentati nei Piani Industriali.

Il lavoro svolto dallo scrivente si basa su dati forniti dalle società e dai rispettivi advisors, industriali e finanziari; lo scrivente le ha considerate e valutate ispirandosi a criteri di ragionevolezza.

Lo scrivente non ha operato nessuna attività di due diligence sui dati economici e patrimoniali delle società che realizzeranno l'operazione; AEB è soggetta alla revisione legale di BDO Italia Spa, mentre Unareti è soggetta alla revisione legale da parte Ernst & Young Spa.

La presente Relazione non tiene conto di eventi, allo stato non conosciuti, di natura straordinaria che, ove si verificassero, condurrebbero a modificazioni degli esiti del processo valutativo.

Ai fini di pervenire alle proprie conclusioni, lo scrivente ha ripercorso il lavoro svolto dagli advisors che hanno emesso i pareri a favore degli organi amministrativi delle due società, ne ha verificato l'impianto metodologico e le declinazioni operative, ha richiesto le ulteriori informazioni ritenute necessarie al fine di porre in essere il processo di verifica e ha tenuto conto, infine, dell'impianto complessivo dell'operazione.

4. L'esame dei documenti di valutazione prodotti dagli advisors finanziari

Il lavoro di valutazione svolto dagli advisors ha considerato i seguenti oggetti della stima:

- per quanto concerne la società scissa, Unareti, la valutazione ha riguardato gli assets che il progetto di scissione prevede vengano dalla stessa scissi a favore della beneficiaria, vale a dire:

- il ramo distribuzione gas di Unareti;
- la partecipazione del 100% della stessa Unareti in A2A Illuminazione Pubblica;

- per quanto concerne invece la beneficiaria, oggetto della valutazione sono state:

- la capogruppo AEB,
- la controllata (al 99,936%) RetiPiù Srl;
- la controllata (al 100%) Gelsia;
- la controllata (al 70%) Gelsia Ambiente.

4.1 L'esame delle metodologie di valutazione utilizzate

La metodologia valutativa principale adottata dagli advisors è quella del Discounted Cash Flow (DCF), riconosciuta in dottrina, in quanto coerente con il quadro generale della teoria della finanza, e ampiamente utilizzata nella prassi professionale, ove emerge come la metodologia utilizzata in modo prevalente.

Gli advisors hanno applicato la metodologia in oggetto nella sua declinazione 'asset side', vale a dire nella prospettiva di determinazione del valore di mercato del capitale investito netto. Il risultato di questo procedimento, definito Enterprise Value (d'ora innanzi - EV), consente poi di pervenire alla stima del valore economico del patrimonio netto (Equity Value) mediante la sottrazione delle passività di natura finanziaria (debito finanziario, TFR, altre eventuali passività di natura finanziaria) e l'eventuale addizione del valore corrente di surplus assets (ove esistenti).

In formula:

$$W = \left[\sum_{t=1}^n F_{(t)} * (1 + WACC)^{-t} + \frac{F_{(tv)}}{(WACC-g)} * (1 + WACC)^{-n} \right] + SA - L \quad [1]$$

dove:

- W: valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione;
- F(t): flussi finanziari *unlevered* per ciascuno degli n anni considerati nel periodo di proiezione esplicita;
- F(tv): flusso finanziario *unlevered* successivo al periodo di proiezione esplicita;
- WACC: costo medio ponderato del capitale investito;
- g: tasso di crescita di F(tv);
- SA : fair value dei surplus assets;
- L: consistenza del debito finanziario alla data di riferimento.

La formula espressiva del Wacc è di seguito riportata

$$WACC = R_D * \frac{D}{V} (1 - T_C) + R_e * \frac{E}{V}$$

Dove:

$R_D = Reference Rate + Spread$ rappresenta il costo del debito, determinato a partire da un tasso di riferimento prescelto, sulla base di considerazioni che saranno nel seguito illustrate e sommando a tale tasso di riferimento uno spread, rappresentativo del rischio dell'impresa;

$R_e = R_f + (R_m - R_f)Beta$ rappresenta il costo del capitale azionario con:

- R_f : rendimento dell'asset privo di rischio;
- $(R_m - R_f)$ ovvero ERP: premio per il rischio offerto dal mercato azionario rispetto all'investimento privo di rischio (Equity Risk Premium);
- $Beta$: coefficiente che lega il rendimento dell'azione a quello del mercato azionario (covarianza tra i rendimenti dell'asset e quelli del mercato diviso la varianza del mercato);

T_C rappresenta il coefficiente di imposta per le società;

$\frac{D}{V}$ ed $\frac{E}{V}$ rappresentano le percentuali di debito e capitale azionario nel finanziamento dell'impresa.

Nella formula [1] sopra riportata, che esplicita la metodologia di stima, si vede come la determinazione dell'EV - dal quale discende, attraverso i passaggi illustrati, il valore economico del patrimonio netto aziendale, ovvero l'equity value - passi per un processo di attualizzazione dei flussi di cassa operativi (calcolati a partire dal risultato operativo al netto delle imposte - Nopat) utilizzando quale saggio di attualizzazione il costo medio ponderato del capitale (Wacc).

I punti salienti del processo di stima, dai quali dipende la solidità dei risultati della valutazione e la congruità del rapporto di cambio, sono allora, conseguentemente, legati alla ragionevole determinazione:

- dei flussi di cassa, identificati nella loro distribuzione temporale;
- del costo medio ponderato del capitale attraverso il quale determinare il valore attuale dei medesimi.

Gli advisors finanziari hanno specificato che la determinazione dei flussi di cassa posti alla base del procedimento di valutazione è stata operata basandosi sulle stime operate dal management delle due società coinvolte nell'operazione, a propria volta supportati dai rispettivi advisors strategici. Torneremo nel seguito su questo tema.

Quanto alla stima del Wacc, gli advisors hanno esplicitato con chiarezza le modalità di stima dei parametri che hanno condotto alla sua determinazione. Essendo, gli oggetti della valutazione, aziende o rami svolgenti attività (parzialmente) differenti, il processo di stima del Wacc è stato modulato in coerenza con tali differenze.

Oltre ad implementare la metodologia valutativa principale, il DCF, l'advisor PwC⁴ ha effettuato alcune elaborazioni attraverso la metodologia dei multipli di mercato⁵, con finalità di controllo rispetto agli esiti del processo valutativo sviluppato attraverso la metodologia principale⁶. Le conclusioni tratte dall'advisor nella Fairness Opinion ai fini della valutazione della congruità del rapporto di cambio, peraltro, fanno esclusivo riferimento alle valutazioni condotte con la metodologia del DCF. Lo scrivente condivide questa impostazione e concentrerà la propria analisi esclusivamente sulla metodologia principale utilizzata da entrambi gli advisors, che appare più coerente, nel caso di specie, con le finalità della valutazione. Quando sono disponibili, come in questo caso informazioni prospettiche di natura

⁴ Cfr. Fairness Opinion emessa da PwC il 27 gennaio 2020.

⁵ Quella dei multipli di mercato è una metodologia di valutazione di natura 'relativa', che mira a determinare il valore di un asset (le aziende / rami oggetto di valutazione) sulla base dei prezzi riscontrabili sul mercato per asset comparabili. L'advisor ha declinato questa metodologia utilizzando sia multipli di trading, desumibili dalle imprese quotate comparabili, sia multipli ricavabili da transazioni di aziende comparabili.

⁶ L'advisor ha ulteriormente specificato di avere utilizzato, in taluni casi, di fatto uno, quello del ramo distribuzione gas di Unareti, anche l'informazione di natura patrimoniale.

fondamentale, una valutazione fondata sui flussi futuri di risultato (finanziari, nel caso di specie) restituisce risultati più solidi rispetto a quella dei multipli, in relazione alla quale andrebbe invero condotta una più approfondita analisi, finalizzata ad indagare le ragioni della variabilità dei multipli riscontrabili con riferimento alle aziende assunte come comparabili. Come anticipato nelle pagine precedenti, la congruità del risultato ottenuto attraverso un procedimento valutativo dipende da due elementi essenziali: la razionalità della metodologia valutativa utilizzata e la concreta declinazione della stessa attraverso l'assunzione, secondo principi di ragionevolezza, delle grandezze attraverso le quali dare applicazione alla metodologia.

Nel caso concreto, come già esposto, l'assunzione, da parte di entrambi gli advisors, della metodologia DCF quale metodo principale ai fini valutativi, rappresenta una scelta razionale, in quanto trattasi di una metodologia caratterizzata da un solido fondamento teorico da un lato, e da una diffusa, si potrebbe dire prevalente, utilizzazione nella migliore pratica professionale.

Vale allora concentrare l'attenzione sulle modalità di concreta applicazione della metodologia principale vale a dire:

- le modalità di determinazione dei flussi di cassa assunti al fine di implementare la metodologia;
- le modalità di determinazione del saggio di attualizzazione dei flussi medesimi, il costo medio ponderato del capitale o Wacc.

4.2 Le proiezioni economico finanziarie poste alla base della valutazione

La metodologia valutativa applicata dagli advisors incaricati dalle due Società, nel caso di specie, fonda la propria ragionevolezza sui due elementi sopra ricordati; in questo paragrafo lo scrivente darà conto delle modalità attraverso le quali sono stati redatti i piani pluriennali posti alla base della valutazione.

A questo fine occorre ricordare alcuni aspetti che hanno caratterizzato e caratterizzano l'operazione in oggetto e come essi hanno inciso sul tema in

discussione, quello della costruzione delle proiezioni finanziarie sulle quali si fondano le valutazioni delle società / rami coinvolti nell'operazione.

Le due società che danno vita all'operazione svolgono molte attività simili e comparabili. Sulla base dell'operazione prefigurata, la scissa apporterà alla beneficiaria due asset che si collocano all'interno di segmenti di attività che anche la beneficiaria già svolge (la distribuzione gas e l'illuminazione pubblica). Dal canto suo, la scissa, appartiene ad un grande gruppo, quotato, che rappresenta una delle maggiori multiutility del nostro paese e che svolge, all'interno di altre divisioni non interessate dall'operazione, attività simili a quelle svolte dalla beneficiaria, nella quale andrà ad assumere una partecipazione ad esito della fusione.

Questa situazione fattuale, oggettiva, fa sì che all'interno delle due società siano presenti presidi di competenze manageriali specialistiche relative agli ambiti di business che vedono impegnate le società e i rami interessati dall'operazione di scissione.

A valle della firma della lettera di Intenti del 17 ottobre le due società, A2A e AEB, hanno intrapreso un processo di confronto, di natura tecnica e negoziale finalizzato allo studio della valenza strategica e dei termini economici dell'operazione. Il carattere negoziale, oltre che esplorativo, del confronto si pone quale ragionevole garanzia di reciproco controllo e di bilanciamento degli interessi in campo, diversi per le due parti.

Il processo di confronto, per quanto riferito da entrambe le società e dagli stessi advisors, si è realizzato attraverso una condivisione in itinere dei risultati via via emergenti dall'attività di previsione strategica, supportata dagli stessi advisors 'industriali'.

Le ipotesi sulle quali si fondano le proiezioni economico finanziarie assunte a fini valutativi sono dunque state condivise; esse risultano comuni con riferimento ai campi di attività per i quali si registra una sovrapposizione tra asset scissi e asset della beneficiaria (la distribuzione gas e l'illuminazione pubblica) e condivise per gli altri campi di attività. Al momento della stesura della presente Relazione è in corso la Due Diligence prevista dall'art. 4.2 dell'Accordo Quadro. In questa fase ciascuna delle parti ha diritto, direttamente ovvero attraverso i propri consulenti, di richiedere all'altra

tutte le informazioni necessarie al fine di procedere ad una piena verifica degli aspetti fiscali, contabili, tecnici, autorizzativi, lavoristici, e legali. Il completamento e l'esito soddisfacente della Due Diligence sono condizioni che debbono essere soddisfatte al fine di dare esecuzione all'operazione (art. 4.3.1 dell'Accordo Quadro). Torneremo sul tema delle proiezioni economico finanziarie nel paragrafo 4.4, nel quale si darà conto delle valutazioni delle singole società / rami.

4.3 Le modalità di determinazione del costo medio ponderato del capitale (Wacc) applicato nella valutazione da parte dei due advisors

Lo scrivente ha esaminato le modalità di determinazione del Wacc operate dai due advisors, segnatamente nella stima dei parametri che conducono alla quantificazione del saggio di rendimento in oggetto.

Per quanta riguarda il lavoro svolto da D&P, advisor al quale lo scrivente ha richiesto informazioni in merito a questi aspetti, si riscontrano le evidenze di seguito esposte.

Il tasso risk free viene assunto pari al 2%, un tasso che emerge da elaborazioni interne, focalizzate sulla media di lungo termine dei titoli governativi tedeschi a 30 anni, considerati rappresentativi dell'investimento privo di rischio nell'area dell'euro.

Il premio per il rischio di mercato è assunto pari al 5%, sulla base di analisi e informazioni raccolte dall'advisor e riferibili a premi di natura sia storica che prospettica.

Il costo del debito è calcolato secondo i seguenti passaggi. In primo luogo è stato assunto il tasso del titolo governativo trentennale tedesco alla data di riferimento della valutazione (30 settembre 2019), pari a - 0,06%. E' stato poi assunto il tasso di rendimento di un paniere di titoli industriali - trentennali - di rating BBB alla stessa data, pari a 2,036%⁷. Il differenziale tra i due tassi, pari a 2,096% è considerato essere lo spread che, a livello europeo, esprime il grado di rischio di questa tipologia di impresa (lo spread riferibile a imprese di questa tipologia, assimilabili, nel ragionamento

⁷ Entrambi i dati sono tratti dall'information provider Bloomberg.

dell'advisor, a quelle oggetto di valutazione). Lo spread così determinato viene sommato al risk free del 2%, ottenendo un tasso del 4,096%.

Il costo del debito applicato nella valutazione deriva dalla somma tra il valore appena menzionato (4,096%) e un premio per il rischio paese pari al 2%; l'advisor perviene, in tal modo, alla determinazione di un costo del debito lordo di imposta pari al 6,096%. Al netto dell'effetto fiscale, calcolato utilizzando l'aliquota IRES del 24%, il costo del debito si colloca al 4,63%.

Ai fini del calcolo del costo del capitale azionario, dato il premio per il rischio di mercato sopra esposto (5%), la stima del coefficiente Beta viene operata come segue. In primo luogo sono stati stimati i Beta levered di società comparabili quotate⁸. Sono poi state calcolate, per le medesime società, le percentuali di finanziamento riferibili al debito e al capitale di rischio (capitalizzazione di mercato)⁹. Con questi dati (Beta levered e D/E) e sulla base di un'aliquota fiscale del 24%, è stato calcolato, per ciascuna società, il Beta unlevered, espressivo del solo rischio operativo della medesima¹⁰. A partire dal Beta unlevered mediano del panel delle società comparabili, è stato poi calcolato un Beta levered basato sui dati (mediani) di struttura finanziaria delle imprese comparabili. Il costo del capitale azionario viene infine calcolato con i parametri risk free e ERP sopra indicati e l'aggiunta di un premio per il rischio paese pari al 2%¹¹.

Il Wacc viene ottenuto applicando i pesi di struttura finanziaria (mediani) delle imprese comparabili (l'Appendice A alla presente Relazione espone i dettagli di calcolo qui descritti).

Questo processo conduce a determinare Wacc differenziati in funzione delle diverse tipologie di business svolte dalle società / rami oggetto di valutazione.

⁸ Idem, dati mensili, su un orizzonte di cinque anni.

⁹ Fonte Capital IQ.

¹⁰ E' stata al proposito utilizzata la formula, diffusa nella prassi operativa: $\beta_u = \frac{\beta_e}{\left(1 + \frac{D}{E}(1 - T_c)\right)}$

¹¹ In un caso specifico, quello di Gelsia, è stato applicato, ai fini della determinazione del costo del capitale azionario, un ulteriore premio (pari allo 0,50%) riferibile a quello che l'advisor considera il rischio specifico dell'impresa.

I Wacc relativi alla distribuzione gas e alla distribuzione energia elettrica sono quelli 'regolamentari', ovvero quelli resi pubblici dall'Autorità di regolazione (ARERA).

L'advisor PwC ha operato un procedimento parzialmente differente, nella scelta dei parametri ai fini della determinazione del Wacc, riassunto nel prospetto riportato a pag. 23 della Fairness Opinion.

Il tasso risk free assunto alla base della stima è il rendimento del titolo governativo italiano a 10 anni¹².

L'Equity Risk Premium (ERP) è stato assunto pari al 5,5%. Ai fini della determinazione del costo del capitale azionario è stato assunto uno small size premium pari al 3,4%. I beta unlevered sono stati desunti da panel di aziende comparabili, secondo un processo di deleveraging analogo a quello operato da D&P, pur se fondato su una formula lievemente differente (applicata anche nel successivo processo di relevering)¹³, come risulta dalle pagine 34 e 35 della Fairness Opinion.

Il costo del debito è stato determinato sommando al tasso risk free un credit spread desunto da aziende comparabili, secondo questo procedimento: sono state identificate aziende comparabili quotate e, per ciascuna di esse, è stato determinato lo spread sulla base del rispettivo rating¹⁴.

Il costo delle due fonti di capitale è stato ponderato, ai fini del calcolo del Wacc, assumendo i pesi (la struttura finanziaria) delle imprese comparabili (dato mediano) utilizzate anche ai fini precedenti.

Anche in questo caso, i valori del Wacc relativi alla distribuzione gas e alla distribuzione energia elettrica sono quelli 'regolamentari', ovvero quelli resi pubblici dall'Autorità di Regolazione.

¹² In particolare la media dei rendimenti dei dodici mesi precedenti la data di riferimento della valutazione.

¹³ E' stata al proposito utilizzata la formula di seguito riportata, lievemente differente rispetto alla precedente ma anch'essa diffusa nella prassi operativa: $\beta_u = \frac{\beta_e}{(1+\frac{D}{E})}$. Una ulteriore formula applicabile in questo processo è la seguente:

$\beta_u = \frac{\beta_e + \beta_d \frac{D}{E}(1-T_c)}{(1+\frac{D}{E}(1-T_c))}$. L'utilizzo delle tre formule non conduce a risultati significativamente diversi, vale a dire risultati che non siano catturati dagli esercizi di simulazione, dei quali si dà evidenza nel seguito.

¹⁴ Le informazioni a questo riguardo sono tratte dal sito di informazione finanziaria www.damodaran.com.

Su quest'ultimo punto vale una osservazione di ordine pratico. Le società / rami che operano in settori per i quali si riscontra un Wacc regolamentare rappresentano, in termini di valore, una percentuale lievemente superiore al 40% del valore totale degli asset oggetto di valutazione.

Ad esito dell'applicazione delle linee di metodo sopra illustrate, gli advisor pervengono alla determinazione dei seguenti valori del Wacc:

| wacc | linea di business | PwC | D&P |
|----------------------------|------------------------------------|--------|-------|
| Gelsia | vendita energia | 6,80% | |
| | servizi generali | 6,80% | |
| | impianti | 6,40% | |
| | complessivo | | 6,90% |
| Gelsia Ambiente | Gara | 6,30% | |
| | Clients industriali | 6,30% | |
| | Business case Giussano | 6,30% | |
| | complessivo | | 6,50% |
| RetiPiù | Distribuzione gas | 5,60% | 5,60% |
| | Distribuzione energia elettrica | 5,30% | 5,30% |
| | Illuminazione Pubblica | 5,90% | 5,95% |
| Unareti | distribuzione gas | 5,60% | 5,60% |
| A2A Illuminazione Pubblica | Illuminazione Pubblica | 5,90% | 5,95% |
| AEB | Lampade votive | 6,40% | |
| | Centro sportivo | 6,40% | |
| | Farmacie | 6,40% | |
| | Ramo idrico | 1,60% | |
| | Servizi generali | 6,116% | |
| | complessivo | | 6,60% |

Il Wacc per A2A Illuminazione Pubblica è stato determinato da entrambi gli advisors come media tra il Wacc multiutility e il Wacc distribuzione energia elettrica.

La metodologia di calcolo del Wacc rappresenta una delle aree in relazione alle quali la proposizione teorica – l'esistenza, per ogni azienda, di un determinato livello di costo medio ponderato del capitale – necessita di essere praticamente declinata assumendo, secondo criteri di ragionevolezza, i necessari parametri, sulla base delle evidenze espresse dal mercato finanziario.

La scelta di detti parametri rappresenta uno degli ambiti nei quali si manifestano ambiti di soggettività all'interno del processo di valutazione. E' frequente infatti, nella pratica, esaminando i documenti di valutazione

emessi da diversi soggetti (equity analysts, società di consulenza, professionisti, banche d'affari) riscontrare pratiche differenti.

Osservando il modo di operare dei due advisors finanziari, si verifica come uno di essi abbia determinato parametri più conservativi sul fronte del costo del debito, mentre l'altro abbia stimato un costo del debito più basso ma a fronte della stima di un costo del capitale azionario più elevato. Gli effetti di queste differenti stime, pertanto, tendono, in sintesi, a bilanciarsi, producendo differenti misure del Wacc che si collocano, però, in un ristretto range di variazione. Escludendo i due valori del Wacc definiti dalla regolamentazione di settore, gli altri identificati dagli advisors si collocano tra un minimo del 6,30% e un massimo del 6,8% per PwC¹⁵ e un minimo del 6,50% e un massimo del 6,90% per D&P.

4.4 Esame comparato delle valutazioni delle singole società / rami oggetto dell'operazione operate dai due advisors

I due advisors finanziari, come si evince dai rispettivi documenti emessi, hanno esposto i risultati delle proprie valutazioni, propedeutiche al rilascio del giudizio di congruità sul cambio, indicando range di valori, non un unico valore. Questa impostazione appare condivisibile ed è largamente seguita nella migliore prassi professionale. Il range di valori è costruito dagli advisors in modo parzialmente differente. PwC determina gli estremi del range attraverso una modifica del saggio di attualizzazione dei risultati futuri, facendo variare il Wacc dello 0,50% (in più e in meno). D&P valuta le variazioni dei risultati delle valutazioni sia variando il Wacc, nella stessa misura di PwC, ma misura anche l'impatto sui risultati, di una variazione del saggio di crescita terminale (rispetto al valore centrale assunto dal saggio di crescita medesimo, assunto pari a 0, si ipotizzano variazioni dello 0,25%, in più e in meno)¹⁶. Nell'Appendice B sono esposte le analisi di sensitività dei

¹⁵ Fa eccezione il tasso utilizzato da PwC ai fini dell'attualizzazione dei flussi rivenienti dalla gestione del servizio idrico di AEB, prossimo al risk free rate.

¹⁶ In verità D&P espone, nei prospetti di valutazione contenuti nel documento di valutazione allegato al Parere, un range di sensitività più ampio, esponendo anche i risultati che si otterrebbero utilizzando un intervallo di variazione del Wacc pari a +/- 1% e utilizzando un intervallo di variazione del saggio di crescita terminale pari

risultati operate da PwC anche con riferimento al tasso di crescita terminale, in risposta ad una richiesta dello scrivente che ha ritenuto appropriato disporre di analisi di sensitività comparabili tra i due advisors.

Nelle pagine che seguono, al fine di operare la propria analisi, lo scrivente espone, per ciascuna società / ramo, le valutazioni operate dagli advisors, i valori ottenuti, in termini di valore centrale e di range (che rileva ai fini delle conclusioni rassegnate dagli advisors) e le osservazioni in merito alle ipotesi assunte e alle differenze ottenute. Le tabelle di sintesi predisposte dallo scrivente espongono i flussi di cassa e i risultati finali della valutazione. Il raccordo tra le proiezioni economico patrimoniali e i flussi di cassa è esposto nelle tabelle riepilogative contenute nell'Appendice 1.

Ramo distribuzione gas Unareti¹⁷

Confrontando i documenti prodotti dai due advisors, in relazione alla valutazione di questo asset, si riscontra quanto segue:

- i flussi finanziari assunti alla base della stima lungo l'orizzonte del piano sono i medesimi per i due advisors;
- il valore terminale è calcolato considerando il valore di rimborso della rete al termine della concessione (2024), in quanto l'ipotesi comune assunta dalle due società e condivisa dagli advisors industriali è quella della non riaggiudicazione delle concessioni in essere, negli ambiti ove ora si realizza l'attività distributiva. Ne consegue che il valore terminale assunto a riferimento per la determinazione dell'EV è rappresentato dal valore di rimborso del ramo al termine del periodo di proiezione esplicita (2024);

a +/- 0,50%. Il range valutativo viene peraltro determinato assumendo le variazioni dei parametri riportate nel testo.

¹⁷ Si segnala, e questo vale per le valutazioni operate in relazione a tutte le società / rami, che, nel processo di attualizzazione dei flussi finanziari futuri, l'Advisor Duff & Phelps utilizza la cosiddetta 'mid year convention', sulla base della quale si ipotizza che il flusso di cassa futuro venga convenzionalmente generato linearmente in ogni periodo e, quindi, si assume, ai fini dell'attualizzazione, il momento intermedio; per il valore terminale si utilizza il momento intermedio dell'ultimo periodo di previsione esplicita

- il valore di rimborso attribuito agli assets del ramo distribuzione gas è stato condiviso dalle società coinvolte (la scissa e la beneficiaria) nel processo di confronto tra le parti, supportate dai rispettivi advisors strategici e assunto dagli advisors finanziari ai fini della stima. Tale valore si basa su considerazioni di ragionevolezza complessiva condivise tra le parti e tiene conto degli elementi contenuti nel bando recentemente emesso in relazione all'ambito territoriale di Bergamo 2 e delle indicazioni da esso emergenti in termini di valore di rimborso spettante al concessionario uscente¹⁸;
- parallelamente alla cessazione della concessione si avrà anche il rimborso del capitale circolante netto ancora in essere, l'entità del quale è stimata in modo lievemente diverso dai due advisors;
- il Wacc utilizzato nella stima dell'EV del ramo è, per entrambi gli advisors, quello regolamentare;
- l'EV determinato dai due advisors è quello esposto in tabella, sostanzialmente allineato;
- l'Equity value è ottenuto tenendo conto della posizione finanziaria netta del ramo, pari al debito imputato al ramo stesso identificato ai fini della scissione e il TFR, in relazione al quale si riscontra un lieve scostamento tra i due documenti di valutazione;
- complessivamente, i due advisors finanziari determinano range valutati sostanzialmente allineati.

¹⁸ Il testo del bando è disponibile sul sito del Comune di Lovere, stazione appaltante.

Unareti ramo gas

| flussi di cassa | PWC | D&P |
|------------------------------------|------------------|----------------|
| IVQ 2019 | 173 | 172 |
| 2020 | - 3.026 | - 3.026 |
| 2021 | 2.701 | 2.701 |
| 2022 | 2.705 | 2.705 |
| 2023 | 2.705 | 2.705 |
| 2024 | 2.702 | 2.703 |
| WACC | 5,60% | 5,60% |
| valore attuale flussi 2019-2024 | 6.176 | 6.341 |
| g | - | - |
| valore terminale | 90.381 | 90.381 |
| valore netto contabile | 30.611 | |
| plusvalenza | 59.770 | |
| fiscalità | 15.546 | 15.546 |
| valore netto | 74.836 | 74.836 |
| dismissioni CCN | 3.076 | 2.927 |
| totale dismissioni - TV | 77.912 | 77.763 |
| valore attuale TV | 58.546 | 58.416 |
| EV | 64.722 | 64.757 |
| PFN | - 24.500 | - 24.500 |
| Tfr | - 431 | - 281 |
| EQUITY | 39.791 | 39.976 |
| | range valutativo | |
| | PWC | D&P |
| valore minimo | 38.221 | 38.420 |
| valore massimo | 41.407 | 41.578 |

Il differenziale di valore tra valore di rimborso e valore netto contabile del ramo al termine del periodo di previsione esplicita (2024), risulta significativo e dunque rilevante ai fini degli esiti del processo di valutazione. Lo scrivente ha chiesto alla società approfondimenti su questo aspetto, ricavandone le informazioni di seguito esposte.

In primo luogo la società, in una nota prodotta su richiesta dello scrivente, ha osservato che il dato contabile relativo alle immobilizzazioni materiali del ramo scisso, pari a 27 milioni di euro¹⁹, è influenzato dalla circostanza che molte concessioni sono state acquistate dalla società con operazioni straordinarie molto risalenti nel tempo e nelle quali la contabilizzazione dei

¹⁹ Come risulta dal documento "Elementi patrimoniali oggetto di scissione e elementi patrimoniali che rimangono nella società scissa", allegato D al progetto di scissione, approvato dal consiglio di amministrazione di Unareti del 27 gennaio 2020 e inviato dalla società allo scrivente.

valori da parte delle società acquisite si realizzava in un contesto regolamentare profondamente differente da quello oggi in essere. Questa circostanza ha determinato una discrasia tra il valore netto contabile delle immobilizzazioni materiali e il loro potenziale valore di rimborso.

Secondo la società, una stima del valore di rimborso del ramo, riferita a fine 2019, restituisce un risultato molto superiore al valore netto contabile dei cespiti, pari a circa 94 milioni di euro.

Questa stima si fonda, secondo quanto comunicato dalla società allo scrivente, su alcuni elementi. Il primo è quello che potremmo definire un riferimento di mercato; il già citato bando di gara relativo all'ambito Bergamo 2 espone un valore di rimborso al gestore uscente pari a 86 milioni di euro. L'ambito citato conta circa 67 mila Pdr (punti di riconsegna), 32.300 dei quali sono riferibili al ramo Unareti. Da queste informazioni, oggettive, si potrebbero ricavare indicazioni valutative, che condurrebbero, secondo un criterio di proporzionalità (Pdr di Unareti / Pdr totali) ad un valore di rimborso, per quel solo ambito, pari ad oltre 40 milioni di euro. Questo dato va confrontato con il valore netto contabile dei cespiti riferibili all'ambito in oggetto, pari a 10,5 milioni di euro. Ancora, secondo quanto esposto dalla società, la valorizzazione unitaria dei Pdr implicita nel bando di gara si colloca a 1.284 euro, restituendo una valutazione approssimativa, in termini di valore di rimborso del ramo Unareti, che conta 79.000 Pdr, superiore al valore di 94 milioni (a fine 2019) stimato dalla società e comunicato allo scrivente con la nota di risposta alla richiesta di informazioni. Il valore stimato dalla società a fine 2019 determina poi, in funzione degli investimenti aggiuntivi e degli ammortamenti contenuti nel piano, il valore di rimborso a fine 2024, utilizzato ai fini della valutazione dall'advisor e assunto anche da AEB e dai rispettivi advisors.

Lo scrivente prende atto delle informazioni e delle indicazioni di natura valutativa espresse dalla società. Il valore indicato nel bando del Comune di Lovere rappresenta una stima complessiva, riferita all'intero ambito, che necessita di essere vagliata a livello regolamentare. Unareti ha inoltre fornito allo scrivente, attraverso l'advisor PwC, una serie di relazioni di valutazione prodotte sia da dirigenti della società che da terzi, sui valori di

rimborso dei rami della società nei comuni appartenenti ai diversi ambiti. Questi documenti di valutazione, che ove redatti da dirigenti della società non presentano il carattere di valutazioni indipendenti, sono comunque redatte sulla base delle indicazioni di metodo e applicative, circostanziate, delle autorità di regolamentazione. I processi di stima del valore di rimborso di una rete di distribuzione gas presentano esiti spesso molto differenziati, in ragione della natura del territorio²⁰ ove la rete è collocata e della densità di punti di riconsegna rispetto alla lunghezza della rete stessa. Tutti questi documenti di valutazione dei rami di Unareti sono stati inseriti nella dataroom ai fini dello svolgimento del processo di Due Diligence che le parti stanno attualmente svolgendo, direttamente o per il tramite dei propri consulenti. Nella dataroom è stata inserita anche la nota predisposta da Unareti su richiesta dello scrivente; tutte le informazioni al riguardo sono pertanto disponibili alle parti. Il valore di rimborso del ramo rappresenta una informazione che è stata, per quanto riferito dal management e dagli advisors strategici, condivisa nel processo di confronto tra le parti. Gli advisors finanziari hanno assunto, ai fini del calcolo, il medesimo importo.

A2A Illuminazione pubblica

Confrontando i documenti prodotti dai due advisors, in relazione alla valutazione di questo asset, si riscontra quanto segue:

- le proiezioni economico finanziarie assunte alla base della stima esprimono ricavi compresi tra 54 e 60 milioni di euro, a fronte di un livello di 57 milioni nel 2019²¹. La redditività, sia a livello di EBITDA che di EBIT e utile netto non presenta sostanziali variazioni²²;

²⁰ I comuni dell'ambito BG2 sono tutti comuni montani, circostanza che rende più oneroso il processo di (ri)costruzione di una rete di fornitura gas.

²¹ Dati dalla somma tra i 51,231 milioni di ricavi esposti dalla società nel bilancio al 31 dicembre 2019 e i 6,211 milioni relativi al canone corrisposto dal Comune di Brescia per la gestione dell'impianto di illuminazione pubblica che sono esposti, sulla base del principio contabile IFRIC 12, tra i proventi finanziari.

²² L'utile netto registrato nel 2019, pari a 11,5 milioni di euro, risulta più elevato rispetto a tutti quelli che compaiono nelle proiezioni economico finanziarie poste alla base della valutazione.

- nella stima dei flussi di cassa prospettici operate dai due advisors si riscontrano solo marginali differenze sull'orizzonte temporale di proiezione esplicita (2019 quarto trimestre - 2024);
- il flusso terminale è determinato in entrambi casi facendo riferimento all'Ebitda terminale (quello del 2024 ovvero la media 2020 - 2024), ipotizzando ammortamenti uguali ai nuovi investimenti. L'assunzione di questa ipotesi spiega il differenziale positivo tra il flusso terminale stesso e i flussi stimati lungo l'orizzonte del piano;
- il Wacc utilizzato nelle stime dai due advisors presenta una marginale differenza (0,07%);
- determinato l'EV, sostanzialmente uguale nelle due stime, si perviene al valore dell'equity considerando la PFN, i fondi rischi, il TFR e i dividendi che saranno pagati (tutti questi valori sono uguali nei due documenti di valutazione);
- lo scostamento tra i due valori (centrali) dell'equity value determinati ad esito della valutazione è sostanzialmente nullo e anche i range valutativi sono ampiamente sovrapponibili.

A2A Illuminazione Pubblica

| flussi di cassa | PWC | D&P |
|---------------------------------|------------------|----------------|
| IVQ 2019 | 5.319 | 5.226 |
| 2020 | 3.029 | 2.916 |
| 2021 | - 493 | - 627 |
| 2022 | 1.639 | 1.486 |
| 2023 | 2.921 | 2.783 |
| 2024 | 3.897 | 3.796 |
| flusso terminale | 8.542 | 8.465 |
| WACC | 5,88% | 5,95% |
| valore attuale flussi 2019-2024 | 14.171 | 13.808 |
| g | - | - |
| TV | 145.396 | 142.267 |
| valore attuale TV | 107.742 | 108.112 |
| EV | 121.914 | 121.920 |
| PFN | - 261 | - 261 |
| Tfr | - 3.210 | - 3.210 |
| Fondi rischi | - 316 | - 316 |
| Adjustment | - 2.297 | - 2.297 |
| EQUITY | 115.830 | 115.835 |
| | range valutativo | |
| | PWC | D&P |
| valore minimo | 104.799 | 103.360 |
| valore massimo | 128.974 | 131.841 |

Gelsia

Confrontando i documenti prodotti dai due advisors, in relazione alla valutazione di questo asset, si riscontra quanto segue:

- PwC opera una valutazione per somma delle parti (Sum of the Parts – SOP d’ora innanzi), valutando separatamente le differenti linee di business, mentre D&P opera una valutazione dell'azienda nel suo insieme;
- riconciliando i flussi per il periodo di proiezione esplicita, si notano solo marginali scostamenti, limitati al quarto trimestre 2019, tra le due proiezioni considerate;
- la differenza nel flusso terminale assunto per la stima del TV è riferibile all'assunzione di due differenti ipotesi di calcolo dello stesso. L’advisor PwC ha basato le proprie stime sull’EBITDA medio degli ultimi tre anni, mentre D&P ha assunto a riferimento l’EBITDA del 2024;

- il Wacc assunto alla base della valutazione è differente nei due casi: un tasso unico pari al 6,90% per D&P e due distinti livelli del Wacc in funzione della business unit considerata (Vendita, e servizi generali, 6,80%; impianti 6,40%) per PwC;
- i due valori centrali dell'EV determinati ad esito delle ipotesi descritte esprimono una differenza di 2,7 milioni di euro;
- nella determinazione dell'equity value si riscontrano alcune non significative differenze: PwC iscrive una differenza positiva data da un credito verso la Cassa Conguagli, pari a 2,96 milioni²³, mentre D&P incorpora questo credito nella PFN²⁴;
- i range valutativi determinati ad esito della valutazione esprimono una differenza nell'estremo inferiore e un estremo superiore allineato (lo scostamento a livello di valore centrale risulta pari all'1,54%).

Dall'esame dei Piani assunti alla base della valutazione, lo scrivente ha riscontrato come, nel caso di Gelsia, le proiezioni economico finanziarie esprimano una crescita significativa dei ricavi sull'orizzonte coperto dalla previsione esplicita e ha svolto alcuni approfondimenti confrontandosi con il management della società e con gli advisor industriali. La crescita espressa nel Piano è prevalentemente riferibile ad un incremento dei clienti del ramo vendita elettricità. Attualmente, al ramo vendita (gas + elettricità) è riferibile poco meno del 93% dei ricavi e la situazione rimane sostanzialmente immutata sull'orizzonte del Piano (2024). A fine 2019, peraltro, il numero di clienti del ramo vendita elettricità è largamente inferiore al numero dei clienti del ramo vendita gas (poco più del 40%, secondo i dati forniti dalla società). Il Piano strategico di Gelsia, pertanto, pone al centro l'obiettivo di ridurre questo gap portando il rapporto tra clienti elettrici e clienti gas ad un livello pari a 2/3, puntando sulla strategia 'dual fuel', che mira ad acquisire al ramo vendita energia elettrica, innanzitutto, i clienti già in essere del ramo gas. Per questa ragione il Piano

²³ L'importo rappresenta il valore attuale del credito, determinato sulla base della scansione temporale dei rimborsi comunicata dalla Cassa.

²⁴ Ai fini del calcolo della PFN, D&P considera un debito per dividendi nei confronti di AEB, che viene poi considerato come termine positivo nel calcolo della posizione finanziaria netta di AEB.

vede una crescita molto più forte dei clienti elettrici (da circa 56 mila a circa 100 mila), rispetto a quelli del ramo vendita gas.

Le azioni manageriali poste in atto mirano quindi a produrre un maggiore sforzo sul fronte commerciale, rafforzando numericamente la rete delle agenzie esterne incaricate della vendita²⁵, varando la ristrutturazione dei punti di vendita diretta e rafforzando l'attività outbound del customer care. Tutte queste azioni sono state recentemente intraprese e, secondo le valutazioni del management, dovrebbero produrre effetti già dall'esercizio 2020. L'ipotesi di crescita dei ricavi è stata formulata dal management della società, che ha finalizzato la previsione con il supporto dell'advisor strategico, e condivisa nel confronto tra le parti.

Gelsia

| flussi di cassa | PWC | Vendita gas / energia elettrica | Servizi generali | Impianti | D&P |
|------------------------------------|----------------|---------------------------------------|---------------------|----------|----------------|
| IVQ 2019 | - 6.950 | - 7.332 | - 551 | 933 | - 7.082 |
| 2020 | 1.465 | 9.347 | - 2.602 | - 5.280 | 1.466 |
| 2021 | 5.021 | 9.788 | - 2.549 | - 2.218 | 5.020 |
| 2022 | 6.068 | 10.530 | - 2.563 | - 1.899 | 6.068 |
| 2023 | 9.379 | 11.215 | - 2.600 | 764 | 9.379 |
| 2024 | 10.503 | 12.352 | - 2.619 | 770 | 10.503 |
| flusso terminale | 9.209 | 11.505 | - 2.626 | 330 | 9.271 |
| WACC | | 6,80% | 6,80% | 6,40% | 6,90% |
| valore attuale flussi 2019-2024 | 18.219 | 35.541 | - 11.020 | - 6.302 | 18.842 |
| g | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| TV | 135.359 | 168.737 | - 38.506 | 5.128 | 134.360 |
| TV | 95.809 | 119.348 | - 27.235 | 3.696 | 97.865 |
| EV | 114.027 | 154.889 | - 38.255 | - 2.606 | 116.706 |
| PFN | 24.857 | | | | 27.249 |
| Tfr | - 836 | | | | - 836 |
| Fondi rischi | - 3.799 | | | | - 3.799 |
| Adjustment | 2.960 | | | | |
| EQUITY | 137.210 | | | | 139.321 |

²⁵ Oltre all'agenzia che storicamente ha supportato Gelsia nell'attività di vendita, a fine 2019 sono stipulati contratti con due ulteriori agenzie, una operante in Liguria e una operante sull'area di Milano e zone limitrofe.

Gelsia – range valutativo

| | PWC | D&P |
|----------------|------------------|----------------|
| | range valutativo | |
| valore minimo | 122.380 | 127.726 |
| valore massimo | 153.510 | 153.703 |

Gelsia Ambiente

Confrontando i documenti prodotti dai due advisors, in relazione alla valutazione di questo asset, si riscontra quanto segue:

- le proiezioni economico finanziarie si estendono fino al 2028, orizzonte temporale della concessione in essere, sulla base della quale la società opera e che, sull'orizzonte del piano, genera la quota largamente prevalente dei ricavi e dei margini. Oltre a questa attività, prevalente, la società ha previsto di sviluppare business contigui²⁶ che, comunque, concorrono in modo molto limitato alla valorizzazione complessiva in termini di EV;
- PwC opera una valutazione di tipo SOP, stimando distintamente il valore delle tre linee di business (il valore delle attività che la società realizza sulla base della gara della quale è risultata aggiudicataria; il valore attribuibile alla linea di business 'clienti industriali' e il valore riferibile alle iniziative prospettate con riferimento al comune di Giussano). D&P opera invece una valutazione focalizzata sulla società nel suo complesso;
- i flussi oggetto di attualizzazione sull'orizzonte temporale di previsione esplicita sono uguali per i due advisors; la differenza nel loro valore attualizzato è riferibile alle diverse modalità di attualizzazione, come osservato in apertura del presente paragrafo;
- il valore del flusso terminale è superiore nella stima di D&P (1,537 milioni), rispetto a quello stimato da PwC (1,429 milioni di euro);

²⁶ Si tratta del progetto di sviluppo dell'attività di gestione e smaltimento rifiuti indirizzata a clienti industriali locati nei comuni per i quali la società si è aggiudicata la gara che rappresenta la sua attività prevalente e, ancora, del cosiddetto 'business case' Giussano, un'iniziativa che porterà a realizzare distributori di gas metano, energia elettrica e gasolio per i mezzi dell'igiene urbana, generando risparmi di costo sui mezzi in gestione.

- il valore terminale della società è calcolato sulla base di due differenti ipotesi:
- la prima ipotesi è quella di un valore determinato sulla base della liquidazione del capitale investito netto alla data di scadenza della concessione (2028); la seconda è che la società si riaggiudichi la gara, al termine dei dieci anni considerati, cioè nel 2028. In questo caso il valore terminale è calcolato attualizzando il flusso terminale, in perpetuo²⁷;
- l'EV riscontrato dai due advisors risulta pari a 21,986 milioni per PwC e a 21,234 milioni per D&P;
- l'equity value, determinato considerando la PFN, detraendo i fondi rischi e il TFR (e moltiplicando il risultato ottenuto per la quota del 70% detenuta da AEB), risulta pari a 11,526 milioni di euro per PwC e a 11 milioni per D&P.
- il range valutativo determinato dai due advisors varia da 11,1 a 12 milioni di euro per PwC e tra 10 e 12,2 milioni di euro per D&P.

²⁷ In questo caso, il flusso terminale, rispetto alle proiezioni in essere fino al 2028, che riflettono ammortamenti superiori agli investimenti, viene normalizzato, ponendo l'uguaglianza tra le due grandezze

Gelsia Ambiente

| flussi di cassa | PWC | Gara | Clients industriali | Business case Giussano | D&P |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------------|------------------------|---------------|
| IVQ 2019 | - 267 | - 267 | - | - | - 267 |
| 2020 | - 3.072 | - 2.758 | -14 | - 300 | - 3.072 |
| 2021 | 1.156 | 1.272 | 169 | 53 | 1.156 |
| 2022 | 2.284 | 2.371 | 153 | 66 | 2.283 |
| 2023 | 1.891 | 2.046 | 221 | 66 | 1.891 |
| 2024 | 2.643 | 2.583 | 6 | 66 | 2.643 |
| 2025 | 2.931 | 2.593 | 272 | 66 | 2.931 |
| 2026 | 3.320 | 2.990 | 264 | 66 | 3.319 |
| 2027 | 3.405 | 3.087 | 252 | 66 | 3.405 |
| 2028 | 3.485 | 3.184 | 235 | 66 | 3.485 |
| flusso terminale | 1.429 | 1.267 | 128 | 34 | 1.537 |
| WACC | | 6,30% | 6,30% | 6,50% | 6,50% |
| valore attuale flussi 2019-2028 | 11.314 | 11.051 | 179 | 84 | 11.521 |
| g | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| valore terminale attualizzato (*) | 10.672 | 9.905 | 599 | 168 | 9.713 |
| EV | 21.986 | 20.955 | 778 | 252 | 21.234 |
| PFN | - 4.090 | | | | - 4.090 |
| TFR | - 921 | | | | - 921 |
| F.RISCHI | - 509 | | | | - 509 |
| EQUITY | 16.466 | | | | 15.715 |
| EQUITY AEB (70%) | 11.526 | | | | 11.001 |

(*) Media tra l'ipotesi di riaggiudicazione della gara a fine 2028 e l'ipotesi di liquidazione del Capitale Investito netto alla medesima data.

Gelsia Ambiente – range valutativo

| | PWC | D&P |
|----------------|------------------|--------|
| | range valutativo | |
| valore minimo | 11.108 | 10.015 |
| valore massimo | 11.971 | 12.173 |

RetiPiù

Confrontando i documenti prodotti dai due advisors, in relazione alla valutazione di questo asset, si riscontra quanto segue:

- le proiezioni economico finanziarie relative al ramo distribuzione gas si fondano sulle seguenti ipotesi: aggiudicazione della gara distribuzione gas Monza Brianza 2 nel 2021, con avvio nel 2022, anno nel quale è stato appostato il relativo esborso per l'indennizzo del gestore uscente (con acquisizione di oltre 42 mila nuovi Pdr); uscita

dall'ambito Como 1 nel 2023 (con la rinuncia a circa 13 mila Pdr) e dall'ambito Milano 4 nel 2024 (con la rinuncia a 5.900 Pdr). L'effetto netto di queste assunzioni si concretizza in un incremento dei Pdr di pari a circa 24 mila, un valore pari a poco più dell'11% rispetto a quelli attualmente gestiti (oltre 207 mila)²⁸. L'uscita dai due ambiti menzionati²⁹ si motiva con la ridotta quota di mercato attualmente detenuta dalla società all'interno degli stessi, mentre relativamente all'ambito Monza Brianza 2 si ipotizza di ottenere la totalità dei Pdr;

- il ramo distribuzione gas assume la sua configurazione definitiva nel 2026 e, da quel momento, fino al 2033, si riscontrano una crescita dei ricavi approssimata con un tasso di inflazione di lungo termine e margini reddituali sostanzialmente stabili a livello di EBITDA e marginalmente crescenti a livello di EBIT, in virtù di una lieve riduzione degli ammortamenti;
- le proiezioni economico finanziarie relative al ramo Distribuzione Energia elettrica ipotizzano il mantenimento del perimetro attuale. La crescita dei ricavi nel periodo di previsione esplicita è imputabile ai nuovi investimenti realizzati per l'efficientamento della rete elettrica;
- le proiezioni economico finanziarie relative al ramo Illuminazione pubblica ipotizzano un aumento sensibile dei punti luce gestiti, dagli attuali quasi 7 mila a circa 58 mila a fine 2024, con un incremento di oltre 51 mila nell'orizzonte di previsione esplicita.
- entrambi gli advisors operano una valutazione di tipo SOP, considerando separatamente le tre diverse linee di business (distribuzione gas, distribuzione energia elettrica e illuminazione pubblica);
- Le proiezioni dei flussi di cassa sono le stesse, tranne che per una marginale differenza relativa al IV trimestre 2019;
- il ramo gas è valutato sulla base di proiezioni che arrivano al 2033, anno nel quale ha termine la concessione relativa all'ambito Monza

²⁸ Successivamente al periodo temporale di proiezione esplicita è prevista, nel 2025, l'uscita dall'ambito Milano 2, ove la società oggi conta circa 4900 Pdr.

²⁹ E dal terzo sopra menzionato, nel 2025.

Brianza 2. In quell'anno non si formulano ipotesi di aggiudicazione ma si ipotizza un valore terminale uguale al valore di rimborso alla data, assunto uguale dai due advisors. A quella data si ipotizza anche la liquidazione del capitale circolante netto, in relazione al quale si riscontra una differenza estimativa tra i due advisors;

- il ramo distribuzione energia elettrica è valutato sull'orizzonte 2024;
- il ramo illuminazione pubblica è valutato da PwC sull'orizzonte 2024, mentre D&P estende le proiezioni fino al 2037. I flussi di cassa sull'orizzonte comune sono i medesimi, al netto di una marginale differenza relativamente al IV trimestre 2019. D&P sviluppa la proiezione analiticamente nel lungo termine al fine di dare conto della scansione temporale degli investimenti, anticipati rispetto ai relativi ritorni finanziari. PwC perviene ad un risultato simile normalizzando gli investimenti al termine del periodo di previsione esplicita e ponendoli uguali agli ammortamenti (il Nopat è posto uguale al flusso di cassa operativo). L'esito di questi due differenti modi di procedere è la determinazione di un EV di questa linea di business sostanzialmente allineato;
- l'EV complessivo della società risulta pari a 158,559 milioni di euro per PwC e a 162,734 milioni di euro per D&P (valori centrali);
- al netto della PFN, dei fondi rischi e del TFR (grandezze in relazione alle quali si riscontrano i medesimi valori), l'equity value risulta, in termini di valore centrale, pari a 155,720 milioni di euro nella stima di PwC e a 159,896 milioni di euro in quella di D&P (con uno scostamento tra i due risultati pari al 2,68%);
- I range valutativi determinati variano tra 143,8 e 169 milioni di euro per PwC e tra 146,8 e 175,2 milioni di euro per D&P.

RetiPiù

| flussi di cassa | PWC | Distribuzione e gas | Distribuzione e energia elettrica | Illuminazione Pubblica | D&P | Distribuzione gas | Distribuzione e energia elettrica | Illuminazione Pubblica |
|---|----------|---------------------|-----------------------------------|------------------------|----------|-------------------|-----------------------------------|------------------------|
| IVQ 2019 | - 2.682 | - 2.682 | - | - | - 2.328 | - 2.657 | 424 | - 95 |
| 2020 | - 27 | 4.261 | - 134 | - 4.154 | - 27 | 4.261 | - 134 | - 4.154 |
| 2021 | - 625 | 2.802 | - 280 | - 3.147 | - 625 | 2.802 | - 280 | - 3.147 |
| 2022 | - 36.205 | - 31.837 | - 1.575 | - 2.793 | - 36.205 | - 31.837 | - 1.575 | - 2.793 |
| 2023 | 6.527 | 8.882 | 29 | 2.384 | 6.527 | 8.882 | 29 | 2.384 |
| 2024 | 11.581 | 13.384 | 179 | 1.982 | 11.581 | 13.384 | 179 | 1.982 |
| 2025 | 9.423 | 9.423 | | | | 9.423 | | 1.442 |
| 2026 | 9.580 | 9.580 | | | | 9.580 | | 1.468 |
| 2027 | 9.738 | 9.738 | | | | 9.738 | | 1.493 |
| 2028 | 9.898 | 9.898 | | | | 9.898 | | 1.519 |
| 2029 | 10.058 | 10.058 | | | | 10.058 | | 1.545 |
| 2030 | 10.220 | 10.220 | | | | 10.220 | | 1.571 |
| 2031 | 10.383 | 10.383 | | | | 10.383 | | 1.598 |
| 2032 | 10.547 | 10.547 | | | | 10.547 | | 1.617 |
| 2033 | 10.713 | 10.713 | | | | 10.713 | | 1.585 |
| 2034 | - | | | | | | | 1.620 |
| 2035 | - | | | | | | | 1.461 |
| 2036 | - | | | | | | | 1.402 |
| 2037 | - | | | | | | | 1.344 |
| flusso terminale | | | 1.434 | 1.298 | | | 1.434 | 1.322 |
| WACC | | 5,60% | 5,30% | 5,90% | | 5,60% | 5,30% | 5,95% |
| valore attuale flussi periodo esplicito | | 46.293 | - 1.566 | - 12.471 | | 47.619 | - 1.166 | - 2.550 |
| g | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Valore Terminale | | 188.142 | 26.989 | 22.087 | | 188.142 | 27.056 | 22.226 |
| FISCALITA' LATENTE | - | 1.085 | | | - | 435 | | |
| CCN 2033 | | 5.960 | | | | 7.262 | | |
| Valore Terminale | | 193.017 | | | | 194.969 | | 22.226 |
| Valore attuale valore terminale | | 88.867 | 20.834 | 16.602 | | 89.692 | 21.171 | 7.968 |
| EV | 158.559 | 135.160 | 19.268 | 4.131 | 162.734 | 137.311 | 20.005 | 5.418 |
| PFN | - 367 | | | | - 366 | | | |
| TFR | - 1.247 | | | | - 1.247 | | | |
| F.RISCHI | - 1.225 | | | | - 1.225 | | | |
| EQUITY | 155.720 | | | | 159.896 | | | |

RetiPiù – range valutativo

| | PWC | D&P |
|----------------|------------------|---------|
| | range valutativo | |
| valore minimo | 143.782 | 146.750 |
| valore massimo | 169.029 | 175.177 |

AEB

Confrontando i documenti prodotti dai due advisors, in relazione alla valutazione di questo asset, si riscontra quanto segue:

- le ipotesi contenute nel Piano sono quelle della scadenze senza rinnovo della concessione relativa al Centro Sportivo di Giussano e di

quella relativa alle lampade votive nello stesso Comune alla stessa data; del completamento della liquidazione della società Sinergie italiane, in relazione alla quale la società ritiene di confermare il valore di iscrizione a bilancio (72 mila euro);

- proseguirà l'attività di gestione delle farmacie, mentre in relazione al servizio idrico si ipotizza il suo termine alla fine del periodo di proiezione esplicita. Non è stato considerato alcun valore relativamente ad eventuali proventi derivanti dalla cessione onerosa della rete idrica. Il menzionato Patto Parasociale tra A2A e il comune di Seregno prevede peraltro che, ove risultassero proventi, questi spetterebbero ai soci pubblici presenti in AEB prima dell'ingresso di A2A;
- PwC ha operato una stima secondo la metodologia SOP, attribuendo a ciascuna linea di attività uno specifico costo medio ponderato del capitale, mentre D&P ha valutato l'azienda come un'impresa unica;
- trattandosi di una società di dimensioni molto contenute, al netto delle partecipazioni, ma articolata, dal punto di vista delle diverse attività esercitate, le ipotesi utilizzate ai fini della determinazione dei flussi di cassa da attualizzare hanno condotto ad una distribuzione dei flussi medesimi parzialmente differente presso i due advisors;
- la differenza riscontrabile a livello di EV è essenzialmente dovuta ad una diversa riclassificazione dei surplus assets³⁰;
- la differenza tra le valutazioni, a livello di equity value³¹, inferiore a 300 migliaia di euro, appare non significativa ai fini della determinazione dei valori complessivi delle società / rami coinvolti nell'operazione.

³⁰ Si tratta di immobili non strumentali per i quali è stata prodotta, nel gennaio 2020, una relazione di aggiornamento delle perizie di stima già acquisite dalla società nel 2014.

³¹ La differenza riscontrabile a livello di PFN è imputabile per la quasi totalità al diverso trattamento di un credito per dividendi della capogruppo nei confronti di Gelsia.

AEB

| flussi di cassa | PwC | Lampade votive | Centro sportivo | Farmacie | Ramo idrico | Servizi generali | D&P |
|-----------------------------------|---------|----------------|-----------------|----------|-------------|------------------|---------|
| IVQ 2019 | 192 | 14 | - 47 | 277 | 459 | - 511 | 366 |
| 2020 | - 408 | 71 | - 54 | 674 | 1.837 | - 2.936 | - 1.121 |
| 2021 | 1.443 | 41 | | 679 | 1.831 | - 1.108 | 960 |
| 2022 | 1.791 | 41 | | 678 | 1.825 | - 753 | 1.409 |
| 2023 | 1.641 | 41 | | 676 | 1.810 | - 888 | 1.327 |
| 2024 | 2.045 | 41 | | 677 | 1.801 | - 474 | 1.801 |
| flusso terminale | - 100 | 37 | | 526 | | - 663 | 8 |
| WACC | | 6,40% | 6,40% | 6,40% | 1,60% | 6,116% | 6,60% |
| valore attuale flussi 2019 - 2024 | 6.411 | 210 | -96 | 3.046 | 9.107 | - 5.856 | 3.707 |
| g | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | 0 |
| valore terminale | - 2.094 | 582 | 0 | 8.169 | - | - 10.845 | 124 |
| valore terminale attualizzato | - 1.633 | 420 | 0 | 5.888 | - | - 7.941 | 92 |
| surplus assets | 6.235 | | | | | | |
| EV | 11.011 | 629 | - 96 | 8.934 | 9.107 | - 13.797 | 3.799 |
| PFN | - 5.280 | | | | | | - 4.593 |
| TFR | - 575 | | | | | | - 575 |
| fondi rischi | - 1.544 | | | | | | - 1.544 |
| surplus assets | | | | | | | 6.240 |
| dividendi | - 4.557 | | | | | | - 4.557 |
| EQUITY | - 945 | | | | | | - 1.229 |

AEB – range valutativo

| | PWC | D&P |
|----------------|------------------|---------|
| | range valutativo | |
| valore minimo | - 2.704 | - 1.335 |
| valore massimo | 778 | - 1.108 |

Il range valutativo per AEB esposto da D&P nel proprio parere contiene il valore delle partecipazioni, mentre nel prospetto qui riportato i valori sono al netto delle stesse.

4.5 Le conclusioni tratte dagli advisors finanziari ad esito del processo valutativo

L'advisor D&P rassegna le proprie conclusioni in merito alla congruità del rapporto di cambio concordato tra le parti alle pag. da 12 a 18 del proprio Parere. Prima espone i range valutativi ottenuti ad esito della valutazione:

- un range valutativo compreso tra un valore minimo di 283,227 milioni di euro e un valore massimo di 340,017 milioni di euro (con un valore centrale di 309,060 milioni di euro) per quanto AEB prima dell'operazione di scissione;
- un range valutativo compreso tra un valore minimo di 141,780 milioni di euro e un valore massimo di 173,418 milioni di euro (con un valore centrale di 155,811 milioni di euro) per quanto riguarda gli asset di A2A che saranno scissi in AEB.

Il range dei rapporti di cambio viene allora determinato come esposto nel prospetto riassuntivo riportato a pag. 16 e di seguito ripreso dallo scrivente nella tabella di sintesi che segue.

Nella parte alta della tabella sono riportati i range valutativi determinati (valore inferiore, valore centrale e valore superiore) in relazione agli assets A2A e ad AEB e i conseguenti valori della società post scissione.

Nella parte centrale sono riportati i range dei rapporti di cambio riferibili alla partecipazione di A2A nella AEB post scissione, che si collocano in un range compreso tra il 29,4273% (valore minimo) e il 37,9765% (valore massimo), con un valore centrale pari al 33,5170%.

Nella parte bassa della tabella sono riportati i range dei rapporti di cambio riferibili alla partecipazione degli attuali soci di AEB nella AEB post scissione, che si collocano in un range compreso tra il 62,0235% (valore minimo) il 70,5727% (valore massimo), con un valore centrale pari al 66,4830%.

| | | | asset A2A | | |
|---------------------|-----------|---------|-----------|----------|-----------|
| | | | inferiore | centrale | superiore |
| | | | 141.780 | 155.811 | 173.418 |
| AEB | inferiore | 283.227 | 425.007 | 439.038 | 456.645 |
| | centrale | 309.060 | 450.840 | 464.871 | 482.478 |
| | superiore | 340.017 | 481.797 | 495.828 | 513.435 |
| | | | asset A2A | | |
| % possesso A2A | | | inferiore | centrale | superiore |
| | | | 141.780 | 155.811 | 173.418 |
| AEB | inferiore | 283.227 | 33,3595% | 35,4892% | 37,9765% |
| | centrale | 309.060 | 31,4480% | 33,5170% | 35,9432% |
| | superiore | 340.017 | 29,4273% | 31,4244% | 33,7760% |
| | | | asset A2A | | |
| % possesso soci AEB | | | inferiore | centrale | superiore |
| | | | 141.780 | 155.811 | 173.418 |
| AEB | inferiore | 283.227 | 66,6405% | 64,5108% | 62,0235% |
| | centrale | 309.060 | 68,5520% | 66,4830% | 64,0568% |
| | superiore | 340.017 | 70,5727% | 68,5756% | 66,2240% |

L'advisor conclude che il rapporto di cambio considerato nell'operazione di aggregazione, ovvero una percentuale di partecipazione di A2A nel gruppo AEB post scissione pari al 33,5170%, che ricade all'interno del range dei concambi come sopra determinati, è considerato congruo.

Analoga conclusione è raggiunta dall'advisor PwC, nella propria Fairness Opinion emessa il 27 gennaio. L'advisor riassume i risultati ottenuti, ad esito del processo di valutazione operato attraverso la metodologia del DCF, in termini di range valutativi:

- un range valutativo compreso tra un valore minimo di 143 milioni di euro e un valore massimo di 170,4 milioni di euro per quanto riguarda gli asset di A2A scissi in AEB;
- un range valutativo compreso tra un valore minimo di 274,6 milioni di euro e un valore massimo di 335,3 milioni di euro per quanto riguarda il valore di AEB prima dell'operazione di scissione.

Dai risultati valutativi ottenuti, emergono i seguenti range di rapporti di cambio:

- un range del rapporto di cambio compreso tra il 29,9%³² e il 38,3³³% per quanto riguarda la partecipazione di A2A nella AEB post scissione;
- un range del rapporto di cambio compreso tra il 61,7%³⁴ e il 70,1%³⁵ per quanto riguarda la partecipazione degli attuali soci di AEB nella AEB post scissione.

Poiché le parti hanno concordato un rapporto di cambio del 33,52% per il ramo scisso di A2A e del 66,48% per gli attuali soci di AEB, il rapporto di cambio stesso viene giudicato congruo dall'advisor.

4.5. Le analisi di sensitività

Gli advisors hanno esposto i risultati delle valutazioni, come si ripetutamente ricordato, attraverso range di valori, in luogo di un valore unico.

Il range di valori è stato determinato dall'advisor D&P ipotizzando, a partire dal valore centrale come in precedenza esposto, una variazione del Wacc pari a +/- 0,50% attorno al Wacc centrale e una variazione del tasso di crescita perpetua g pari a +/- 0,25% attorno al valore centrale (assunto pari a 0).

L'advisor PwC ha invece operato un'analisi di sensitività assumendo una variazione del Wacc pari a +/- 0,50% attorno al Wacc centrale. Su richiesta dello scrivente PwC ha operato una nuova analisi di sensitività, ove è misurata la variabilità dei risultati anche al variare del tasso g (+/- 0,50%) e con una variazione del Wacc di +/- 1%.

I risultati delle analisi di sensitività, contenuti nell'Appendice B alla presente Relazione, determinano risultati che, nuovamente, si collocano all'interno dei range dei rapporti di cambio illustrati al punto precedente.

La 'tenuta' del rapporto di cambio rispetto alle variazioni dei parametri rappresenta una conseguenza del metodo valutativo adottato, espresso da una relazione funzionale che vede il risultato della valutazione di tutti gli assets variare in modo simile al variare dei parametri stessi. La coerenza

³² Dato da $143/(143+335,3)$, dati in milioni di euro.

³³ Dato da $170,4/(170,4+274,6)$, dati in milioni di euro.

³⁴ Dato da $274,6/(170,4+274,6)$, dati in milioni di euro.

³⁵ Dato da $335,3/(335,3+143)$, dati in milioni di euro.

di metodo, vale a dire l'applicazione della stessa metodologia nella valutazione di tutti gli assets, rappresenta, in sintesi, una premessa per la tenuta del risultato finale del processo. Le variazioni dei risultati della valutazione al variare dei parametri non sono esattamente uguali, in termini numerici, in quanto gli assets oggetto di valutazione presentano differenti distribuzioni temporali dei flussi finanziari generati. Peraltro, queste differenze, come si vede esaminando i prospetti contenuti nell'Appendice 2, non sono tali da porre in discussione il risultato.

Ancora, in questa sede vale ricordare quanto esposto in precedenza, commentando le modalità attraverso le quali i due advisors hanno determinato il Wacc da utilizzarsi a fini valutativi. Le differenze di impostazione hanno condotto alla determinazione di differenti misure del Wacc che, peraltro, apparivano non grandi, in quanto la scelta dei parametri presentava elementi in qualche modo compensativi³⁶; l'analisi di sensitività cattura anche questi effetti in quanto gli intervalli di Wacc utilizzati ai fini della simulazione comprendono quei valori che potrebbero essere determinati ad esito di impostazioni differenti nella costruzione del Wacc stesso.

³⁶ Ci riferiamo al fatto che, ad esito di declinazioni parametriche differenti, gli advisors sono pervenuti a un costo del debito più alto e a un costo dell'equity più basso in un caso e a un costo del debito più basso e a un costo dell'equity più alto nell'altro caso.

5. Considerazioni riassuntive dello scrivente ad esito delle analisi condotte

Ponendo a sintesi quanto fin qui già ampiamente esposto, lo scrivente formula le seguenti considerazioni.

Il rapporto di cambio nasce dai valori attribuiti a due differenti oggetti, in quanto queste valorizzazioni generano le percentuali di partecipazione, nella nuova AEB post scissione, di A2A e dei soci attuali di AEB.

La metodologia utilizzata ai fini della valutazione è la medesima per i due advisors e rappresenta, come già esposto, una metodologia caratterizzata da un solido fondamento teorico e, pertanto, lo scrivente condivide la sua applicazione al caso di specie. La circostanza che tale metodologia sia stata applicata a tutte le società e rami oggetto dell'operazione di aggregazione realizzata per il tramite della scissione garantisce il rispetto di un principio di coerenza che pare particolarmente rilevante nel caso di specie. Dovendosi determinare e poi valutare un rapporto di cambio è importante poter basare il giudizio su valori determinati sulla base di una medesima impostazione. Data la metodologia assunta alla base della valutazione, la declinazione operativa della stessa deve essere operata attraverso la scelta, secondo criteri di ragionevolezza, delle variabili che tale metodologia alimentano. Per quanto riguarda la determinazione del Wacc, abbiamo visto, la scelta dei parametri che concorrono a determinarne il valore è stata operata secondo criteri parzialmente differenti. Le scelte, peraltro, hanno determinato effetti che tendono a compensarsi, con il risultato di produrre stime di costo medio ponderato del capitale simili e complessivamente ragionevoli. Effetti, sui risultati finali della valutazione, di scelte parametriche differenti, infine, sono catturati dall'analisi di sensitività esposti nell'Appendice 2.

Le proiezioni economico finanziarie poste alla base delle stime sono state elaborate e finalizzate attraverso un processo strutturato, nel quale il management delle due società ha avuto ripetute possibilità di confronto ed il supporto dei rispettivi advisors strategici. In questa fase del processo valutativo è necessario che l'attività di proiezione dei flussi futuri di risultato si ispiri a criteri comuni e coerenti. Si tratta di un aspetto di particolare rilievo in una situazione quale questa, ove il processo valutativo è finalizzato

a determinare un rapporto di cambio sul quale lo scrivente è chiamato ad esprimere il proprio giudizio indipendente. In termini pratici, l'affermazione precedente sta a significare che le proiezioni, che debbono essere innanzitutto ragionevoli, non devono patire l'effetto di differenti declinazioni della componente di discrezionalità insita in ogni previsione. In sintesi, i due compendi oggetto di valutazione, dalla valorizzazione dei quali emerge il rapporto di cambio, non possono che essere valutati esprimendo nel medesimo modo la componente di soggettività implicita in ogni previsione. Lo scrivente non ha ragioni per ritenere che tale parità di condizioni non sia stata rispettata nella definizione dell'equilibrio effettivamente raggiunto.

6. Conclusioni

Lo scrivente, ad esito delle analisi svolte, illustrate nei paragrafi precedenti,

- tenuto conto di quanto esposto nel paragrafo 3, "Assunzioni e limitazioni della presente Relazione";
- tenuto conto della natura e dei termini complessivi dell'Operazione in discussione, come descritti nel paragrafo 1;
- tenuto conto del processo che ha condotto le parti ad assumere la decisione di realizzare l'Operazione nei termini sottoposti allo scrivente, con la determinazione di un valore di cambio concordato ad esito di un processo di confronto, supportato dai rispettivi advisors strategici, che è partito dalla firma della Lettera di Intenti e ha condotto alle delibere assunte nel mese di gennaio e febbraio dagli organi amministrativi, nella prospettiva della loro sottoposizione alle rispettive assemblee dei soci;
- tenuto conto che tale processo di confronto ha condotto alla finalizzazione, delle proiezioni economico finanziarie sulla base delle quali sono state poi operate le valutazioni da parte degli advisors finanziari;
- tenuto conto delle modalità di declinazione concreta del calcolo del costo medio ponderato del capitale e dell'effetto delle medesime ai fini della determinazione del rapporto di cambio, anche alla luce degli esiti dell'analisi di sensitività;

53

conclude il proprio lavoro rassegnando la seguente conclusione: "il rapporto di cambio concordato tra le parti - in conseguenza del quale A2A arriverà a detenere, per effetto dell'operazione di scissione, una quota del 33,517% della AEB post scissione e gli attuali soci di AEB deterranno, invece, una quota del 66,483% - può essere considerato congruo".

Pavia 18 marzo 2020

Professor Enrico Cotta Ramusino



Appendice A: Prospetti riepilogativi delle proiezioni finanziarie e delle valutazioni degli advisors finanziari

A2A Illuminazione Pubblica

1 di 2

| CE (k€) | 3M2019 | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|--|-----------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ricavi totali | 15.969 | 54.139 | 49.583 | 47.843 | 49.515 | 51.343 |
| Costi totali | (14.268) | (39.834) | (36.154) | (35.929) | (36.998) | (38.017) |
| Altri costi | (12.044) | (31.643) | (27.392) | (26.963) | (27.804) | (28.591) |
| Costi del personale | (2.223) | (8.191) | (8.763) | (8.966) | (9.194) | (9.426) |
| EBITDA | 1.701 | 14.305 | 13.428 | 11.914 | 12.518 | 13.326 |
| Ammortamenti e svalutazioni | (1.023) | (3.355) | (3.780) | (4.253) | (4.692) | (5.129) |
| Ammortamenti | (868) | (3.246) | (3.780) | (4.253) | (4.692) | (5.129) |
| Accantonamenti | (154) | (108) | - | - | - | - |
| EBIT | 679 | 10.950 | 9.648 | 7.661 | 7.826 | 8.196 |
| Gestione finanziaria | 740 | 3.515 | 3.688 | 3.424 | 3.657 | 3.651 |
| EBT | 1.419 | 14.465 | 13.336 | 11.085 | 11.483 | 11.848 |
| | 30.09.2019 | | | | | |
| Stato Patrimoniale (k€) | Post dividendi | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
| Immobilizzazioni immateriali | 371 | 350 | 334 | 323 | 312 | 301 |
| Immobilizzazioni materiali | 27.756 | 37.371 | 45.514 | 51.405 | 57.073 | 62.092 |
| Immobilizzazioni finanziarie | 4.111 | 4.093 | 3.959 | 3.807 | 3.669 | 3.568 |
| Attivo Fisso | 32.238 | 41.814 | 49.808 | 55.535 | 61.054 | 65.961 |
| Capitale Circolante Commerciale | 10.815 | 797 | 2.911 | 3.538 | 3.378 | 3.115 |
| Altri attività/passività correnti | (1.542) | 2.004 | 2.004 | 2.004 | 2.004 | 2.004 |
| Capitale Circolante Netto | 9.273 | 2.801 | 4.915 | 5.542 | 5.382 | 5.119 |
| Fondo TFR | (3.210) | (2.566) | (2.292) | (2.143) | (1.998) | (1.825) |
| Fondi rischi | (316) | (129) | (129) | (129) | (129) | (129) |
| Capitale Investito Netto | 37.984 | 41.921 | 52.302 | 58.805 | 64.309 | 69.127 |
| CE (k€) | 3M2019 | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
| EBIT | 679 | 10.950 | 9.648 | 7.661 | 7.826 | 8.196 |
| Gestione finanziaria | 740 | 3.515 | 3.688 | 3.424 | 3.657 | 3.651 |
| Imposte | (396) | (4.036) | (3.721) | (3.093) | (3.204) | (3.305) |
| NOPAT | 1.023 | 10.429 | 9.615 | 7.993 | 8.279 | 8.542 |
| Ammortamenti | 868 | 3.246 | 3.780 | 4.253 | 4.692 | 5.129 |
| Delta CCN | 5.999 | 472 | (2.114) | (627) | 161 | 263 |
| Capex | (2.572) | (11.118) | (11.774) | (9.980) | (10.211) | (10.037) |
| FCFF | 5.319 | 3.029 | (493) | 1.639 | 2.921 | 3.897 |

A2A Illuminazione Pubblica

2 di 2

| <i>Chiusura anno fiscale 31-Dic (EUR '000)</i> | | 9M 2019A | 4Q 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | TV |
|--|-----------------|----------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBITDA adj. | | 15.613 | 2.287 | 17.711 | 17.116 | 15.338 | 16.175 | 16.977 | 16.977 |
| NOPAT | | 9.779 | 1.023 | 10.429 | 9.615 | 7.993 | 8.279 | 8.542 | 8.542 |
| FCFF | | 9.220 | 5.319 | 3.029 | (493) | 1.639 | 2.921 | 3.897 | 8.542 |
| | WACC | 5,9% | | | | | | | |
| | Discount Period | | 0,25 | 1,25 | 2,25 | 3,25 | 4,25 | 5,25 | |
| | Discount Factor | | 0,99 | 0,93 | 0,88 | 0,83 | 0,78 | 0,74 | |
| FCFF Attualizzati | | 5.243 | 2.821 | (434) | 1.361 | 2.292 | 2.888 | | |

| IP- Valuation Summary | | DCF |
|------------------------|---------------|---------|
| ∑ PV FCFF | | 14.171 |
| | Discount Rate | 5,88% |
| | g rate | 0,0% |
| Terminal Value | | 145.396 |
| PV of Terminal Value | | 107.742 |
| EV core | | 121.914 |
| Net Financial Position | | (261) |
| TFR | | (3.210) |
| F.do Rischi | | (316) |
| Associates | | |
| Adjustment | | (2.297) |
| Equity Value | | 115.830 |

| WACC | 5,4% | 5,9% | 6,4% |
|-----------|---------|---------|---------|
| Eq. Value | 128.974 | 115.830 | 104.799 |

Note:

- L'analisi valutativa illustrata si basa sull'applicazione del WACC centrale del range di riferimento
- **WACC:** valore medio tra distribuzione energia elettrica e multiutility
- Net Financial Position al 30.09.2019 *pro forma* per considerare la riduzione di capitale sociale deliberata a novembre 2019
- Adjustment pari al dividendo massimo distribuibile da A2A Illuminazione Pubblica nel periodo interinale

Ramo Unareti

1 di 2

| CE (k€) | 3M2019 | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | |
|-------------------------------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Ricavi totali | 3.314 | 13.456 | 13.523 | 13.578 | 13.632 | 13.684 | |
| <i>Ricavi - esclusi TEE</i> | 2.486 | 9.668 | 9.724 | 9.779 | 9.832 | 9.884 | |
| <i>TEE</i> | 828 | 3.789 | 3.800 | 3.800 | 3.800 | 3.800 | |
| Costi totali | (1.845) | (7.330) | (7.377) | (7.425) | (7.474) | (7.523) | |
| <i>Operations and Maintenance</i> | (257) | (1.041) | (1.056) | (1.071) | (1.086) | (1.101) | |
| <i>Gestione Utenti</i> | (53) | (214) | (217) | (220) | (223) | (226) | |
| <i>Costi di Struttura</i> | (207) | (841) | (852) | (864) | (876) | (889) | |
| <i>Canoni</i> | (464) | (1.282) | (1.300) | (1.318) | (1.337) | (1.355) | |
| <i>TEE</i> | (864) | (3.951) | (3.951) | (3.951) | (3.951) | (3.951) | |
| EBITDA (ante TEE) | 1.505 | 6.289 | 6.298 | 6.305 | 6.310 | 6.313 | |
| Ammortamenti e svalutazioni | (383) | (2.162) | (2.239) | (2.318) | (2.397) | (2.477) | |
| EBIT (ante TEE) | 1.122 | 4.127 | 4.059 | 3.988 | 3.913 | 3.836 | |
| Stato Patrimoniale (k€) | 30.09.2019 | 2019F | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
| Immobilizzazioni immateriali | 27.055 | 26.672 | 30.525 | 30.626 | 30.675 | 30.670 | 30.611 |
| Crediti/(Debiti) commerciali | | 993 | 3.025 | 3.040 | 3.052 | 3.064 | 3.076 |
| Imposte anticipate | 1.130 | 1.130 | 1.130 | 1.130 | 1.130 | 1.130 | 1.130 |
| Attivo | 28.185 | 28.795 | 34.680 | 34.796 | 34.857 | 34.864 | 34.817 |
| TFR e debiti personale | (431) | (431) | (431) | (431) | (431) | (431) | (431) |
| CE (k€) | 3M2019 | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | |
| EBIT | 1.122 | 4.127 | 4.059 | 3.988 | 3.913 | 3.836 | |
| TEE | (36) | (163) | (152) | (152) | (152) | (152) | |
| Imposte | (303) | (1.106) | (1.090) | (1.070) | (1.049) | (1.028) | |
| NOPAT | 783 | 2.858 | 2.817 | 2.766 | 2.712 | 2.656 | |
| Ammortamenti | 383 | 2.162 | 2.239 | 2.318 | 2.397 | 2.477 | |
| Delta CCN | (993) | (2.032) | (15) | (12) | (12) | (12) | |
| Capex | 0 | (6.015) | (2.340) | (2.366) | (2.392) | (2.419) | |
| FCFF | 172 | (3.026) | 2.701 | 2.705 | 2.705 | 2.703 | |

Ramo Unareti

2 di 2

| <i>Chiusura anno fiscale 31-Dic (EUR '000)</i> | | 9M 2019A | 4Q 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|--|-----------------|--------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBITDA adj. | | 4.406 | 1.469 | 6.127 | 6.146 | 6.153 | 6.158 | 6.161 |
| NOPAT | | 2.349 | 783 | 2.858 | 2.817 | 2.766 | 2.712 | 2.656 |
| FCFF | | 3.497 | 173 | (3.026) | 2.701 | 2.705 | 2.705 | 2.702 |
| | WACC | 5,6% | | | | | | |
| | Discount Period | | 0,25 | 1,25 | 2,25 | 3,25 | 4,25 | 5,25 |
| | Discount Factor | | 0,99 | 0,93 | 0,88 | 0,84 | 0,79 | 0,75 |
| FCFF Attualizzati | | 170 | (2.827) | 2.390 | 2.266 | 2.146 | 2.031 | |

| DG- Valuation Summary | | DCF | |
|--|---------------|---------------|--------|
| Σ PV FCFF | | 6.176 | |
| | Discount Rate | 5,6% | |
| | g rate | 0,0% | |
| Smobilizzo Attivo fisso VNC - asset rete | | 30.611 | |
| Dismissione VIR | | 90.381 | |
| Plusvalenza/(minusvalenza) | | 59.770 | |
| Effetto fiscale Plusvalenza/(minusvalenza) | | (15.546) | |
| Totale dismissione asset al 2033 | | 74.836 | |
| Dismissione CCN | | 3.076 | |
| Dismissione al 2023 Altri asset (B) | | 3.076 | |
| Totale smobilizzo VNC (A+B) | | 77.912 | |
| PV dismissione VIR | | 58.546 | |
| EV core | | 64.722 | |
| Net Financial Position | | - | |
| Unfunded Pensions | | (431) | |
| Non-controlling Interests | | | |
| Associates | | | |
| Adjustment | | (24.500) | |
| Equity Value | | 39.791 | |
| WACC | 5,1% | 5,6% | 6,1% |
| Eq. Value | 41.407 | 39.791 | 38.221 |

Note:

- L'analisi valutativa illustrata si basa sull'applicazione del WACC centrale del range di riferimento
- **WACC:** distribuzione gas
- Smobilizzo a fine 2024 dell'attivo fisso (liquidato a Valore di Rimborso), con effetto fiscale sulla plusvalenza latente
- Liquidazione del CCN al 2024
- Adjustment pari al debito finanziario del ramo
- L'Equity Value del Ramo, applicando la valutazione con metodo patrimoniale a VR, è pari a 50,5 M€

| Dettaglio effetto fiscale plusvalenza | |
|---------------------------------------|-----------------|
| Incasso VR | 90.381 |
| VN contabile | 30.611 |
| Imponibile anticipate | 4.050 |
| VN fiscale | 34.662 |
| Plusvalenza fiscale | 55.720 |
| Tassazione plusvalenza | (15.546) |

AEB – Lampade votive

1 di 2

| Lampade Votive | set-19 | 2.019 | 2.020 | 2.021 | 2.022 | 2.023 | 2.024 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Ricavi delle vendite delle prestazioni | 157 | 209 | 209 | 123 | 124 | 125 | 125 |
| Altri ricavi e proventi | 71 | 74 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| Totale ricavi operativi | 228 | 283 | 215 | 129 | 130 | 131 | 131 |
| Costi operativi | (69) | (103) | (113) | (68) | (69) | (70) | (70) |
| Valore aggiunto | 159 | 180 | 102 | 61 | 61 | 61 | 61 |
| Costo del personale | (22) | (23) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Margine Operativo Lordo (EBITDA) | 137 | 157 | 102 | 61 | 61 | 61 | 61 |
| Ricavi/(Costi) non ricorrenti | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA post partite non ricorrenti | 137 | 157 | 102 | 61 | 61 | 61 | 61 |
| Amm.ti e svalutaz. di immobilizzazioni | (12) | (17) | (14) | (12) | (12) | (12) | (11) |
| Accant.ti per rischi su crediti e diversi | (7) | (9) | (9) | (9) | (9) | (9) | (9) |
| Margine Operativo Netto (EBIT) | 118 | 131 | 79 | 40 | 40 | 41 | 41 |

| CE (k€) | 3M2019 | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| EBIT | 13 | 79 | 40 | 40 | 41 | 41 |
| Imposte | (4) | (22) | (11) | (11) | (11) | (11) |
| NOPAT | 9 | 57 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| Ammortamenti | 5 | 14 | 12 | 12 | 12 | 11 |
| FCFF | 14 | 71 | 41 | 41 | 41 | 41 |

AEB – Lampade votive 2 di 2

| <i>Chiusura anno fiscale 31-Dic (EUR '000)</i> | | 9M 2019A | 4Q 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | TV |
|--|-----------------|----------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| EBITDA adj. | | 130 | 18 | 93 | 52 | 52 | 52 | 52 | 52 |
| NOPAT | | 85 | 9 | 57 | 29 | 29 | 29 | 29 | 37 |
| FCFF | | 97 | 14 | 71 | 41 | 41 | 41 | 41 | 37 |
| | WACC | 6,4% | | | | | | | |
| | Discount Period | | 0,25 | 1,25 | 2,25 | 3,25 | 4,25 | 5,25 | |
| | Discount Factor | | 0,98 | 0,92 | 0,87 | 0,82 | 0,77 | 0,72 | |
| FCFF Attualizzati | | | 14 | 66 | 36 | 33 | 32 | 29 | |

| - Valuation Summary | | DCF |
|-----------------------------|------|------------|
| Σ PV FCFF | | 210 |
| Discount Rate | 6,4% | |
| g rate | 0,0% | |
| Terminal Value | | 582 |
| PV of Terminal Value | | 420 |
| EV core | | 629 |

| | | | |
|------------------|------|------|------|
| WACC | 5,9% | 6,4% | 6,9% |
| Eq. Value | 679 | 629 | 587 |

Note:

- L'analisi valutativa illustrata si basa sull'applicazione del WACC centrale del range di riferimento
- **WACC: multiutility**

AEB – Centro sportivo

1 di 2

| Centro Sportivo | set-19 | 2.019 | 2.020 |
|---|---------------|--------------|--------------|
| Ricavi delle vendite delle prestazioni | 653 | 803 | 818 |
| Altri ricavi e proventi | 42 | 46 | 38 |
| Totale ricavi operativi | 695 | 849 | 856 |
| Costi operativi | (239) | (331) | (340) |
| Valore aggiunto | 456 | 518 | 516 |
| Costo del personale | (462) | (594) | (617) |
| Margine Operativo Lordo (EBITDA) | (6) | (76) | (101) |
| Ricavi/(Costi) non ricorrenti | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA post partite non ricorrenti | (6) | (76) | (101) |
| Amm.ti e svalutaz. di immobilizzazioni | (40) | (56) | (80) |
| Accant.ti per rischi su crediti e diversi | (4) | (5) | (5) |
| Margine Operativo Netto (EBIT) | (50) | (137) | (186) |

| CE (k€) | 3M2019 | 2020BDG |
|----------------|---------------|----------------|
| EBIT | (87) | (186) |
| Imposte | 24 | 52 |
| NOPAT | (63) | (134) |

| | | |
|--------------|-------------|-------------|
| Ammortamenti | 16 | 80 |
| FCFF | (47) | (54) |

AEB – Centro sportivo
2 di 2

| <i>Chiusura anno fiscale 31-Dic (EUR '000)</i> | | 9M 2019A | 4Q 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | TV |
|--|-----------------|----------|-------------|-------------|-------|-------|-------|-------|----|
| EBITDA adj. | | (10) | (71) | (106) | - | - | - | - | - |
| NOPAT | | (36) | (63) | (134) | - | - | - | - | - |
| FCFF | | 4 | (47) | (54) | - | - | - | - | - |
| | WACC | 6,4% | | | | | | | |
| | Discount Period | | 0,25 | 1,25 | 2,25 | 3,25 | 4,25 | 5,25 | |
| | Discount Factor | | 0,98 | 0,92 | 0,87 | 0,82 | 0,77 | 0,72 | |
| FCFF Attualizzati | | | (46) | (50) | - | - | - | - | |

| - Valuation Summary | | DCF |
|----------------------|------|-------------|
| Σ PV FCFF | | (96) |
| Discount Rate | 6,4% | |
| g rate | 0,0% | |
| Terminal Value | | - |
| PV of Terminal Value | | - |
| EV core | | (96) |

| | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|
| WACC | 5,9% | 6,4% | 6,9% |
| Eq. Value | (96) | (96) | (96) |

Note:

- L'analisi valutativa illustrata si basa sull'applicazione del WACC centrale del range di riferimento
- **WACC:** multiutility
- Prevista cessione del business a fine 2020

AEB – Farmacie

1 di 2

| Farmacie | set-19 | 2.019 | 2.020 | 2.021 | 2.022 | 2.023 | 2.024 |
|---|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ricavi delle vendite delle prestazioni | 6.262 | 8.565 | 8.785 | 8.855 | 8.926 | 8.997 | 9.069 |
| Altri ricavi e proventi | 103 | 124 | 86 | 87 | 87 | 88 | 88 |
| Totale ricavi operativi | 6.365 | 8.689 | 8.871 | 8.942 | 9.013 | 9.085 | 9.158 |
| Costi operativi | (4.698) | (6.344) | (6.578) | (6.631) | (6.684) | (6.737) | (6.791) |
| Valore aggiunto | 1.667 | 2.345 | 2.293 | 2.311 | 2.329 | 2.348 | 2.366 |
| Costo del personale | (1.174) | (1.509) | (1.537) | (1.549) | (1.562) | (1.574) | (1.587) |
| Margine Operativo Lordo (EBITDA) | 493 | 836 | 756 | 762 | 767 | 773 | 779 |
| Ricavi/(Costi) non ricorrenti | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA post partite non ricorrenti | 493 | 836 | 756 | 762 | 767 | 773 | 779 |
| Amm.ti e svalutaz. di immobilizzazioni | (326) | (433) | (463) | (464) | (448) | (424) | (413) |
| Accant.ti per rischi su crediti e diversi | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Margine Operativo Netto (EBIT) | 167 | 403 | 293 | 298 | 320 | 349 | 367 |

| CE (k€) | 3M2019 | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT | 236 | 293 | 298 | 320 | 349 | 367 |
| Imposte | (66) | (82) | (83) | (89) | (97) | (102) |
| NOPAT | 170 | 211 | 215 | 230 | 252 | 264 |

| | | | | | | |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Ammortamenti | 107 | 463 | 464 | 448 | 424 | 413 |
| FCFF | 277 | 674 | 679 | 678 | 676 | 677 |

AEB – Farmacie 2 di 2

| <i>Chiusura anno fiscale 31-Dic (EUR '000)</i> | | 9M 2019A | 4Q 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | TV |
|--|-----------------|----------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| EBITDA adj. | | 493 | 343 | 756 | 762 | 767 | 773 | 779 | 779 |
| NOPAT | | 120 | 170 | 211 | 215 | 230 | 252 | 264 | 526 |
| FCFF | | 446 | 277 | 674 | 679 | 678 | 676 | 677 | 526 |
| | WACC | 6,4% | | | | | | | |
| | Discount Period | | 0,25 | 1,25 | 2,25 | 3,25 | 4,25 | 5,25 | |
| | Discount Factor | | 0,98 | 0,92 | 0,87 | 0,82 | 0,77 | 0,72 | |
| FCFF Attualizzati | | 273 | 624 | 590 | 553 | 518 | 488 | | |

| - Valuation Summary | | DCF |
|----------------------|------|-------|
| Σ PV FCFF | | 3.046 |
| Discount Rate | 6,4% | |
| g rate | 0,0% | |
| Terminal Value | | 8.169 |
| PV of Terminal Value | | 5.888 |
| EV core | | 8.934 |

| | | | |
|-----------|-------|-------|-------|
| WACC | 5,9% | 6,4% | 6,9% |
| Eq. Value | 9.631 | 8.934 | 8.336 |

Note:

- L'analisi valutativa illustrata si basa sull'applicazione del WACC centrale del range di riferimento
- **WACC: multiutility**

AEB – Ramo idrico

1 di 2

| Servizio Idrico | set-19 | 2.019 | 2.020 | 2.021 | 2.022 | 2.023 | 2.024 |
|---|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ricavi delle vendite delle prestazioni | 1.153 | 1.537 | 1.528 | 1.516 | 1.505 | 1.493 | 1.483 |
| Altri ricavi e proventi | 260 | 345 | 345 | 348 | 351 | 342 | 342 |
| Totale ricavi operativi | 1.413 | 1.882 | 1.873 | 1.864 | 1.856 | 1.836 | 1.825 |
| Costi operativi | (5) | (8) | (8) | (8) | (8) | (8) | (8) |
| Valore aggiunto | 1.408 | 1.874 | 1.865 | 1.856 | 1.848 | 1.827 | 1.817 |
| Costo del personale | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Margine Operativo Lordo (EBITDA) | 1.408 | 1.874 | 1.865 | 1.856 | 1.848 | 1.827 | 1.817 |
| Ricavi/(Costi) non ricorrenti | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA post partite non ricorrenti | 1.408 | 1.874 | 1.865 | 1.856 | 1.848 | 1.827 | 1.817 |
| Amm.ti e svalutaz. di immobilizzazioni | (1.324) | (1.765) | (1.765) | (1.765) | (1.765) | (1.765) | (1.759) |
| Accant.ti per rischi su crediti e diversi | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Margine Operativo Netto (EBIT) | 84 | 109 | 100 | 91 | 83 | 62 | 58 |

| CE (k€) | 3M2019 | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT | 25 | 100 | 91 | 83 | 62 | 58 |
| Imposte | (7) | (28) | (25) | (23) | (17) | (16) |
| NOPAT | 18 | 72 | 65 | 60 | 45 | 42 |

| | | | | | | |
|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ammortamenti | 441 | 1.765 | 1.765 | 1.765 | 1.765 | 1.759 |
| FCFF | 459 | 1.837 | 1.831 | 1.825 | 1.810 | 1.801 |

AEB – Ramo idrico 2 di 2

| <i>Chiusura anno fiscale 31-Dic (EUR '000)</i> | | 9M 2019A | 4Q 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | TV |
|--|-----------------|----------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| EBIT adj. | | 84 | 25 | 100 | 91 | 83 | 62 | 58 | - |
| NOPAT | | 61 | 18 | 72 | 65 | 60 | 45 | 42 | - |
| FCFF | | 1.385 | 459 | 1.837 | 1.831 | 1.825 | 1.810 | 1.801 | - |
| | WACC | 1,6% | | | | | | | |
| | Discount Period | | 0,25 | 1,25 | 2,25 | 3,25 | 4,25 | 5,25 | |
| | Discount Factor | | 1,00 | 0,98 | 0,96 | 0,95 | 0,93 | 0,92 | |
| FCFF Attualizzati | | | 457 | 1.801 | 1.766 | 1.733 | 1.692 | 1.657 | |

| - Valuation Summary | | DCF |
|----------------------|---------------|-------|
| Σ PV FCFF | | 9.107 |
| | Discount Rate | 1,6% |
| | g rate | 0,0% |
| Terminal Value | | - |
| PV of Terminal Value | | - |
| EV core | | 9.107 |

| | | | |
|-----------|-------|-------|-------|
| WACC | 1,1% | 1,6% | 2,1% |
| Eq. Value | 9.246 | 9.107 | 8.972 |

Note:

- L'analisi valutativa illustrata si basa sull'applicazione del WACC centrale del range di riferimento
- **WACC:** risk free
- Scadenza canone al 2024 (come da convenzione con BrianzAcque)
- Valore residuo dei cespiti al 2024 nullo (in linea con il VNC)

AEB – Servizi generali

1 di 2

| Servizi Generali | set-19 | 2.019 | 2.020 | 2.021 | 2.022 | 2.023 | 2.024 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ricavi delle vendite delle prestazioni | 2.314 | 2.923 | 3.310 | 3.337 | 3.363 | 3.390 | 3.417 |
| Altri ricavi e proventi | 1.183 | 1.469 | 1.589 | 1.281 | 1.294 | 1.330 | 1.340 |
| Totale ricavi operativi | 3.497 | 4.392 | 4.899 | 4.618 | 4.657 | 4.719 | 4.757 |
| Costi operativi | (1.464) | (2.277) | (3.026) | (2.230) | (1.877) | (1.830) | (1.784) |
| Valore aggiunto | 2.033 | 2.115 | 1.873 | 2.388 | 2.780 | 2.889 | 2.973 |
| Costo del personale | (2.761) | (3.605) | (3.711) | (3.741) | (3.771) | (3.677) | (3.585) |
| Margine Operativo Lordo (EBITDA) | (728) | (1.490) | (1.838) | (1.353) | (991) | (787) | (612) |
| Ricavi/(Costi) non ricorrenti | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA post partite non ricorrenti | (728) | (1.490) | (1.838) | (1.353) | (991) | (787) | (612) |
| Amm.ti e svalutaz di immobilizzazioni | (403) | (541) | (806) | (806) | (820) | (785) | (728) |
| Accant.ti per rischi su crediti e diversi | 0 | 0 | (200) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Margine Operativo Netto (EBIT) | (1.131) | (2.031) | (2.844) | (2.159) | (1.811) | (1.572) | (1.340) |

| | | | | | | |
|--------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| CAPEX | (2.160) | (1.776) | (268) | (208) | (508) | (208) |
|--------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | | |
|------------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Delta NWC | 85 | (89) | (59) | (31) | (28) |
|------------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|

| CE (k€) | 3M2019 | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|
| EBIT | (900) | (2.844) | (2.159) | (1.811) | (1.572) | (1.340) |
| Imposte | 251 | 793 | 602 | 505 | 439 | 374 |
| NOPAT | (649) | (2.051) | (1.556) | (1.306) | (1.134) | (966) |
| Ammortamenti | 138 | 806 | 806 | 820 | 785 | 728 |
| Delta CCN | - | 85 | (89) | (59) | (31) | (28) |
| Capex | - | (1.776) | (268) | (208) | (508) | (208) |
| FCF⁺ | (511) | (2.936) | (1.108) | (753) | (888) | (474) |

AEB – Servizi generali 2 di 2

| <i>Chiusura anno fiscale 31-Dic (EUR '000)</i> | 9M 2019A | 4Q 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | TV |
|--|----------|----------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| EBITDA adj. | (728) | (762) | (2.038) | (1.353) | (991) | (787) | (612) | (612) |
| NOPAT | (815) | (649) | (2.051) | (1.556) | (1.306) | (1.134) | (966) | (663) |
| FCFF | (412) | (511) | (2.936) | (1.108) | (753) | (888) | (474) | (663) |
| WACC | 6,1% | | | | | | | |
| Discount Period | | 0,25 | 1,25 | 2,25 | 3,25 | 4,25 | 5,25 | |
| Discount Factor | | 0,99 | 0,93 | 0,87 | 0,82 | 0,78 | 0,73 | |
| FCFF Attualizzati | (503) | (2.726) | (969) | (621) | (690) | (347) | | |

| - Valuation Summary | DCF |
|-----------------------------|----------|
| Σ PV FCFF | (5.856) |
| Discount Rate | 6,116% |
| g rate | 0,0% |
| Terminal Value | (10.845) |
| PV of Terminal Value | (7.941) |
| EV core | (13.798) |

| | | | |
|------------------|----------|----------|----------|
| WACC | 5,6% | 6,1% | 6,6% |
| Eq. Value | (14.781) | (13.798) | (12.960) |

Note:

- L'analisi valutativa illustrata si basa sull'applicazione del WACC centrale del range di riferimento
- **WACC: multiutility**

Gelsia – Vendita gas ed energia elettrica 1 di 2

| CE VENDITA | set-19 | 2.019 | 2.020 | 2.021 | 2.022 | 2.023 | 2.024 |
|---|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ricavi delle vendite delle prestazioni | 116.901 | 171.932 | 185.942 | 186.506 | 185.052 | 197.998 | 221.610 |
| Altri ricavi e proventi | 4.893 | 5.337 | 1.567 | 1.494 | 1.253 | 1.447 | 1.619 |
| Totale ricavi operativi | 121.794 | 177.269 | 187.509 | 188.000 | 186.305 | 199.444 | 223.229 |
| Costi operativi | (108.651) | (158.496) | (170.619) | (170.058) | (167.542) | (179.624) | (201.668) |
| Valore aggiunto | 13.143 | 18.773 | 16.890 | 17.942 | 18.763 | 19.820 | 21.562 |
| Costo del personale | (2.378) | (2.950) | (3.157) | (3.184) | (3.207) | (3.233) | (3.259) |
| EBITDA/ MOL | 10.765 | 15.823 | 13.733 | 14.758 | 15.556 | 16.588 | 18.303 |
| Ricavi/(Costi) non ricorrenti | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| MOL post partite non ricorrenti | 10.765 | 15.823 | 13.733 | 14.758 | 15.556 | 16.588 | 18.303 |
| Amm.ti e svalutaz. di immobilizzazioni | (58) | (78) | (176) | (201) | (220) | (239) | (271) |
| Accant.ti per rischi su crediti e diversi | (310) | (517) | (500) | (520) | (539) | (577) | (645) |
| Margine Operativo Netto (Ebit) | 10.397 | 15.228 | 13.057 | 14.037 | 14.797 | 15.772 | 17.387 |
| CAPEX | | | (734) | (170) | (170) | (170) | (170) |
| Delta NWC | | (10.835) | 491 | (364) | (188) | (225) | (285) |

| CE (k€) | 3M2019 | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT | 4.831 | 13.057 | 14.037 | 14.797 | 15.772 | 17.387 |
| Imposte | (1.348) | (3.643) | (3.916) | (4.128) | (4.400) | (4.851) |
| NOPAT | 3.483 | 9.414 | 10.121 | 10.669 | 11.372 | 12.536 |
| Ammortamenti | 20 | 176 | 201 | 220 | 239 | 271 |
| Delta CCN | (10.835) | 491 | (364) | (188) | (225) | (285) |
| Capex | - | (734) | (170) | (170) | (170) | (170) |
| FCFF | (7.332) | 9.347 | 9.788 | 10.530 | 11.215 | 12.352 |

Gelsia – Vendita gas ed energia elettrica

2 di 2

| <i>Chiusura anno fiscale 31-Dic (EUR '000)</i> | | 9M 2019A | 4Q 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | TV |
|--|-----------------|----------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBITDA adj. | | 10.455 | 4.851 | 13.233 | 14.238 | 15.017 | 16.011 | 17.658 | 16.229 |
| NOPAT | | 7.496 | 3.483 | 9.414 | 10.121 | 10.669 | 11.372 | 12.536 | 11.505 |
| FCFF | | 7.554 | (7.332) | 9.347 | 9.788 | 10.530 | 11.215 | 12.352 | 11.505 |
| | WACC | 6,8% | | | | | | | |
| | Discount Period | | 0,25 | 1,25 | 2,25 | 3,25 | 4,25 | 5,25 | |
| | Discount Factor | | 0,98 | 0,92 | 0,86 | 0,81 | 0,76 | 0,71 | |
| FCFF Attualizzati | | | (7.212) | 8.607 | 8.438 | 8.498 | 8.473 | 8.736 | |

| - Valuation Summary | | DCF |
|----------------------|---------------|---------|
| Σ PV FCFF | | 35.541 |
| | Discount Rate | 6,8% |
| | g rate | 0,0% |
| Terminal Value | | 168.737 |
| PV of Terminal Value | | 119.348 |
| EV core | | 154.889 |

| WACC | 6,3% | 6,8% | 7,3% |
|-----------|---------|---------|---------|
| Eq. Value | 168.196 | 154.889 | 143.406 |

Note:

- L'analisi valutativa illustrata si basa sull'applicazione del WACC centrale del range di riferimento
- **WACC:** vendita
- EBITDA di Terminal Value calcolato sulla media degli ultimi 3 anni di piano, per normalizzare la crescita attesa

Gelsia – Servizi generali

1 di 2

| SERVIZI GENERALI | set-19 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ricavi delle vendite delle prestazioni | 78 | 190 | 210 | 212 | 214 | 216 | 217 |
| Altri ricavi e proventi | 78 | 104 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Totale ricavi operativi | 156 | 294 | 212 | 214 | 216 | 218 | 219 |
| Costi operativi | (2.544) | (3.406) | (3.721) | (3.694) | (3.709) | (3.739) | (3.769) |
| Valore aggiunto | (2.330) | (3.112) | (3.509) | (3.480) | (3.493) | (3.521) | (3.549) |
| Costo del personale | (1) | (2) | (2) | (2) | (2) | (2) | (2) |
| EBITDA / MOL | (2.331) | (3.114) | (3.511) | (3.482) | (3.495) | (3.523) | (3.551) |
| Ricavi/(Costi) non ricorrenti | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| MOL post partite non ricorrenti | (2.331) | (3.114) | (3.511) | (3.482) | (3.495) | (3.523) | (3.551) |
| Amm.ti e svalutaz di immobilizzazioni | (134) | (184) | (206) | (201) | (187) | (126) | (129) |
| Accant.ti per rischi su crediti e diversi | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Margine Operativo Netto (Ebit) | (2.465) | (3.298) | (3.717) | (3.683) | (3.682) | (3.649) | (3.680) |
| CAPEX | | | (128) | (95) | (95) | (95) | (95) |

| CE (k€) | 3M2019 | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| EBIT | (833) | (3.717) | (3.683) | (3.682) | (3.649) | (3.680) |
| Imposte | 232 | 1.037 | 1.028 | 1.027 | 1.018 | 1.027 |
| NOPAT | (601) | (2.680) | (2.655) | (2.655) | (2.631) | (2.653) |

| | | | | | | |
|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ammortamenti | 50 | 206 | 201 | 187 | 126 | 129 |
| Delta CCN | - | - | - | - | - | - |
| Capex | - | (128) | (95) | (95) | (95) | (95) |
| FCFF | (551) | (2.602) | (2.549) | (2.563) | (2.600) | (2.619) |

Gelsia – Servizi generali

2 di 2

| Chiusura anno fiscale 31-Dic (EUR '000) | | 4Q 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | TV |
|---|-----------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EBITDA adj. | | (783) | (3.511) | (3.482) | (3.495) | (3.523) | (3.551) | (3.512) |
| NOPAT | | (601) | (2.680) | (2.655) | (2.655) | (2.631) | (2.653) | (2.626) |
| FCFF | | (551) | (2.602) | (2.549) | (2.563) | (2.600) | (2.619) | (2.626) |
| | WACC | | | | | | | |
| | Discount Period | | 0,25 | 1,25 | 2,25 | 3,25 | 4,25 | 5,25 |
| | Discount Factor | | 0,98 | 0,92 | 0,86 | 0,81 | 0,76 | 0,71 |
| FCFF Attualizzati | | (542) | (2.396) | (2.198) | (2.068) | (1.964) | (1.853) | |

| - Valuation Summary | | DCF |
|----------------------|---------------|----------|
| Σ PV FCFF | | (11.020) |
| | Discount Rate | 6,8% |
| | g rate | 0,0% |
| Terminal Value | | (38.506) |
| PV of Terminal Value | | (27.235) |
| EV core | | (38.255) |

| WACC | 6,3% | 6,8% | 7,3% |
|-----------|----------|----------|----------|
| Eq. Value | (41.299) | (38.255) | (35.628) |

Note:

- L'analisi valutativa illustrata si basa sull'applicazione del WACC centrale del range di riferimento
- **WACC:** vendita
- EBITDA di Terminal Value pari alla media degli ultimi 3 anni di piano, in linea con la *Vendita gas ed energia elettrica*

Gelsia – Impianti

1 di 2

| IMPIANTI | set-19 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ricavi delle vendite delle prestazioni | 3.964 | 6.398 | 5.841 | 8.187 | 9.664 | 11.141 | 11.230 |
| Altri ricavi e proventi | 359 | 890 | 221 | 524 | 524 | 528 | 532 |
| Totale ricavi operativi | 4.323 | 7.288 | 6.062 | 8.711 | 10.188 | 11.669 | 11.763 |
| Costi operativi | (4.063) | (5.763) | (5.241) | (6.755) | (7.894) | (9.033) | (9.105) |
| Valore aggiunto | 260 | 1.525 | 821 | 1.956 | 2.294 | 2.636 | 2.657 |
| Costo del personale | (541) | (658) | (722) | (728) | (734) | (740) | (746) |
| EBITDA/ MOL | (281) | 867 | 99 | 1.228 | 1.560 | 1.896 | 1.911 |
| Ricavi/(Costi) non ricorrenti | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| MOL post partite non ricorrenti | (281) | 867 | 99 | 1.228 | 1.560 | 1.896 | 1.911 |
| Amm.ti e svalutaz. di immobilizzazioni | (1.426) | (1.910) | (2.144) | (2.399) | (2.687) | (2.941) | (2.928) |
| Accant.ti per rischi su crediti e diversi | (1.070) | (1.111) | (100) | (101) | (102) | (103) | (104) |
| EBIT | (2.777) | (2.154) | (2.145) | (1.272) | (1.229) | (1.148) | (1.120) |
| CAPEX | | | (5.877) | (3.700) | (3.700) | (1.350) | (1.350) |

| CE (k€) | 3M2019 | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT | 623 | (2.145) | (1.272) | (1.229) | (1.148) | (1.120) |
| Imposte | (174) | 598 | 355 | 343 | 320 | 312 |
| NOPAT | 449 | (1.547) | (917) | (886) | (827) | (807) |

| | | | | | | |
|--------------|------------|----------------|----------------|----------------|------------|------------|
| Ammortamenti | 484 | 2.144 | 2.399 | 2.687 | 2.941 | 2.928 |
| Delta CCN | - | - | - | - | - | - |
| Capex | - | (5.877) | (3.700) | (3.700) | (1.350) | (1.350) |
| FCFF | 933 | (5.280) | (2.218) | (1.899) | 764 | 770 |

Gelsia – Impianti

2 di 2

| <i>Chiusura anno fiscale 31-Dic (EUR '000)</i> | | 4Q 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | TV |
|--|-----------------|----------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| EBITDA adj. | | 1.107 | (1) | 1.127 | 1.458 | 1.794 | 1.808 | 1.808 |
| NOPAT | | 449 | (1.547) | (917) | (886) | (827) | (807) | 330 |
| FCFF | | 933 | (5.280) | (2.218) | (1.899) | 764 | 770 | 330 |
| | WACC | | 6,4% | | | | | |
| | Discount Period | 0,25 | 1,25 | 2,25 | 3,25 | 4,25 | 5,25 | |
| | Discount Factor | 0,98 | 0,92 | 0,87 | 0,82 | 0,77 | 0,72 | |
| FCFF Attualizzati | | 919 | (4.883) | (1.928) | (1.551) | 586 | 555 | |

| - Valuation Summary | | DCF |
|----------------------|---------------|---------|
| Σ PV FCFF | | (6.302) |
| | Discount Rate | 6,4% |
| | g rate | 0,0% |
| Terminal Value | | 5.128 |
| PV of Terminal Value | | 3.696 |
| EV core | | (2.606) |

| WACC | 5,9% | 6,4% | 6,9% |
|-----------|---------|---------|---------|
| Eq. Value | (2.241) | (2.606) | (2.910) |

Note:

- L'analisi valutativa illustrata si basa sull'applicazione del WACC centrale del range di riferimento
- **WACC:** vendita
- EBITDA di Terminal Value pari all'ultimo anno di piano, in considerazione degli investimenti sostenuti in arco piano

Gelsia Ambiente – Gara 1 di 2

| Servizio Rifiuti Urbani | IVQ 2019 | 2.020 | 2.021 | 2.022 | 2.023 | 2.024 | 2.025 | 2.026 | 2.027 | 2.028 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ricavi delle vendite e delle prestazioni | 9.419 | 38.850 | 38.692 | 39.003 | 39.315 | 39.629 | 39.946 | 40.266 | 40.588 | 40.913 |
| Altri ricavi e proventi | 2.628 | 11.242 | 11.226 | 11.286 | 11.376 | 11.467 | 11.559 | 11.652 | 11.745 | 11.839 |
| Valore della produzione | 12.047 | 50.092 | 49.918 | 50.289 | 50.691 | 51.097 | 51.505 | 51.917 | 52.333 | 52.751 |
| Costi della produzione | - 6.848 | - 29.590 | - 29.113 | - 29.278 | - 29.512 | - 29.749 | - 29.987 | - 30.226 | - 30.468 | - 30.712 |
| Valore Aggiunto | 5.199 | 20.503 | 20.805 | 21.011 | 21.179 | 21.348 | 21.519 | 21.691 | 21.865 | 22.040 |
| Personale | - 4.477 | - 16.857 | - 16.977 | - 17.102 | - 17.239 | - 17.377 | - 17.516 | - 17.656 | - 17.798 | - 17.940 |
| EBITDA | 722 | 3.646 | 3.828 | 3.908 | 3.939 | 3.971 | 4.003 | 4.035 | 4.067 | 4.100 |
| Ricavi/(Costi) non ricorrenti | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| EBITDA post partite non ricorrenti | 722 | 3.646 | 3.828 | 3.908 | 3.939 | 3.971 | 4.003 | 4.035 | 4.067 | 4.100 |
| Amm.ti e svalutaz. di immobilizzazioni | - 520 | - 2.165 | - 2.232 | - 2.221 | - 2.272 | - 2.322 | - 2.228 | - 2.134 | - 2.040 | - 1.946 |
| Accantati per rischi su crediti e diversi | - 8 | - 13 | - 13 | - 13 | - 13 | - 13 | - 13 | - 13 | - 13 | - 13 |
| EBIT | 194 | 1.468 | 1.583 | 1.674 | 1.654 | 1.636 | 1.762 | 1.888 | 2.014 | 2.141 |
| CAPEX | (1.034) | (2.365) | (5.941) | (2.050) | (1.031) | (1.400) | (900) | (900) | (500) | (400) |
| Delta NWC | 107 | (154) | (40) | (51) | (26) | (19) | (19) | (5) | (5) | (5) |

| CE (k€) | 3M2019 | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT | 194 | 1.468 | 1.583 | 1.674 | 1.654 | 1.636 | 1.762 | 1.888 | 2.014 | 2.141 |
| Imposte | (54) | (409) | (442) | (467) | (462) | (456) | (491) | (527) | (562) | (597) |
| NOPAT | 140 | 1.058 | 1.141 | 1.207 | 1.193 | 1.179 | 1.270 | 1.361 | 1.452 | 1.543 |
| Ammortamenti | 520 | 2.165 | 2.232 | 2.221 | 2.272 | 2.322 | 2.228 | 2.134 | 2.040 | 1.946 |
| Delta CCN | 107 | (40) | (51) | (26) | (19) | (19) | (5) | (5) | (5) | (5) |
| Capex | (1.034) | (5.941) | (2.050) | (1.031) | (1.400) | (900) | (900) | (500) | (400) | (300) |
| FCFF | (267) | (2.758) | 1.272 | 2.371 | 2.046 | 2.583 | 2.593 | 2.990 | 3.087 | 3.184 |

Gelsia Ambiente – Gara 2 di 2

| Chiusura anno fiscale 31-Dic (EUR '000) | 9M 2019A | 4Q 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | TV |
|---|----------|----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA adj. | 2.692 | 714 | 3.633 | 3.815 | 3.895 | 3.926 | 3.958 | 3.990 | 4.022 | 4.054 | 4.087 | 3.931 |
| NOPAT | 916 | 140 | 1.058 | 1.141 | 1.207 | 1.193 | 1.179 | 1.270 | 1.361 | 1.452 | 1.543 | 1.267 |
| FCFF | 2.337 | (267) | (2.758) | 1.272 | 2.371 | 2.046 | 2.583 | 2.593 | 2.990 | 3.087 | 3.184 | 1.267 |
| WACC | 6,3% | | | | | | | | | | | |
| Discount Period | | 0,25 | 1,25 | 2,25 | 3,25 | 4,25 | 5,25 | 6,25 | 7,25 | 8,25 | 9,25 | |
| Discount Factor | | 0,98 | 0,93 | 0,87 | 0,82 | 0,77 | 0,73 | 0,68 | 0,64 | 0,60 | 0,57 | |
| FCFF Attualizzati | | (263) | (2.555) | 1.109 | 1.944 | 1.578 | 1.874 | 1.770 | 1.920 | 1.865 | 1.809 | |

| - Valuation Summary | DCF |
|--|--------|
| Σ PV FCFF | 11.051 |
| Discount Rate | 6,3% |
| g rate | 0,0% |
| Smobilizzo Attivo fisso VNC - asset rete | 10.365 |
| Totale dismissione asset al 2033 | 10.365 |
| Dismissione al 2023 Altri asset (B) | - |
| Totale smobilizzo VNC (A+B) | 10.365 |
| PV dismissione VNC | 5.890 |
| PV dismissione TV | 13.919 |
| EV core | 20.955 |

| | | | |
|-----------|--------|--------|--------|
| WACC | 5,8% | 6,3% | 6,8% |
| Eq. Value | 21.466 | 20.955 | 20.465 |

Note:

- L'analisi valutativa illustrata si basa sull'applicazione del WACC centrale del range di riferimento
- **WACC:** ambiente
- Orizzonte temporale di Business Plan fino al 2028 in considerazione della scadenza dell'attuale gara a doppio oggetto
- Valore terminale che considera la media tra l'ipotesi di ri-aggiudicazione della gara (e il relativo flusso in perpetuity pari alla media del Business Plan) e la mancata aggiudicazione (con liquidazione del CIN a valori contabili)

Gelsia Ambiente – Business Case clienti industriali

1 di 2

| Servizio Rifiuti Urbani | 2.019 | 2.020 | 2.021 | 2.022 | 2.023 | 2.024 | 2.025 | 2.026 | 2.027 | 2.028 |
|---|-------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ricavi delle vendite e delle prestazioni | | 53 | 212 | 481 | 751 | 1.024 | 1.024 | 1.024 | 1.024 | 1.024 |
| Altri ricavi e proventi | | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Valore della produzione | | 53 | 212 | 481 | 751 | 1.024 | 1.024 | 1.024 | 1.024 | 1.024 |
| Costi della produzione | | (16) | (66) | (150) | (235) | (322) | (325) | (327) | (330) | (333) |
| Valore Aggiunto | | 36 | 146 | 331 | 516 | 702 | 699 | 696 | 694 | 691 |
| Personale | | (20) | (81) | (183) | (288) | (394) | (397) | (400) | (403) | (406) |
| EBITDA | | 16 | 65 | 147 | 228 | 308 | 302 | 296 | 291 | 285 |
| Amm.ti e svalutaz di immobilizzazioni | | (5) | (41) | (86) | (153) | (199) | (194) | (179) | (154) | (108) |
| Accant.ti per rischi su crediti e diversi | | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| EBIT | | 11 | 25 | 61 | 75 | 109 | 109 | 118 | 137 | 177 |
| CAPEX | | (25) | (220) | (270) | (415) | (270) | 0 | 0 | 0 | 0 |

| CE (k€) | 2019F | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|-------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| EBIT | | 11 | 25 | 61 | 75 | 109 | 109 | 118 | 137 | 177 |
| Imposte | | (3) | (7) | (17) | (21) | (31) | (30) | (33) | (38) | (49) |
| NOPAT | | 8 | 18 | 44 | 54 | 79 | 78 | 85 | 99 | 128 |

| | | | | | | | | | | |
|--------------|--|-------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Ammortamenti | | 5 | 41 | 86 | 153 | 199 | 194 | 179 | 154 | 108 |
| Delta CCN | | (3) | (8) | (13) | (13) | (13) | - | - | - | - |
| Capex | | (25) | (220) | (270) | (415) | (270) | - | - | - | - |
| FCFF | | (14) | (169) | (153) | (221) | (6) | 272 | 264 | 252 | 235 |

Gelsia Ambiente – Business Case clienti industriali

2 di 2

| Chiusura anno fiscale 31-Dic (EUR '000) | 9M 2019A | 4Q 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | TV |
|---|----------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| EBITDA adj. | - | - | 16 | 65 | 147 | 228 | 308 | 302 | 296 | 291 | 285 | 285 |
| NOPAT | - | - | 8 | 18 | 44 | 54 | 79 | 78 | 85 | 99 | 128 | 128 |
| FCFF | - | - | (14) | (169) | (163) | (221) | (6) | 272 | 264 | 252 | 235 | 128 |
| WACC | 6,3% | | | | | | | | | | | |
| Discount Period | | 0,25 | 1,25 | 2,25 | 3,25 | 4,25 | 5,25 | 6,25 | 7,25 | 8,25 | 9,25 | |
| Discount Factor | | 0,98 | 0,93 | 0,87 | 0,82 | 0,77 | 0,73 | 0,68 | 0,64 | 0,60 | 0,57 | |
| FCFF Attualizzati | | - | (13) | (148) | (126) | (171) | (4) | 186 | 169 | 152 | 134 | |

| - Valuation Summary | | DCF |
|--|------|------------|
| Σ PV FCFF | | 179 |
| Discount Rate | 6,3% | |
| g rate | 0,0% | |
| TV | | 2.025 |
| Smobilizzo Attivo fisso VNC - asset rete | | 83 |
| Totale dismissione asset al 2033 | | 83 |
| Dismissione al 2023 Altri asset (B) | | - |
| Totale smobilizzo VNC (A+B) | | 83 |
| PV dismissione VNC | | 47 |
| PV TV | | 1.151 |
| EV core | | 778 |

| | | | |
|------------------|------------|------------|------------|
| WACC | 5,8% | 6,3% | 6,8% |
| Eq. Value | 873 | 778 | 697 |

Note:

- L'analisi valutativa illustrata si basa sull'applicazione del WACC centrale del range di riferimento
- **WACC:** ambiente
- Orizzonte temporale di Business Plan fino al 2028 in considerazione della scadenza dell'attuale gara a doppio oggetto
- Valore terminale che considera la media tra l'ipotesi di ri-aggiudicazione della gara (e il relativo flusso in perpetuity pari alla media del Business Plan) e la mancata aggiudicazione (con liquidazione del CIN a valori contabili)

Gelsia Ambiente – Business Case Giussano

1 di 2

| Servizio Rifiuti Urbani | 2.020 | 2.021 | 2.022 | 2.023 | 2.024 | 2.025 | 2.026 | 2.027 | 2.028 |
|---|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Ricavi delle vendite e delle prestazioni | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Altri ricavi e proventi | - | 109 | 109 | 109 | 109 | 109 | 109 | 109 | 109 |
| Valore della produzione | | 109 |
| Costi della produzione | - | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| Valore Aggiunto | - | 79 |
| Personale | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| EBITDA | - | 79 |
| Amm.ti e svalutaz. di immobilizzazioni | - | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| Accant.ti per rischi su crediti e diversi | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| EBIT | - | 47 |
| CAPEX | (300) | 0 |

| CE (k€) | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| EBIT | - | 47 | 47 | 47 | 47 | 47 | 47 | 47 | 47 |
| Imposte | - | (13) | (13) | (13) | (13) | (13) | (13) | (13) | (13) |
| NOPAT | - | 34 |
| Ammortamenti | - | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| Delta CCN | - | (13) | - | - | - | - | - | - | - |
| Capex | (300) | - | - | - | - | - | - | - | - |
| FCFF | (300) | 53 | 66 |

Gelsia Ambiente – Business Case Giussano 2 di 2

| Chiusura anno fiscale 31-Dic (EUR '000) | 9M 2019A | 4Q 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | TV |
|---|----------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| EBITDA adj. | | | - | 79 | 79 | 79 | 79 | 79 | 79 | 79 | 79 | 79 |
| NOPAT | - | - | - | 34 | 34 | 34 | 34 | 34 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| FCFF | - | - | (300) | 53 | 66 | 66 | 66 | 66 | 66 | 66 | 66 | 34 |
| WACC | 6,3% | | | | | | | | | | | |
| Discount Period | | 0,25 | 1,25 | 2,25 | 3,25 | 4,25 | 5,25 | 6,25 | 7,25 | 8,25 | 9,25 | |
| Discount Factor | | 0,98 | 0,93 | 0,87 | 0,82 | 0,77 | 0,73 | 0,68 | 0,64 | 0,60 | 0,57 | |
| FCFF Attualizzati | | - | (278) | 46 | 54 | 51 | 48 | 45 | 42 | 40 | 37 | |

| - Valuation Summary | | DCF |
|---|------|-----|
| Σ PV FCFF | | 84 |
| Discount Rate | 6,3% | |
| g rate | 0,0% | |
| Terminal Value | | 543 |
| PV of Terminal Value | | |
| Smoblizzo Attivo fisso VNC - asset rete | | 48 |
| Totale dismissione asset al 2033 | | 48 |
| Dismissione al 2023 Altri asset (B) | | - |
| Totale smobilizzo VNC (A+B) | | 48 |
| PV dismissione VNC | | 27 |
| PV TV | | 309 |
| EV core | | 252 |

| WACC | 5,8% | 6,3% | 6,8% |
|-----------|------|------|------|
| Eq. Value | 282 | 252 | 227 |

Note:

- L'analisi valutativa illustrata si basa sull'applicazione del WACC centrale del range di riferimento
- **WACC: ambiente**
- Orizzonte temporale di Business Plan fino al 2028 in considerazione della scadenza dell'attuale gara a doppio oggetto
- Valore terminale che considera la media tra l'ipotesi di ri-aggiudicazione della gara (e il relativo flusso in perpetuity pari alla media del Business Plan) e la mancata aggiudicazione (con liquidazione del CIN a valori contabili)

RetiPù – Distribuzione gas 1 di 2

| Distribuzione gas | 4Q 2019 | 2.020 | 2.021 | 2.022 | 2.023 | 2.024 | 2.025 | 2.026 | 2.027 | 2.028 | 2.029 | 2.030 | 2.031 | 2.032 | 2.033 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ricavi delle vendite delle prestazioni | - | 26.912 | 27.009 | 31.663 | 32.440 | 32.804 | 33.962 | 34.302 | 34.645 | 34.991 | 35.341 | 35.694 | 36.051 | 36.412 | 36.776 |
| Altri ricavi e proventi | - | 8.827 | 10.803 | 20.889 | 15.895 | 15.899 | 12.700 | 12.827 | 12.956 | 13.085 | 13.216 | 13.348 | 13.482 | 13.616 | 13.753 |
| Totale ricavi operativi | 13.812 | 35.739 | 37.811 | 52.552 | 48.335 | 48.703 | 46.662 | 47.129 | 47.600 | 48.076 | 48.557 | 49.043 | 49.533 | 50.028 | 50.529 |
| Costi operativi | - | (15.285) | (16.816) | (23.053) | (17.613) | (17.187) | (14.019) | (14.160) | (14.301) | (14.444) | (14.589) | (14.735) | (14.882) | (15.031) | (15.181) |
| Valore aggiunto | - | 20.454 | 20.995 | 29.500 | 30.721 | 31.516 | 32.643 | 32.969 | 33.299 | 33.632 | 33.968 | 34.308 | 34.651 | 34.998 | 35.348 |
| Costo del personale | - | (5.808) | (5.928) | (7.754) | (7.366) | (7.242) | (7.242) | (7.351) | (7.461) | (7.573) | (7.686) | (7.802) | (7.919) | (8.037) | (8.158) |
| Margine Operativo Lordo (Ebitda) | 4.983 | 14.646 | 15.067 | 21.745 | 23.355 | 24.274 | 25.401 | 25.619 | 25.838 | 26.059 | 26.282 | 26.506 | 26.733 | 26.960 | 27.190 |
| Ricavi/(Costi) non ricorrenti | - | - | - | (611) | 1.782 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| MOL post partite non ricorrenti | 4.983 | 14.646 | 15.067 | 21.745 | 22.744 | 26.056 | 25.401 | 25.619 | 25.838 | 26.059 | 26.282 | 26.506 | 26.733 | 26.960 | 27.190 |
| Amm.ti e svalutaz. di immobilizzazioni | (2.456) | (7.900) | (8.449) | (10.426) | (11.176) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) |
| Accant.ti per rischi su crediti e diversi | (192) | (490) | (401) | (406) | (406) | (405) | (405) | (405) | (405) | (405) | (405) | (405) | (405) | (405) | (405) |
| Margine Operativo Netto (Ebit) | 2.335 | 6.255 | 6.217 | 10.912 | 11.162 | 13.725 | 13.070 | 13.287 | 13.507 | 13.728 | 13.951 | 14.175 | 14.401 | 14.629 | 14.858 |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| CAPEX | (3.744) | (8.149) | (10.130) | (50.131) | (10.342) | (8.438) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) |
| Delta NWC | (3.077) | | | | | | | | | | | | | | |

| CE (k€) | 4Q 2019 | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT | 2.335 | 6.255 | 6.217 | 10.912 | 11.162 | 13.725 | 13.070 | 13.287 | 13.507 | 13.728 | 13.951 | 14.175 | 14.401 | 14.629 | 14.858 |
| Imposte | (652) | (1.745) | (1.735) | (3.045) | (3.114) | (3.829) | (3.646) | (3.707) | (3.768) | (3.830) | (3.892) | (3.955) | (4.018) | (4.081) | (4.145) |
| NOPAT | 1.684 | 4.510 | 4.483 | 7.868 | 8.048 | 9.896 | 9.423 | 9.580 | 9.738 | 9.898 | 10.058 | 10.220 | 10.383 | 10.547 | 10.713 |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ammortamenti | 2.456 | 7.900 | 8.449 | 10.426 | 11.176 | 11.926 | 11.926 | 11.926 | 11.926 | 11.926 | 11.926 | 11.926 | 11.926 | 11.926 | 11.926 |
| Delta CCN | (3.077) | | | | | | | | | | | | | | |
| Capex | (3.744) | (8.149) | (10.130) | (50.131) | (10.342) | (8.438) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) |
| FCFF | (2.682) | 4.261 | 2.802 | (31.837) | 8.882 | 13.384 | 9.423 | 9.580 | 9.738 | 9.898 | 10.058 | 10.220 | 10.383 | 10.547 | 10.713 |

Il 4Q 2019 considera l'intera RetiPù, non essendo disponibile un consuntivo al 30.09 per area di business

RetiPù – Distribuzione gas 2 di 2

| Chiusura anno fiscale 31-Dic (EUR '000) | 9M 2019A | 4Q 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E |
|---|----------|----------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBITDA adj. | - | 4.791 | 14.166 | 14.666 | 21.339 | 22.338 | 25.651 | 24.996 | 25.214 | 25.433 | 25.654 | 25.877 | 26.101 | 26.327 | 26.555 | 26.785 |
| NOPAT | - | 1.684 | 4.510 | 4.483 | 7.868 | 8.048 | 9.896 | 9.423 | 9.580 | 9.738 | 9.898 | 10.058 | 10.220 | 10.383 | 10.547 | 10.713 |
| FCFF | - | (2.682) | 4.261 | 2.802 | (31.837) | 8.882 | 13.384 | 9.423 | 9.580 | 9.738 | 9.898 | 10.058 | 10.220 | 10.383 | 10.547 | 10.713 |
| WACC | 5,6% | | | | | | | | | | | | | | | |
| Discount Period | | 0,25 | 1,25 | 2,25 | 3,25 | 4,25 | 5,25 | 6,25 | 7,25 | 8,25 | 9,25 | 10,25 | 11,25 | 12,25 | 13,25 | 14,25 |
| Discount Factor | | 0,99 | 0,93 | 0,88 | 0,84 | 0,79 | 0,75 | 0,71 | 0,67 | 0,64 | 0,60 | 0,57 | 0,54 | 0,51 | 0,49 | 0,46 |
| FCFF Attualizzati | | (2.645) | 3.981 | 2.479 | (26.675) | 7.048 | 10.058 | 6.706 | 6.456 | 6.215 | 5.982 | 5.757 | 5.540 | 5.330 | 5.128 | 4.932 |

| - Valuation Summary | | DCF |
|----------------------|------|---------|
| Σ PV FCFF | | 46.293 |
| Discount Rate | 5,6% | |
| g rate | 0,0% | |
| Terminal Value | | 173.362 |
| PV of Terminal Value | | 84.283 |
| VR a scadenza 2033 | | 188.142 |
| VNC | | 184.253 |
| Plusvalenza | | 3.888 |
| Tassazione | | (1.085) |
| TV | | 187.057 |
| PV of TV con VR | | 86.123 |
| Dismissione CCN | | 5.980 |
| PV CCN | | 2.744 |
| EV core | | 135.160 |

| | | | |
|------|------|------|------|
| WACC | 5,1% | 5,6% | 6,1% |
|------|------|------|------|

| | | | |
|-----------|---------|---------|---------|
| Eq. Value | 143.941 | 135.160 | 126.952 |
|-----------|---------|---------|---------|

Note:

- L'analisi valutativa illustrata si basa sull'applicazione del WACC centrale del range di riferimento
- **WACC:** distribuzione gas
- Orizzonte temporale di Business Plan fino al 2033, anno nel quale terminano i 12 anni di gestione per ATEM di Monza e Brianza 2 (la cui aggiudicazione è ipotizzata a fine 2021);
- Valore terminale che prevede la liquidazione a Valore di Rimborso dell'attivo fisso (con tassazione della plusvalenza latente) e del CCN a valore contabile

RetiPiù – Distribuzione Energia Elettrica

1 di 2

| Distribuzione elettrica | 2.020 | 2.021 | 2.022 | 2.023 | 2.024 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ricavi delle vendite delle prestazioni | 5.092 | 5.195 | 5.312 | 5.486 | 5.663 |
| Altri ricavi e proventi | 3.404 | 3.716 | 5.215 | 3.718 | 3.722 |
| Totale ricavi operativi | 8.496 | 8.911 | 10.527 | 9.204 | 9.385 |
| Costi operativi | (3.633) | (3.925) | (5.307) | (3.951) | (3.998) |
| Valore aggiunto | 4.862 | 4.986 | 5.219 | 5.254 | 5.387 |
| Costo del personale | (1.208) | (1.191) | (1.232) | (1.140) | (1.083) |
| Margine Operativo Lordo (Ebitda) | 3.655 | 3.796 | 3.988 | 4.113 | 4.304 |
| Ricavi/(Costi) non ricorrenti | - | - | - | - | - |
| MOL post partite non ricorrenti | 3.655 | 3.796 | 3.988 | 4.113 | 4.304 |
| Amm.ti e svalutaz. di immobilizzazioni | (1.745) | (1.933) | (2.147) | (2.196) | (2.245) |
| Accant.ti per rischi su crediti e diversi | (93) | (77) | (68) | (69) | (70) |
| Margine Operativo Netto (Ebit) | 1.817 | 1.786 | 1.772 | 1.848 | 1.989 |
| CAPEX | (3.189) | (3.500) | (5.000) | (3.500) | (3.500) |

| CE (k€) | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT | 1.817 | 1.786 | 1.772 | 1.848 | 1.989 |
| Imposte | (507) | (498) | (494) | (516) | (555) |
| NOPAT | 1.310 | 1.288 | 1.278 | 1.333 | 1.434 |

| | | | | | |
|--------------|--------------|--------------|----------------|-----------|------------|
| Ammortamenti | 1.745 | 1.933 | 2.147 | 2.196 | 2.245 |
| Capex | (3.189) | (3.500) | (5.000) | (3.500) | (3.500) |
| FCFF | (134) | (280) | (1.575) | 29 | 179 |

Il 4Q 2019 è riportato interamente nella «Distribuzione Gas», non essendo disponibile un consuntivo al 30.09 per area di business

RetiPù – Distribuzione Energia Elettrica

2 di 2

| Chiusura anno fiscale 31-Dic (EUR '000) | 9M 2019A | 4Q 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | TV |
|---|-----------------|----------|--------------|--------------|----------------|-----------|------------|-------|
| EBITDA adj. | - | | 3.562 | 3.719 | 3.919 | 4.045 | 4.234 | 4.234 |
| NOPAT | - | | 1.310 | 1.288 | 1.278 | 1.333 | 1.434 | 1.434 |
| FCFF | - | | (134) | (280) | (1.575) | 29 | 179 | 1.434 |
| | WACC | 5,3% | | | | | | |
| | Discount Period | | 1,00 | 2,00 | 3,00 | 4,00 | 5,00 | |
| | Discount Factor | | 0,95 | 0,90 | 0,86 | 0,81 | 0,77 | |
| FCFF Attualizzati | | | (128) | (252) | (1.348) | 24 | 138 | |

| - Valuation Summary | | DCF |
|-----------------------------|------|---------------|
| Σ PV FCFF | | (1.566) |
| Discount Rate | 5,3% | |
| g rate | 0,0% | |
| multiplo di TV | | |
| EBITDA TV | | |
| Terminal Value | | 26.989 |
| PV of Terminal Value | | 20.834 |
| EV core | | 19.268 |

| WACC | 4,8% | 5,3% | 5,8% |
|------------------|---------------|---------------|---------------|
| Eq. Value | 21.967 | 19.268 | 17.049 |

Note:

- L'analisi valutativa illustrata si basa sull'applicazione del WACC centrale del range di riferimento
- **WACC:** distribuzione energia elettrica
- È stata considerata una sensitivity con ipotesi di liquidazione degli asset a valore contabile a fine 2024, i cui impatti risultano marginali
- I risultati del 4Q 2019 sono riportati interamente nella BU Distribuzione Gas

RetiPù – Illuminazione pubblica

1 di 2

| Illuminazione pubblica | 2.020 | 2.021 | 2.022 | 2.023 | 2.024 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ricavi delle vendite delle prestazioni | 885 | 1.385 | 1.885 | 2.404 | 2.923 |
| Altri ricavi e proventi | 4.693 | 4.027 | 4.037 | 4.037 | 4.037 |
| Totale ricavi operativi | 5.578 | 5.412 | 5.922 | 6.440 | 6.960 |
| Costi operativi | (4.775) | (4.116) | (4.110) | (4.216) | (4.308) |
| Valore aggiunto | 802 | 1.296 | 1.812 | 2.224 | 2.652 |
| Costo del personale | (201) | (335) | (465) | (416) | (395) |
| Margine Operativo Lordo (Ebitda) | 602 | 961 | 1.347 | 1.807 | 2.256 |
| Ricavi/(Costi) non ricorrenti | - | - | - | - | - |
| MOL post partite non ricorrenti | 602 | 961 | 1.347 | 1.807 | 2.256 |
| Amm.ri e svalutaz di immobilizzazioni | (356) | (632) | (910) | (1.188) | (1.466) |
| Accant.ri per rischi su crediti e diversi | (17) | (22) | (25) | (25) | (25) |
| Margine Operativo Netto (Ebit) | 229 | 307 | 412 | 594 | 766 |
| CAPEX | (4.675) | (4.000) | (4.000) | (4.000) | (4.000) |

| CE (k€) | 2020BDG | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| EBIT | 229 | 307 | 412 | 594 | 766 |
| Imposte | (64) | (86) | (115) | (166) | (214) |
| NOPAT | 165 | 221 | 297 | 429 | 552 |

| | | | | | |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ammortamenti | 356 | 632 | 910 | 1.188 | 1.466 |
| Capex | (4.675) | (4.000) | (4.000) | (4.000) | (4.000) |
| FCFF | (4.154) | (3.147) | (2.793) | (2.384) | (1.982) |

Il 4Q 2019 è riportato interamente nella «Distribuzione Gas», non essendo disponibile un consuntivo al 30.09 per area di business

RetiPù – Illuminazione pubblica

2 di 2

| Chiusura anno fiscale 31-Dic (EUR '000) | | 9M 2019A | 4Q 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | TV |
|---|-----------------|----------|----------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------|
| EBITDA adj. | | - | | 585 | 939 | 1.322 | 1.782 | 2.231 | 2.142 |
| NOPAT | | - | | 165 | 221 | 297 | 429 | 552 | 1.298 |
| FCFF | | - | | (4.154) | (3.147) | (2.793) | (2.384) | (1.982) | 1.298 |
| | WACC | 5,9% | | | | | | | |
| | Discount Period | | | 1,00 | 2,00 | 3,00 | 4,00 | 5,00 | |
| | Discount Factor | | | 0,94 | 0,89 | 0,84 | 0,80 | 0,75 | |
| FCFF Attualizzati | | | | (3.923) | (2.807) | (2.353) | (1.897) | (1.490) | |

| - Valuation Summary | | DCF |
|-----------------------------|------|---------------|
| Σ PV FCFF | | (12.471) |
| Discount Rate | 5,9% | |
| g rate | 0,0% | |
| Terminal Value | | 22.087 |
| PV of Terminal Value | | 16.602 |
| EV core | | 4.131 |

| WACC | 5,4% | 5,9% | 6,4% |
|------------------|-------|-------|-------|
| Eq. Value | 5.959 | 4.131 | 2.621 |

Note:

- L'analisi valutativa illustrata si basa sull'applicazione del WACC centrale del range di riferimento
- **WACC:** media tra distribuzione energia elettrica e multiutility
- I risultati del 4Q 2019 sono riportati interamente nella BU Distribuzione Gas

Tabelle tratte da "Relazione di stima del valore al 30 settembre 2019 del Gruppo AEB e degli asset identificati dal Gruppo A2A in merito ad una possibile operazione di aggregazione" del 27 gennaio 2020 redatta da Duff & Phelps

Sommario

| Sezione | | Pagina |
|---------|----------------------------------|--------|
| 1 | Gelsia | 3 |
| 2 | Gelsia Ambiente | 9 |
| 3 | RetiPiù | 17 |
| 4 | AEB | 28 |
| 5 | A2A Illuminazione Pubblica | 36 |
| 6 | Unareti – Ramo Distribuzione Gas | 43 |

1.0

Gelsia

Dati economico-patrimoniali – Conto economico

Gelsia

GELSIA S.R.L.

Conto economico

Migliaia di Euro

| | 2017 | 2018 | Q1-Q3 2019 | Q4 2019 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | Consuntivo | Consuntivo | Consuntivo | Forecast | Forecast | Budget | Budget | Budget | Proiezioni | Proiezioni |
| RICAVI TOTALI | 158.341 | 160.636 | 122.936 | 61.915 | 184.851 | 193.783 | 196.925 | 196.709 | 211.331 | 235.211 |
| <i>Crescita %</i> | <i>-6,2%</i> | <i>1,4%</i> | <i>n.d.</i> | <i>n.d.</i> | <i>15,1%</i> | <i>4,8%</i> | <i>1,6%</i> | <i>-0,1%</i> | <i>7,4%</i> | <i>11,3%</i> |
| Costi operativi | (146.782) | (151.564) | (116.163) | (56.740) | (172.903) | (184.062) | (185.042) | (183.729) | (197.050) | (219.297) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-92,7%</i> | <i>-94,4%</i> | <i>-94,5%</i> | <i>-91,6%</i> | <i>-93,5%</i> | <i>-95,0%</i> | <i>-94,0%</i> | <i>-93,4%</i> | <i>-93,2%</i> | <i>-93,2%</i> |
| EBITDA | 11.559 | 9.072 | 6.773 | 5.175 | 11.948 | 9.721 | 11.883 | 12.980 | 14.281 | 15.914 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>7,3%</i> | <i>5,6%</i> | <i>5,5%</i> | <i>8,4%</i> | <i>6,5%</i> | <i>5,0%</i> | <i>6,0%</i> | <i>6,6%</i> | <i>6,8%</i> | <i>6,8%</i> |
| Ammortamenti | (2.773) | (2.412) | (1.618) | (554) | (2.172) | (2.526) | (2.801) | (3.094) | (3.306) | (3.328) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-1,8%</i> | <i>-1,5%</i> | <i>-1,3%</i> | <i>-0,9%</i> | <i>-1,2%</i> | <i>-1,3%</i> | <i>-1,4%</i> | <i>-1,6%</i> | <i>-1,6%</i> | <i>-1,4%</i> |
| EBIT | 8.786 | 6.660 | 5.155 | 4.621 | 9.776 | 7.195 | 9.082 | 9.886 | 10.976 | 12.587 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>5,5%</i> | <i>4,1%</i> | <i>4,2%</i> | <i>7,5%</i> | <i>5,3%</i> | <i>3,7%</i> | <i>4,6%</i> | <i>5,0%</i> | <i>5,2%</i> | <i>5,4%</i> |
| Proventi/(Oneri) finanziari netti | 736 | 20.225 | 62 | | | | | | | |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>0,5%</i> | <i>12,6%</i> | <i>0,1%</i> | | | | | | | |
| Proventi/(Oneri) straordinari netti | 0 | 208 | 0 | | | | | | | |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>0,0%</i> | <i>0,1%</i> | <i>0,0%</i> | | | | | | | |
| RISULTATO ANTE IMPOSTE | 9.522 | 27.093 | 5.217 | | | | | | | |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>6,0%</i> | <i>16,9%</i> | <i>4,2%</i> | | | | | | | |
| Imposte | (2.222) | (1.845) | (1.208) | | | | | | | |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-1,4%</i> | <i>-1,1%</i> | <i>-1,0%</i> | | | | | | | |
| UTILE NETTO/(PERDITA NETTA) | 7.300 | 25.248 | 4.008 | | | | | | | |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>4,6%</i> | <i>15,7%</i> | <i>3,3%</i> | | | | | | | |

Dati economico-patrimoniali – Stato patrimoniale

Gelsia

GELSIA S.R.L.

Stato patrimoniale

Migliaia di Euro

| | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 30/09/2019 |
|---------------------------------------|----------------|-----------------|-----------------|
| | Consuntivo | Consuntivo | Consuntivo |
| Immobilizzazioni immateriali | 7.452 | 7.402 | 7.000 |
| Immobilizzazioni materiali | 27.040 | 25.588 | 23.796 |
| Partecipazioni | 25.844 | 4.676 | 102 |
| Altre attività/passività non correnti | (1.494) | (5.201) | 165 |
| IMMOBILIZZAZIONI | 58.841 | 32.465 | 31.062 |
| Magazzino | 2.051 | 2.117 | 3.166 |
| Crediti commerciali | 55.991 | 54.116 | 29.621 |
| Altre attività correnti | 5.482 | 3.568 | 1.893 |
| Debiti commerciali | (31.551) | (32.408) | (13.507) |
| Altre passività correnti | (2.039) | (2.256) | (6.907) |
| CAPITALE CIRCOLANTE NETTO | 29.934 | 25.138 | 14.266 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>18,9%</i> | <i>15,6%</i> | <i>8,7%</i> |
| TFR | (1.330) | (904) | (836) |
| Altri fondi | (5.040) | (2.799) | (3.799) |
| CAPITALE INVESTITO NETTO | 82.406 | 53.899 | 40.693 |
| Debiti per finanziamenti | 11.191 | 251 | 135 |
| Debiti verso Soci | 0 | 662 | 662 |
| Crediti finanziari | (11.980) | (12.750) | (21.356) |
| Disponibilità liquide | (2.788) | (4.198) | (6.690) |
| POSIZIONE FINANZIARIA NETTA | (3.578) | (16.035) | (27.249) |
| PATRIMONIO NETTO | 85.983 | 69.934 | 67.942 |

Dati economico-patrimoniali – Flussi patrimoniali

Gelsia

GELSIA S.R.L.

Dettaglio flussi patrimoniali

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | Forecast | Forecast | Budget | Budget | Budget | Proiezioni | Proiezioni |
| CAPITALE CIRCOLANTE NETTO | 25.107 | 25.107 | 24.616 | 24.981 | 25.169 | 25.394 | 25.680 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>10,1%</i> | <i>13,6%</i> | <i>12,7%</i> | <i>12,7%</i> | <i>12,8%</i> | <i>12,0%</i> | <i>10,9%</i> |
| Flusso Capitale circolante netto | (10.835) | 31 | 491 | (364) | (188) | (225) | (285) |
| Investimenti Immobilizzazioni materiali | (132) | (438) | (6.739) | (3.965) | (3.965) | (1.615) | (1.615) |

Metodo finanziario

Gelsia

GELSIA S.R.L.

Metodo finanziario - Valore terminale in perpetuità

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | Anno terminale (1) |
|---|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------------|
| EBIT | 4.621 | 7.195 | 9.082 | 9.886 | 10.976 | 12.587 | 12.858 |
| Imposte senza leva | (1.289) | (2.007) | (2.534) | (2.758) | (3.062) | (3.512) | (3.587) |
| NOPAT | 3.332 | 5.188 | 6.548 | 7.128 | 7.914 | 9.075 | 9.271 |
| + Ammortamenti | 554 | 2.526 | 2.801 | 3.094 | 3.306 | 3.328 | 3.056 |
| +/- Variazione altri fondi | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| +/- Variazione capitale circolante netto | (10.835) | 491 | (364) | (188) | (225) | (285) | 0 |
| - Investimenti netti | (132) | (6.739) | (3.965) | (3.965) | (1.615) | (1.615) | (3.056) |
| Flusso di cassa senza leva | (7.082) | 1.466 | 5.020 | 6.068 | 9.379 | 10.503 | 9.271 |
| Periodo di attualizzazione (2) | 0,125 | 0,750 | 1,750 | 2,750 | 3,750 | 4,750 | |
| Fattore di attualizzazione | 0,992 | 0,951 | 0,890 | 0,832 | 0,779 | 0,728 | |
| Flusso di cassa senza leva scontato | (7.023) | 1.394 | 4.467 | 5.051 | 7.303 | 7.650 | |
| Valore attuale da Q4 2019 a 2024 | 18.842 | | | | | | |
| Tasso di sconto (WACC) | 6,90% | | | | | | |
| Tasso di crescita perpetua | 0,00% | | | | | | |
| Flusso di cassa senza leva normalizzato anno terminale | 9.271 | | | | | | |
| Valore terminale non scontato | 134.360 | | | | | | |
| Valore attuale del valore terminale | 97.865 | | | | | | |
| Valore aziendale | 116.706 | | | | | | |
| +/- Posizione finanziaria netta (+ Liquidità/ - Debito) | 27.249 | | | | | | |
| - TFR | (836) | | | | | | |
| - Fondi per rischi e oneri | (3.799) | | | | | | |
| Valore economico del patrimonio netto | 139.321 | | | | | | |

Note

(1) Il flusso di cassa terminale è calcolato ipotizzando investimenti normalizzati pari alla media 2019-2024 e pari ammortamenti, applicando un tasso di crescita perpetua nullo

(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 intermedio dell'ultimo periodo di proiezione esplicita

Calcolo del WACC - Gelsia

GELSIA S.R.L.

Weighted Average Cost of Capital

| Assunzioni | | | Note: |
|---|--------|------------|-----------|
| Data di valutazione | | 30/09/2019 | |
| Tasso Risk-free | Rf | = | 2,00% (1) |
| Premio per il rischio azionario (Equity risk premium) | ERP | = | 5,00% (2) |
| Costo lordo del debito | Kd(pt) | = | 4,10% |
| Aliquota fiscale | t | = | 24,0% |
| Struttura finanziaria ottimale | | | |
| Debt-to-Total Capital | Wd | = | 40,0% |
| Equity-to-Total Capital | We | = | 60,0% |
| Premio per il rischio Paese (Country risk premium) | CRP | = | 2,00% (3) |
| Premio specifico per la Società (Alpha) | A | = | 0,50% |

Formule di Hamada:

Unlevered beta (Bu) = $[BL / [1 + Wd/We * (1-t)]]$
 Relevered beta (B) = $Bu * [1 + Wd/We * (1-t)]$

Analisi di struttura finanziaria di settore

| Società | Ticker | Valuta | S&P Credit Rating | Equity Beta (BL) | Debito totale + Minoranze (Ml) + Azioni privilegiate - | Cassa e Investimenti a breve termine | Debito Netto (Md) | Prezzo per azione x Numero azioni | Capitalizzazione di mercato (Equity) | Total Capital (TC) = Md + Me | Debito su Total Capital (Wd) = (Md/TC) | Equity su Total Capital (We) = (Me/TC) | Aliquota fiscale (t) | Unlevered Beta (Bu) |
|--|----------|--------|-------------------|------------------|--|--------------------------------------|-------------------|-----------------------------------|--------------------------------------|------------------------------|--|--|----------------------|---------------------|
| 1 A2A S.p.A. | BIT:A2A | EUR | N/A | 0,786 | 3.688,0 | 393,0 | 0 | 1,68 | 3.109,2 | 5.235,9 | 40,2% | 59,8% | 24,0% | 0,52 |
| 2 ACEA S.p.A. | BIT:ACE | EUR | N/A | 0,899 | 4.142,7 | 193,7 | 0 | 18,32 | 212,5 | 3.893,9 | 45,0% | 55,0% | 24,0% | 0,55 |
| 3 Acsm-Agam S.p.A. | BIT:ACS | EUR | N/A | 0,712 | 80,8 | 8,7 | 0 | 1,72 | 197,3 | 339,4 | 19,5% | 80,5% | 24,0% | 0,60 |
| 4 Ascopiave S.p.A. | BIT:ASC | EUR | N/A | 0,656 | 279,6 | 4,5 | 0 | 3,88 | 220,7 | 855,2 | 19,0% | 81,0% | 24,0% | 0,56 |
| 5 Enel SpA | BIT:ENEL | EUR | N/A | 0,759 | 61.237,0 | 16.962,0 | 0 | 6,85 | 10.166,7 | 69.651,9 | 49,4% | 50,6% | 24,0% | 0,44 |
| 6 Hera S.p.A. | BIT:HER | EUR | N/A | 0,656 | 3.728,0 | 194,5 | 0 | 3,77 | 1.472,2 | 5.544,5 | 36,1% | 63,9% | 24,0% | 0,46 |
| 7 Iren SpA | BIT:IRE | EUR | N/A | 0,882 | 3.333,0 | 355,1 | 0 | 2,68 | 1.300,9 | 3.481,3 | 50,1% | 49,9% | 24,0% | 0,50 |
| Media comparabili (arrotondata) | | | | | | | | | | | | | | |
| Mediana comparabili (arrotondata) | | | | | | | | | | | 37,1% | 62,9% | 24,0% | 0,52 |
| Relevered Beta Analisi | | | | | | | | | | | 40,0% | 60,0% | 24,0% | 0,52 |

| | |
|--|-------------|
| (11) Unlevered Beta (Bu) | 0,52 |
| Target (Ottimale) Debt-to-Equity (Wd/We) | 66,7% |
| (12) Relevered Beta (B) | 0,78 |

Calcolo del WACC

| | Rendimento | | Ponderazione | = | WACC |
|---|------------|---|--------------|---|-------|
| (13) Rendimento del debito $[rd = (Kd(pt)+CRP) * (1 - t)]$ | 4,6% | x | 40% | = | 1,9% |
| (14) Rendimento del capitale proprio (Equity) $[re = Rf + B * (ERP) + SP + CF]$ | 8,4% | x | 60% | = | 5,1% |
| (15) Costo medio ponderato del capitale (WACC) | | | | | 6,90% |

WACC STIMATO (arrotondato)

6,90%

Notes:

- Rendimento a scadenza normalizzato titoli del Tesoro tedeschi (scadenza a 30 anni), basata sulla revisione interna di D & P di vari metodi tra cui, a titolo esemplificativo, i rendimenti spot medi finali e un aumento del tasso privo di rischio (tasso reale + inflazione + premio di scadenza).
- Basato su analisi interne di D & P di vari studi, inclusi ma non limitati a una revisione dei premi storici di rischio di mercato e a misure basate su premi previsionali basati su premi di mercato (ad esempio premio per il rischio azionario implicito calcolato dal Prof. Damodaran, tra gli altri).
- Duff & Phelps 2018 International Valuation Handbook - Guide to Cost of Capital.
- Basati su dati Bloomberg al 30/09/2019.
- Alla Data di Valutazione. Source: Capital IQ, and SEC Filings.
- Il Debito Netto Totale include minoranze e azioni privilegiate; debito netto indica che cassa e investimenti di breve termine sono stati sottratti.
- Prezzo di chiusura alla Data di Valutazione. Source: Capital IQ
- Prezzo per azione moltiplicato per numero di azioni. Source: Capital IQ
- Aliquote d'imposta effettive basate su ultimi dati pubblicati, normalizzate al tasso vigente specifico per paese, se applicabile.
- Unlevered beta (Bu) basato su Hamada, come:

$$\text{Unlevered Beta} = \frac{BL}{[1 + Wd / We * (1-t)]}$$

(11) Unlevered Beta (Bu) basato sulla mediana delle comparabili.

(12) Relevered beta (B) basato su Hamada, come:

$$\text{Relevered Beta} = Bu * [1 + Wd / We * (1-t)]$$

(13) $rd = (Kd(pt)+CRP) * (1 - t)$

(14) $re = Rf + B * (ERP) + SP + CRP + A$

(15) $WACC = rd * (Wd) + re (We)$

2.0

Gelsia Ambiente

Dati economico-patrimoniali – Conto economico

Gelsia Ambiente

GELSIA AMBIENTE S.R.L.

Conto economico

Migliaia di Euro

| | 2017 | 2018 | Q1-Q3 2019 | Q4 2019 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Consuntivo | Consuntivo | Consuntivo | Forecast | Forecast | Budget | Budget | Budget | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni |
| RICAVI TOTALI | 33.518 | 38.142 | 35.988 | 12.047 | 48.035 | 50.145 | 50.239 | 50.879 | 51.551 | 52.229 | 52.638 | 53.050 | 53.465 | 53.884 |
| <i>Crescita %</i> | <i>11,0%</i> | <i>13,8%</i> | <i>n.d.</i> | <i>n.d.</i> | <i>25,9%</i> | <i>4,4%</i> | <i>0,2%</i> | <i>1,3%</i> | <i>1,3%</i> | <i>1,3%</i> | <i>0,8%</i> | <i>0,8%</i> | <i>0,8%</i> | <i>0,8%</i> |
| Costi operativi | (30.745) | (35.716) | (33.296) | (11.333) | (44.629) | (46.496) | (46.280) | (46.757) | (47.318) | (47.884) | (48.267) | (48.653) | (49.042) | (49.434) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-91,7%</i> | <i>-93,6%</i> | <i>-92,5%</i> | <i>-94,1%</i> | <i>-92,9%</i> | <i>-92,7%</i> | <i>-92,1%</i> | <i>-91,9%</i> | <i>-91,8%</i> | <i>-91,7%</i> | <i>-91,7%</i> | <i>-91,7%</i> | <i>-91,7%</i> | <i>-91,7%</i> |
| EBITDA | 2.773 | 2.426 | 2.692 | 714 | 3.406 | 3.649 | 3.959 | 4.121 | 4.233 | 4.345 | 4.371 | 4.397 | 4.424 | 4.450 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>8,3%</i> | <i>6,4%</i> | <i>7,5%</i> | <i>5,9%</i> | <i>7,1%</i> | <i>7,3%</i> | <i>7,9%</i> | <i>8,1%</i> | <i>8,2%</i> | <i>8,3%</i> | <i>8,3%</i> | <i>8,3%</i> | <i>8,3%</i> | <i>8,3%</i> |
| Ammortamenti | (1.435) | (1.684) | (1.421) | (520) | (1.941) | (2.170) | (2.304) | (2.339) | (2.457) | (2.552) | (2.453) | (2.344) | (2.225) | (2.085) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-4,3%</i> | <i>-4,4%</i> | <i>-3,9%</i> | <i>-4,3%</i> | <i>-4,0%</i> | <i>-4,3%</i> | <i>-4,6%</i> | <i>-4,6%</i> | <i>-4,8%</i> | <i>-4,9%</i> | <i>-4,7%</i> | <i>-4,4%</i> | <i>-4,2%</i> | <i>-3,9%</i> |
| EBIT | 1.338 | 742 | 1.271 | 194 | 1.465 | 1.479 | 1.655 | 1.782 | 1.777 | 1.793 | 1.918 | 2.053 | 2.199 | 2.365 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>4,0%</i> | <i>1,9%</i> | <i>3,5%</i> | <i>1,6%</i> | <i>3,0%</i> | <i>2,9%</i> | <i>3,3%</i> | <i>3,5%</i> | <i>3,4%</i> | <i>3,4%</i> | <i>3,6%</i> | <i>3,9%</i> | <i>4,1%</i> | <i>4,4%</i> |
| Proventi/(Oneri) finanziari netti | (19) | (34) | (39) | | | | | | | | | | | |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-0,1%</i> | <i>-0,1%</i> | <i>-0,1%</i> | | | | | | | | | | | |
| Proventi/(Oneri) straordinari netti | 0 | 48 | 0 | | | | | | | | | | | |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>0,0%</i> | <i>0,1%</i> | <i>0,0%</i> | | | | | | | | | | | |
| RISULTATO ANTE IMPOSTE | 1.319 | 756 | 1.231 | | | | | | | | | | | |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>3,9%</i> | <i>2,0%</i> | <i>3,4%</i> | | | | | | | | | | | |
| Imposte | (437) | (302) | (430) | | | | | | | | | | | |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-1,3%</i> | <i>-0,8%</i> | <i>-1,2%</i> | | | | | | | | | | | |
| UTILE NETTO/(PERDITA NETTA) | 882 | 454 | 802 | | | | | | | | | | | |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>2,6%</i> | <i>1,2%</i> | <i>2,2%</i> | | | | | | | | | | | |

Dati economico-patrimoniali – Stato patrimoniale

Gelsia Ambiente

GELSIA AMBIENTE S.R.L.

Stato patrimoniale

Migliaia di Euro

| | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 30/09/2019 |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| | Consuntivo | Consuntivo | Consuntivo |
| Immobilizzazioni immateriali | 1.500 | 1.683 | 1.448 |
| Immobilizzazioni materiali | 6.996 | 10.097 | 10.226 |
| Altre attività/passività non correnti | 1.130 | 809 | 1.102 |
| IMMOBILIZZAZIONI | 9.626 | 12.589 | 12.776 |
| Magazzino | 338 | 278 | 195 |
| Crediti commerciali | 8.085 | 12.719 | 14.387 |
| Altre attività correnti | 827 | 956 | 445 |
| Debiti commerciali | (4.646) | (7.793) | (8.572) |
| Altre passività correnti | (2.057) | (2.487) | (2.986) |
| CAPITALE CIRCOLANTE NETTO | 2.548 | 3.674 | 3.469 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>7,6%</i> | <i>9,6%</i> | <i>7,2%</i> |
| TFR | (1.054) | (994) | (921) |
| Altri fondi | (658) | (599) | (509) |
| CAPITALE INVESTITO NETTO | 10.461 | 14.669 | 14.815 |
| Debiti per finanziamenti | 876 | 6.875 | 5.050 |
| Crediti finanziari | 0 | 0 | 0 |
| Disponibilità liquide | (764) | (2.129) | (961) |
| POSIZIONE FINANZIARIA NETTA | 112 | 4.746 | 4.090 |
| PATRIMONIO NETTO | 10.349 | 9.924 | 10.725 |

Dati economico-patrimoniali – Flussi patrimoniali

Gelsia Ambiente

GELSIA AMBIENTE S.R.L.

Dettaglio flussi patrimoniali

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 Forecast | 2019 Forecast | 2020 Budget | 2021 Budget | 2022 Budget | 2023 Proiezioni | 2024 Proiezioni | 2025 Proiezioni | 2026 Proiezioni | 2027 Proiezioni | 2028 Proiezioni |
|---|---------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| CAPITALE CIRCOLANTE NETTO | 3.362 | 3.362 | 3.404 | 3.476 | 3.516 | 3.547 | 3.580 | 3.585 | 3.590 | 3.595 | 3.601 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>7,0%</i> | <i>7,0%</i> | <i>6,8%</i> | <i>6,9%</i> | <i>6,9%</i> | <i>6,9%</i> | <i>6,9%</i> | <i>6,8%</i> | <i>6,8%</i> | <i>6,7%</i> | <i>6,7%</i> |
| Flusso Capitale circolante netto | 107 | 312 | (42) | (72) | (40) | (32) | (32) | (5) | (5) | (5) | (5) |
| Altri fondi | 509 | 509 | 509 | 509 | 509 | 509 | 509 | 509 | 509 | 509 | 509 |
| Flusso Altri fondi | 0 | (90) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Investimenti Immobilizzazioni | (1.034) | (2.365) | (6.266) | (2.270) | (1.301) | (1.815) | (1.170) | (900) | (500) | (400) | (300) |

Metodo finanziario: valore terminale in perpetuità

Gelsia Ambiente

GELSIA AMBIENTE S.R.L.

Metodo finanziario - Valore terminale in perpetuità

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | Anno terminale (1) |
|--|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|
| EBIT | 194 | 1.479 | 1.655 | 1.782 | 1.777 | 1.793 | 1.918 | 2.053 | 2.199 | 2.365 | 2.131 |
| Imposte senza leva | (54) | (413) | (462) | (497) | (496) | (500) | (535) | (573) | (613) | (660) | (595) |
| NOPAT | 140 | 1.066 | 1.193 | 1.285 | 1.281 | 1.292 | 1.383 | 1.480 | 1.585 | 1.705 | 1.537 |
| + Ammortamenti | 520 | 2.170 | 2.304 | 2.339 | 2.457 | 2.552 | 2.453 | 2.344 | 2.225 | 2.085 | 2.085 |
| +/- Variazione altri fondi | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| +/- Variazione capitale circolante netto | 107 | (42) | (72) | (40) | (32) | (32) | (5) | (5) | (5) | (5) | 0 |
| - Investimenti netti | (1.034) | (6.266) | (2.270) | (1.301) | (1.815) | (1.170) | (900) | (500) | (400) | (300) | (2.085) |
| Flusso di cassa senza leva | (267) | (3.072) | 1.156 | 2.283 | 1.891 | 2.643 | 2.931 | 3.319 | 3.405 | 3.485 | 1.537 |
| Periodo di attualizzazione (2) | 0,125 | 0,750 | 1,750 | 2,750 | 3,750 | 4,750 | 5,750 | 6,750 | 7,750 | 8,750 | |
| Fattore di attualizzazione | 0,992 | 0,954 | 0,896 | 0,841 | 0,790 | 0,741 | 0,696 | 0,654 | 0,614 | 0,576 | |
| Flusso di cassa senza leva scontato | (264) | (2.931) | 1.035 | 1.920 | 1.493 | 1.959 | 2.040 | 2.170 | 2.090 | 2.009 | |
| Valore attuale da Q4 2019 a 2024 | 11.521 | | | | | | | | | | |
| Tasso di sconto (WACC) | 6,5% | | | | | | | | | | |
| Tasso di crescita perpetua | 0,0% | | | | | | | | | | |
| Flusso di cassa senza leva normalizzato anno terminale | 1.537 | | | | | | | | | | |
| Valore terminale non scontato | 23.642 | | | | | | | | | | |
| Valore attuale del valore terminale | 13.626 | | | | | | | | | | |
| Valore aziendale | 25.147 | | | | | | | | | | |

Note

(1) Il flusso di cassa terminale è calcolato ipotizzando un EBITDA normalizzato pari alla media 2020-2028 e investimenti normalizzati pari agli ammortamenti, applicando un tasso di crescita perpetua nullo

(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 intermedio dell'ultimo periodo di proiezione esplicita

Metodo finanziario: valore terminale con liquidazione CIN

Gelsia Ambiente

GELSIA AMBIENTE S.R.L.

Metodo finanziario - Valore terminale con liquidazione CIN

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|--|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT | 194 | 1.479 | 1.655 | 1.782 | 1.777 | 1.793 | 1.918 | 2.053 | 2.199 | 2.365 |
| Imposte senza leva | (54) | (413) | (462) | (497) | (496) | (500) | (535) | (573) | (613) | (660) |
| NOPAT | 140 | 1.066 | 1.193 | 1.285 | 1.281 | 1.292 | 1.383 | 1.480 | 1.585 | 1.705 |
| + Ammortamenti | 520 | 2.170 | 2.304 | 2.339 | 2.457 | 2.552 | 2.453 | 2.344 | 2.225 | 2.085 |
| +/- Variazione altri fondi | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| +/- Variazione capitale circolante netto | 107 | (42) | (72) | (40) | (32) | (32) | (5) | (5) | (5) | (5) |
| - Investimenti netti | (1.034) | (6.266) | (2.270) | (1.301) | (1.815) | (1.170) | (900) | (500) | (400) | (300) |
| Flusso di cassa senza leva | (267) | (3.072) | 1.156 | 2.283 | 1.891 | 2.643 | 2.931 | 3.319 | 3.405 | 3.485 |
| Periodo di attualizzazione (1) | 0,125 | 0,750 | 1,750 | 2,750 | 3,750 | 4,750 | 5,750 | 6,750 | 7,750 | 8,750 |
| Fattore di attualizzazione | 0,992 | 0,954 | 0,896 | 0,841 | 0,790 | 0,741 | 0,696 | 0,654 | 0,614 | 0,576 |
| Flusso di cassa senza leva scontato | (264) | (2.931) | 1.035 | 1.920 | 1.493 | 1.959 | 2.040 | 2.170 | 2.090 | 2.009 |
| Valore attuale da Q4 2019 a 2024 | 11.521 | | | | | | | | | |
| Tasso di sconto (WACC) | 6,50% | | | | | | | | | |
| CIN 2028 | 10.385 | | | | | | | | | |
| Valore attuale del valore terminale | 5.800 | | | | | | | | | |
| Valore aziendale | 17.322 | | | | | | | | | |

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; per il valore terminale si utilizza il momento finale dell'ultimo periodo di proiezione esplicita

Metodo finanziario: sommario di valutazione

Gelsia Ambiente

GELSIA AMBIENTE S.R.L.

Sommario di valutazione

Migliaia di Euro

| | Valore aziendale | | | Probabilità |
|---|------------------|---------------|---------------|-------------|
| | Inferiore | Centrale | Superiore | |
| Metodo finanziario - Valore terminale in perpetuità | | | | |
| Valore aziendale | 22.947 | 25.147 | 27.860 | 50% |
| Metodo finanziario - Valore terminale con liquidazione CIN | | | | |
| Valore aziendale | 16.707 | 17.322 | 17.962 | 50% |
| Valore aziendale stimato | 19.827 | 21.234 | 22.911 | |
| +/- Posizione finanziaria netta (+ Liquidità/ - Debito) | (4.090) | (4.090) | (4.090) | |
| - TFR | (921) | (921) | (921) | |
| - Fondi per rischi e oneri | (509) | (509) | (509) | |
| Valore economico del patrimonio netto | 14.307 | 15.715 | 17.391 | |

Calcolo del WACC - Gelsia Ambiente

GELSIA AMBIENTE S.R.L.

Weighted Average Cost of Capital

| Assunzioni | | Note: | |
|---|--------|------------|-----|
| Data di valutazione | | 30/09/2019 | |
| Tasso Risk-free | Rf | = 2,00% | (1) |
| Premio per il rischio azionario (Equity risk premium) | ERP | = 5,00% | (2) |
| Costo lordo del debito | Kd(pt) | = 4,10% | |
| Aliquota fiscale | t | 24,0% | |
| Struttura finanziaria ottimale | | | |
| Debt-to-Total Capital | Wd | = 37,5% | |
| Equity-to-Total Capital | We | = 62,5% | |
| Premio per il rischio Paese (Country risk premium) | CRP | = 2,00% | (3) |

Formula di Hamada:

Unlevered beta (Bu) = $[BL / [1 + Wd/We * (1-t)]]$

Relevered beta (B) = $Bu * [1 + Wd/We * (1-t)]$

Analisi di struttura finanziaria di settore

| | | (4) | (5) | (5) | (5) | (5) | (6) | (7) | (5) | (8) | (9) | (10) | | | | | | |
|--|---------------------------|-------------|-------------------|------------------|---------------|------------------|-----------------------|--|-------------------|---------------------|---------------|--------------------------------------|------------------------------|---|--|----------------------|---------------------|------|
| Società | Ticker | Valuta | S&P Credit Rating | Equity Beta (BL) | Debito totale | + Minoranze (Mi) | + Azioni privilegiate | - Cassa e Investimenti a breve termine | Debito Netto (Md) | Prezzo per azione x | Numero azioni | Capitalizzazione di mercato (Equity) | Total Capital (TC) = Md + Me | Debito su Total Capital (Wd/TC) = (Md/TC) | Equity su Total Capital (We) = (Me/TC) | Aliquota fiscale (t) | Unlevered Beta (Bu) | |
| 1 | Derichebourg SA | ENXTPA:DBG | EUR | N/A | 1,026 | 412,3 | 2,9 | 0 | 284,6 | 130,6 | 3,20 | 159,4 | 510,7 | 641,3 | 20,4% | 79,6% | 31,0% | 0,87 |
| 2 | Lassila & Tikanoja Oyj | HLSE:LAT1V | EUR | N/A | 0,698 | 175,1 | 0,2 | 0 | 19,7 | 155,6 | 13,56 | 38,4 | 520,2 | 675,8 | 23,0% | 77,0% | 20,0% | 0,56 |
| 3 | Séché Environnement SA | ENXTPA:SCHP | EUR | N/A | 0,807 | 540,2 | 4,8 | 0 | 94,6 | 450,5 | 36,40 | 7,8 | 283,9 | 734,4 | 61,3% | 38,7% | 31,0% | 0,39 |
| 4 | Veolia Environnement S.A. | ENXTPA:VIE | EUR | N/A | 0,711 | 16.810,0 | 1.172,8 | 0 | 4.393,0 | 13.589,8 | 23,26 | 553,2 | 12.867,7 | 26.457,5 | 51,4% | 48,6% | 31,0% | 0,41 |
| Media comparabili (arrotondata) | | | | | | | | | | | | | | 39,0% | 61,0% | 28,3% | 0,56 | |
| Mediana comparabili (arrotondata) | | | | | | | | | | | | | | 37,5% | 62,5% | 31,0% | 0,49 | |

Relevered Beta Analisi

| | |
|--|-------|
| (11) Unlevered Beta (Bu) | 0,49 |
| Target (Ottimale) Debt-to-Equity (Wd/We) | 60,0% |
| (12) Relevered Beta (B) | 0,71 |

Calcolo del WACC

| | Rendimento | | Ponderazione | = | WACC |
|--|------------|---|--------------|---|-------|
| (13) Rendimento del debito $[rd = (Kd(pt)+CRP) * (1 - t)] =$ | 4,6% | x | 38% | = | 1,7% |
| (14) Rendimento del capitale proprio (Equity) $[re = Rf + B * (ERP) + SP + CRP + A] =$ | 7,5% | x | 63% | = | 4,7% |
| (15) Costo medio ponderato del capitale (WACC) | | | | | 6,45% |

WACC STIMATO (arrotondato)

6,50%

Notes:

- Rendimento a scadenza normalizzato titoli del Tesoro tedeschi (scadenza a 30 anni), basata sulla revisione interna di D & P di vari metodi tra cui, a titolo esemplificativo, i rendimenti spot medi finali e un aumento del tasso privo di rischio (tasso reale + inflazione + premio di scadenza).
- Basato su analisi interne di D & P di vari studi, inclusi ma non limitati a una revisione dei premi storici di rischio di mercato e a misure basate su premi previsionali basati su premi di mercato (ad esempio premio per il rischio azionario implicito calcolato dal Prof. Damodaran, tra gli altri).
- Duff & Phelps 2018 International Valuation Handbook - Guide to Cost of Capital.
- Basati su dati Bloomberg al 30/09/2019.
- Alla Data di Valutazione. Source: Capital IQ, and SEC Filings.
- Il Debito Netto Totale include minoranze e azioni privilegiate; debito netto indica che cassa e investimenti di breve termine sono stati sottratti.
- Prezzo di chiusura alla Data di Valutazione. Source: Capital IQ
- Prezzo per azione moltiplicato per numero di azioni. Source: Capital IQ
- Aliquote d'imposta effettive basate su ultimi dati pubblicati, normalizzate al tasso vigente specifico per paese, se applicabile.
- Unlevered beta (Bu) basato su Hamada, come:

$$\text{Unlevered Beta} = \frac{BL}{[1 + Wd / We * (1-t)]}$$

(11) Unlevered Beta (Bu) basato sulla mediana delle comparabili.

(12) Relevered beta (B) basato su Hamada, come:

$$\text{Relevered Beta} = Bu * [1 + Wd / We * (1-t)]$$

(13) $rd = (Kd(pt)+CRP) * (1 - t)$

(14) $re = Rf + B * (ERP) + SP + CRP + A$

(15) $WACC = rd * (Wd) + re (We)$

3.0

RetiPiù

Dati economico-patrimoniali – Conto economico

RetiPiù

RETIPIU' SRL

Conto economico

Migliaia di Euro

| | 2017 | 2018 | Q1-Q3 2019 |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| | Consuntivo | Consuntivo | Consuntivo |
| RICAVI TOTALI | 32.460 | 34.581 | 25.406 |
| <i>Crescita %</i> | <i>-1,5%</i> | <i>6,5%</i> | <i>n.d.</i> |
| Costi operativi | (16.854) | (18.069) | (12.651) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-51,9%</i> | <i>-52,3%</i> | <i>-49,8%</i> |
| EBITDA | 15.606 | 16.512 | 12.755 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>48,1%</i> | <i>47,7%</i> | <i>50,2%</i> |
| Ammortamenti | (9.512) | (9.613) | (7.161) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-29,3%</i> | <i>-27,8%</i> | <i>-28,2%</i> |
| EBIT | 6.094 | 6.899 | 5.594 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>18,8%</i> | <i>20,0%</i> | <i>22,0%</i> |
| Proventi/(Oneri) finanziari netti | (239) | (215) | (100) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-0,7%</i> | <i>-0,6%</i> | <i>-0,4%</i> |
| Proventi/(Oneri) straordinari netti | 15 | 0 | 0 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>0,0%</i> | <i>0,0%</i> | <i>0,0%</i> |
| RISULTATO ANTE IMPOSTE | 5.870 | 6.684 | 5.494 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>18,1%</i> | <i>19,3%</i> | <i>21,6%</i> |
| Imposte | (1.429) | (1.891) | (1.319) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-4,4%</i> | <i>-5,5%</i> | <i>-5,2%</i> |
| UTILE NETTO/(PERDITA NETTA) | 4.441 | 4.793 | 4.175 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>13,7%</i> | <i>13,9%</i> | <i>16,4%</i> |

Dati economico-patrimoniali – Stato patrimoniale

RetiPiù

RETIPIU' SRL

Stato patrimoniale

Migliaia di Euro

| | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 30/09/2019 |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| | Consuntivo | Consuntivo | Consuntivo |
| Immobilizzazioni immateriali | 12.388 | 11.937 | 11.448 |
| Immobilizzazioni materiali | 165.572 | 166.886 | 166.305 |
| Altre attività/passività non correnti | (8.991) | (7.949) | (7.327) |
| IMMOBILIZZAZIONI | 168.970 | 170.875 | 170.426 |
| Magazzino | 1.071 | 1.422 | 4.057 |
| Crediti commerciali | 12.190 | 10.150 | 3.175 |
| Altre attività correnti | 6.759 | 5.558 | 8.935 |
| Debiti commerciali | (7.561) | (5.862) | (6.226) |
| Altre passività correnti | (5.622) | (4.524) | (6.228) |
| CAPITALE CIRCOLANTE NETTO | 6.837 | 6.743 | 3.714 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>21,1%</i> | <i>19,5%</i> | <i>11,0%</i> |
| TFR | (1.506) | (1.344) | (1.247) |
| Altri fondi | (9.772) | (11.974) | (11.280) |
| CAPITALE INVESTITO NETTO | 164.529 | 164.300 | 161.614 |
| Debiti per finanziamenti | 12.290 | 10.052 | 8.185 |
| Crediti finanziari | (1.945) | (3.225) | (6.221) |
| Disponibilità liquide | (1.596) | (1.600) | (1.598) |
| POSIZIONE FINANZIARIA NETTA | 8.750 | 5.227 | 366 |
| PATRIMONIO NETTO | 155.779 | 159.072 | 161.248 |

Dati economico-patrimoniali

RetiPiù – Distribuzione gas

RETIPIU' SRL - Distribuzione gas

Conto economico

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | 2033 |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Forecast | Forecast | Budget | Budget | Budget | Proiezioni |
| RICAVI TOTALI | 9.542 | 38.166 | 35.739 | 37.811 | 52.552 | 48.335 | 48.703 | 46.662 | 47.129 | 47.600 | 48.076 | 48.557 | 49.043 | 49.533 | 50.028 | 50.529 |
| <i>Crescita %</i> | <i>n.d.</i> | <i>n.d.</i> | <i>-6,4%</i> | <i>5,8%</i> | <i>39,0%</i> | <i>-8,0%</i> | <i>0,8%</i> | <i>-4,2%</i> | <i>1,0%</i> |
| Costi operativi | (6.019) | (24.075) | (21.584) | (23.145) | (31.214) | (25.997) | (23.052) | (21.666) | (21.915) | (22.167) | (22.422) | (22.680) | (22.941) | (23.206) | (23.473) | (23.744) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-63,1%</i> | <i>-63,1%</i> | <i>-60,4%</i> | <i>-61,2%</i> | <i>-59,4%</i> | <i>-53,8%</i> | <i>-47,3%</i> | <i>-46,4%</i> | <i>-46,5%</i> | <i>-46,6%</i> | <i>-46,6%</i> | <i>-46,7%</i> | <i>-46,8%</i> | <i>-46,8%</i> | <i>-46,9%</i> | <i>-47,0%</i> |
| EBITDA | 3.523 | 14.091 | 14.156 | 14.666 | 21.339 | 22.338 | 25.651 | 24.996 | 25.214 | 25.433 | 25.654 | 25.877 | 26.101 | 26.327 | 26.555 | 26.785 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>36,9%</i> | <i>36,9%</i> | <i>39,6%</i> | <i>38,8%</i> | <i>40,6%</i> | <i>46,2%</i> | <i>52,7%</i> | <i>53,6%</i> | <i>53,5%</i> | <i>53,4%</i> | <i>53,4%</i> | <i>53,3%</i> | <i>53,2%</i> | <i>53,2%</i> | <i>53,1%</i> | <i>53,0%</i> |
| Ammortamenti | (1.996) | (7.985) | (7.900) | (8.449) | (10.426) | (11.176) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-20,9%</i> | <i>-20,9%</i> | <i>-22,1%</i> | <i>-22,3%</i> | <i>-19,8%</i> | <i>-23,1%</i> | <i>-24,5%</i> | <i>-25,6%</i> | <i>-25,3%</i> | <i>-25,1%</i> | <i>-24,8%</i> | <i>-24,6%</i> | <i>-24,3%</i> | <i>-24,1%</i> | <i>-23,8%</i> | <i>-23,6%</i> |
| EBIT | 1.527 | 6.106 | 6.255 | 6.217 | 10.912 | 11.162 | 13.725 | 13.070 | 13.287 | 13.507 | 13.728 | 13.951 | 14.175 | 14.401 | 14.629 | 14.858 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>16,0%</i> | <i>16,0%</i> | <i>17,5%</i> | <i>16,4%</i> | <i>20,8%</i> | <i>23,1%</i> | <i>28,2%</i> | <i>28,0%</i> | <i>28,2%</i> | <i>28,4%</i> | <i>28,6%</i> | <i>28,7%</i> | <i>28,9%</i> | <i>29,1%</i> | <i>29,2%</i> | <i>29,4%</i> |

RETIPIU' SRL - Distribuzione gas

Dettaglio flussi patrimoniali

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | 2033 |
|---|----------------|--------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | Forecast | Forecast | Budget | Budget | Budget | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni |
| CAPITALE CIRCOLANTE NETTO | 7.262 | 7.262 | 7.262 | 7.262 | 7.262 | 7.262 | 7.262 | 7.262 | 7.262 | 7.262 | 7.262 | 7.262 | 7.262 | 7.262 | 7.262 | 7.262 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>19,0%</i> | <i>19,0%</i> | <i>20,3%</i> | <i>19,2%</i> | <i>13,8%</i> | <i>15,0%</i> | <i>14,9%</i> | <i>15,6%</i> | <i>15,4%</i> | <i>15,3%</i> | <i>15,1%</i> | <i>15,0%</i> | <i>14,8%</i> | <i>14,7%</i> | <i>14,5%</i> | <i>14,4%</i> |
| Flusso Capitale circolante netto | (3.077) | n.d. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Altri fondi | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 |
| Flusso Altri fondi | 0 | n.d. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Investimenti Immobilizzazioni | (2.677) | n.d. | (8.149) | (10.130) | (50.131) | (10.342) | (8.438) | (11.926) |

Dati economico-patrimoniali

RetiPiù – Distribuzione energia elettrica

RETIPIU' SRL - Distribuzione energia elettrica

Conto economico

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Forecast | Forecast | Budget | Budget | Budget | Proiezioni | Proiezioni |
| RICAVI TOTALI | 1.540 | 6.159 | 8.496 | 8.911 | 10.527 | 9.204 | 9.385 |
| <i>Crescita %</i> | <i>n.d.</i> | <i>n.d.</i> | 37,9% | 4,9% | 18,1% | -12,6% | 2,0% |
| Costi operativi | (757) | (3.026) | (4.934) | (5.193) | (6.608) | (5.160) | (5.151) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-49,1%</i> | <i>-49,1%</i> | <i>-58,1%</i> | <i>-58,3%</i> | <i>-62,8%</i> | <i>-56,1%</i> | <i>-54,9%</i> |
| EBITDA | 783 | 3.132 | 3.562 | 3.719 | 3.919 | 4.045 | 4.234 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>50,9%</i> | <i>50,9%</i> | <i>41,9%</i> | <i>41,7%</i> | <i>37,2%</i> | <i>43,9%</i> | <i>45,1%</i> |
| Ammortamenti | (370) | (1.480) | (1.745) | (1.933) | (2.147) | (2.196) | (2.245) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-24,0%</i> | <i>-24,0%</i> | <i>-20,5%</i> | <i>-21,7%</i> | <i>-20,4%</i> | <i>-23,9%</i> | <i>-23,9%</i> |
| EBIT | 413 | 1.653 | 1.817 | 1.786 | 1.772 | 1.848 | 1.989 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>26,8%</i> | <i>26,8%</i> | <i>21,4%</i> | <i>20,0%</i> | <i>16,8%</i> | <i>20,1%</i> | <i>21,2%</i> |

RETIPIU' SRL - Distribuzione energia elettrica

Dettaglio flussi patrimoniali

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | Forecast | Forecast | Budget | Budget | Budget | Proiezioni | Proiezioni |
| CAPITALE CIRCOLANTE NETTO | 1.201 | 1.201 | 1.201 | 1.201 | 1.201 | 1.201 | 1.201 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>19,5%</i> | <i>19,5%</i> | <i>14,1%</i> | <i>13,5%</i> | <i>11,4%</i> | <i>13,0%</i> | <i>12,8%</i> |
| Flusso Capitale circolante netto | 0 | n.d. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Altri fondi | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 |
| Flusso Altri fondi | 0 | n.d. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Investimenti Immobilizzazioni | (244) | n.d. | (3.189) | (3.500) | (5.000) | (3.500) | (3.500) |

Dati economico-patrimoniali

RetiPiù – Illuminazione Pubblica

RETIPIU' SRL - Illuminazione Pubblica

Conto economico

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 Forecast | 2019 Forecast | 2020 Budget | 2021 Budget | 2022 Budget | 2023 Proiezioni | 2024 Proiezioni |
|-------------------------------------|---------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|--------------------|--------------------|
| RICAVI TOTALI | 291 | 1.165 | 5.578 | 5.412 | 5.922 | 6.440 | 6.960 |
| <i>Crescita %</i> | <i>n.d.</i> | <i>n.d.</i> | <i>378,7%</i> | <i>-3,0%</i> | <i>9,4%</i> | <i>8,8%</i> | <i>8,1%</i> |
| Costi operativi | (211) | (843) | (4.993) | (4.473) | (4.600) | (4.658) | (4.728) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-72,3%</i> | <i>-72,3%</i> | <i>-89,5%</i> | <i>-82,7%</i> | <i>-77,7%</i> | <i>-72,3%</i> | <i>-67,9%</i> |
| EBITDA | 81 | 323 | 585 | 939 | 1.322 | 1.782 | 2.231 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>27,7%</i> | <i>27,7%</i> | <i>10,5%</i> | <i>17,3%</i> | <i>22,3%</i> | <i>27,7%</i> | <i>32,1%</i> |
| Ammortamenti | (38) | (152) | (356) | (632) | (910) | (1.188) | (1.466) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-13,1%</i> | <i>-13,1%</i> | <i>-6,4%</i> | <i>-11,7%</i> | <i>-15,4%</i> | <i>-18,4%</i> | <i>-21,1%</i> |
| EBIT | 43 | 170 | 229 | 307 | 412 | 594 | 766 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>14,6%</i> | <i>14,6%</i> | <i>4,1%</i> | <i>5,7%</i> | <i>7,0%</i> | <i>9,2%</i> | <i>11,0%</i> |

RETIPIU' SRL - Illuminazione Pubblica

Dettaglio flussi patrimoniali

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 Forecast | 2019 Forecast | 2020 Budget | 2021 Budget | 2022 Budget | 2023 Proiezioni | 2024 Proiezioni |
|---|---------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|--------------------|--------------------|
| CAPITALE CIRCOLANTE NETTO | 227 | 227 | 227 | 227 | 227 | 227 | 227 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>19,5%</i> | <i>19,5%</i> | <i>4,1%</i> | <i>4,2%</i> | <i>3,8%</i> | <i>3,5%</i> | <i>3,3%</i> |
| Flusso Capitale circolante netto | 0 | n.d. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Altri fondi | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 | 11.280 |
| Flusso Altri fondi | 0 | n.d. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Investimenti Immobilizzazioni | (164) | n.d. | (4.675) | (4.000) | (4.000) | (4.000) | (4.000) |

Metodo finanziario

RetiPiù – Distribuzione gas

RETIPIU' SRL

Metodo finanziario - Distribuzione gas - Valore terminale con rimborso VR e liquidazione CCN

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | 2033 |
|--|----------------|--------------|--------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT | 1.527 | 6.255 | 6.217 | 10.912 | 11.162 | 13.725 | 13.070 | 13.287 | 13.507 | 13.728 | 13.951 | 14.175 | 14.401 | 14.629 | 14.858 |
| Imposte senza leva | (426) | (1.745) | (1.735) | (3.045) | (3.114) | (3.829) | (3.646) | (3.707) | (3.768) | (3.830) | (3.892) | (3.955) | (4.018) | (4.081) | (4.145) |
| NOPAT | 1.101 | 4.510 | 4.483 | 7.868 | 8.048 | 9.896 | 9.423 | 9.580 | 9.738 | 9.898 | 10.058 | 10.220 | 10.383 | 10.547 | 10.713 |
| + Ammortamenti | 1.996 | 7.900 | 8.449 | 10.426 | 11.176 | 11.926 | 11.926 | 11.926 | 11.926 | 11.926 | 11.926 | 11.926 | 11.926 | 11.926 | 11.926 |
| +/- Variazione altri fondi | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| +/- Variazione capitale circolante netto | (3.077) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - Investimenti netti | (2.677) | (8.149) | (10.130) | (50.131) | (10.342) | (8.438) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) | (11.926) |
| Flusso di cassa senza leva | (2.657) | 4.261 | 2.802 | (31.837) | 8.882 | 13.384 | 9.423 | 9.580 | 9.738 | 9.898 | 10.058 | 10.220 | 10.383 | 10.547 | 10.713 |
| Periodo di attualizzazione (1) | 0,125 | 0,750 | 1,750 | 2,750 | 3,750 | 4,750 | 5,750 | 6,750 | 7,750 | 8,750 | 9,750 | 10,750 | 11,750 | 12,750 | 13,750 |
| Fattore di attualizzazione | 0,993 | 0,960 | 0,909 | 0,861 | 0,815 | 0,772 | 0,731 | 0,692 | 0,656 | 0,621 | 0,588 | 0,557 | 0,527 | 0,499 | 0,473 |
| Flusso di cassa senza leva scontato | (2.639) | 4.090 | 2.547 | (27.406) | 7.241 | 10.332 | 6.889 | 6.632 | 6.384 | 6.144 | 5.913 | 5.689 | 5.474 | 5.265 | 5.064 |
| Valore attuale da Q4 2019 a 2033 | 47.619 | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di sconto (WACC) | 5,60% | | | | | | | | | | | | | | |
| Valore di Rimborso 2033 lordo | 188.142 | | | | | | | | | | | | | | |
| - Fiscalità latente | (435) | | | | | | | | | | | | | | |
| Valore di Rimborso 2033 netto | 187.707 | | | | | | | | | | | | | | |
| + CCN 2033 | 7.262 | | | | | | | | | | | | | | |
| Valore terminale 2033 non attualizzato | 194.969 | | | | | | | | | | | | | | |
| Valore attuale del valore terminale | 89.692 | | | | | | | | | | | | | | |
| Valore aziendale | 137.312 | | | | | | | | | | | | | | |

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; per il valore terminale si utilizza il momento finale dell'ultimo periodo di proiezione esplicita

Metodo finanziario

RetiPiù – Distribuzione energia elettrica

RETIPIU' SRL

Metodo finanziario - Distribuzione energia elettrica - Valore terminale in perpetuità

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | Anno terminale (1) |
|--|----------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------------|
| EBIT | 413 | 1.817 | 1.786 | 1.772 | 1.848 | 1.989 | 1.989 |
| Imposte senza leva | (115) | (507) | (498) | (494) | (516) | (555) | (555) |
| NOPAT | 298 | 1.310 | 1.288 | 1.278 | 1.333 | 1.434 | 1.434 |
| + Ammortamenti | 370 | 1.745 | 1.933 | 2.147 | 2.196 | 2.245 | 2.245 |
| +/- Variazione altri fondi | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| +/- Variazione capitale circolante netto | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - Investimenti netti | (244) | (3.189) | (3.500) | (5.000) | (3.500) | (3.500) | (2.245) |
| Flusso di cassa senza leva | 424 | (134) | (280) | (1.575) | 29 | 179 | 1.434 |
| Periodo di attualizzazione (2) | 0,125 | 0,750 | 1,750 | 2,750 | 3,750 | 4,750 | |
| Fattore di attualizzazione | 0,994 | 0,962 | 0,914 | 0,868 | 0,824 | 0,782 | |
| Flusso di cassa senza leva scontato | 421 | (129) | (256) | (1.366) | 24 | 140 | |
| Valore attuale da Q4 2019 a 2033 | (1.166) | | | | | | |
| Tasso di sconto (WACC) | 5,30% | | | | | | |
| Tasso di crescita perpetua | 0,00% | | | | | | |
| Flusso di cassa senza leva normalizzato anno terminale | 1.434 | | | | | | |
| Valore terminale non scontato | 27.056 | | | | | | |
| Valore attuale del valore terminale | 21.171 | | | | | | |
| Valore aziendale | 20.005 | | | | | | |

Note

(1) Il flusso di cassa terminale è calcolato ipotizzando investimenti normalizzati pari agli ammortamenti e applicando un tasso di crescita perpetua nullo

(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 intermedio dell'ultimo periodo di

Metodo finanziario

RetiPiù – Illuminazione Pubblica

RETIPIU' SRL

Metodo finanziario - Illuminazione pubblica - Valore terminale in perpetuità

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | 2033 | 2034 | 2035 | 2036 | 2037 | Anno terminale (1) |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|
| EBIT | 43 | 229 | 307 | 412 | 594 | 766 | 392 | 374 | 356 | 338 | 321 | 304 | 287 | 296 | 484 | 801 | 1.093 | 1.385 | 1.677 | 1.834 |
| Imposte senza leva | (12) | (64) | (86) | (115) | (166) | (214) | (109) | (104) | (99) | (94) | (90) | (85) | (80) | (82) | (135) | (224) | (305) | (386) | (468) | (512) |
| NOPAT | 31 | 165 | 221 | 297 | 429 | 552 | 282 | 269 | 257 | 244 | 231 | 219 | 207 | 213 | 349 | 578 | 788 | 999 | 1.209 | 1.322 |
| + Ammortamenti | 38 | 356 | 632 | 910 | 1.188 | 1.466 | 1.660 | 1.698 | 1.737 | 1.775 | 1.814 | 1.852 | 1.891 | 1.904 | 1.738 | 1.442 | 1.173 | 904 | 635 | 500 |
| +/- Variazione altri fondi | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| +/- Variazione capitale circolante netto | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - Investimenti netti | (164) | (4.675) | (4.000) | (4.000) | (4.000) | (4.000) | (500) | (500) | (500) | (500) | (500) | (500) | (500) | (500) | (500) | (500) | (500) | (500) | (500) | (500) |
| Flusso di cassa senza leva | (95) | (4.154) | (3.147) | (2.793) | (2.384) | (1.982) | 1.442 | 1.468 | 1.493 | 1.519 | 1.545 | 1.571 | 1.598 | 1.617 | 1.586 | 1.520 | 1.461 | 1.402 | 1.344 | 1.322 |
| Periodo di attualizzazione (2) | 0,125 | 0,750 | 1,750 | 2,750 | 3,750 | 4,750 | 5,750 | 6,750 | 7,750 | 8,750 | 9,750 | 10,750 | 11,750 | 12,750 | 13,750 | 14,750 | 15,750 | 16,750 | 17,750 | |
| Fattore di attualizzazione | 0,993 | 0,958 | 0,904 | 0,853 | 0,805 | 0,760 | 0,717 | 0,677 | 0,639 | 0,603 | 0,569 | 0,537 | 0,507 | 0,479 | 0,452 | 0,426 | 0,402 | 0,380 | 0,358 | |
| Flusso di cassa senza leva scontato | (94) | (3.978) | (2.844) | (2.383) | (1.919) | (1.506) | 1.034 | 994 | 954 | 916 | 880 | 844 | 810 | 774 | 717 | 648 | 588 | 533 | 482 | |
| Valore attuale da Q4 2019 a 2033 | (2.550) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di sconto (WACC) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di crescita perpetua | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Flusso di cassa senza leva normalizzato anno terminale | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Valore terminale non scontato | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Valore attuale del valore terminale | 7.968 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Valore aziendale | 5.417 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

Note

(1) Il flusso di cassa terminale è calcolato ipotizzando ammortamenti normalizzati pari agli ammortamenti e applicando un tasso di crescita perpetua nullo

(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 intermedio dell'ultimo periodo di proiezione

Metodo finanziario: sommario di valutazione

RetiPiù

RETIPIU' SRL

Sommario di valutazione

Migliaia di Euro

| Somma delle parti | Inferiore | Centrale | Superiore |
|--|----------------|----------------|----------------|
| Metodo finanziario - Distribuzione gas - Valore terminale con rimborso VR e liquidazione CCN | 129.096 | 137.312 | 146.095 |
| Metodo finanziario - Distribuzione energia elettrica - Valore terminale in perpetuità | 16.926 | 20.005 | 24.123 |
| Metodo finanziario - Illuminazione pubblica - Valore terminale in perpetuità | 3.566 | 5.417 | 7.796 |
| Valore aziendale | 149.588 | 162.734 | 178.015 |
| +/- Posizione finanziaria netta (+ Liquidità/ - Debito) | (366) | (366) | (366) |
| - TFR | (1.247) | (1.247) | (1.247) |
| - Fondi per rischi e oneri | (1.225) | (1.225) | (1.225) |
| Valore economico del patrimonio netto | 146.750 | 159.896 | 175.177 |

Calcolo del WACC - RetiPiù Illuminazione Pubblica

RETIPIU' SRL - Illuminazione Pubblica

Weighted Average Cost of Capital

| | Pesi | WACC |
|-----------------|--------|-------|
| Distr. EE | 50,00% | 5,30% |
| Multiutility | 50,00% | 6,60% |
| Media Ponderata | | 5,95% |

4.0

AEB

Dati economico-patrimoniali – Conto economico

AEB

AMBIENTE ENERGIA BRIANZA (AEB) S.P.A.

Conto economico

Migliaia di Euro

| | 2017 | 2018 | Q1-Q3 2019 | Q4 2019 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------------------------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| | Consuntivo | Consuntivo | Consuntivo | Forecast | Forecast | Budget | Budget | Budget | Proiezioni | Proiezioni |
| RICAVI TOTALI | 12.544 | 13.786 | 12.198 | 3.897 | 16.095 | 16.714 | 15.553 | 15.656 | 15.771 | 15.871 |
| <i>Crescita %</i> | 4,5% | 9,9% | <i>n.d.</i> | <i>n.d.</i> | 16,8% | 3,8% | -6,9% | 0,7% | 0,7% | 0,6% |
| Costi operativi | (11.244) | (11.860) | (10.906) | (3.902) | (14.808) | (16.144) | (14.236) | (13.980) | (13.905) | (13.835) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | -89,6% | -86,0% | -89,4% | -100,1% | -92,0% | -96,6% | -91,5% | -89,3% | -88,2% | -87,2% |
| EBITDA | 1.300 | 1.925 | 1.292 | (5) | 1.287 | 570 | 1.317 | 1.676 | 1.866 | 2.037 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | 10,4% | 14,0% | 10,6% | -0,1% | 8,0% | 3,4% | 8,5% | 10,7% | 11,8% | 12,8% |
| Ammortamenti | (2.551) | (2.594) | (2.104) | (708) | (2.812) | (3.116) | (3.035) | (3.033) | (2.974) | (2.900) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | -20,3% | -18,8% | -17,2% | -18,2% | -17,5% | -18,6% | -19,5% | -19,4% | -18,9% | -18,3% |
| EBIT | (1.251) | (669) | (812) | (713) | (1.525) | (2.546) | (1.718) | (1.357) | (1.108) | (863) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | -10,0% | -4,9% | -6,7% | -18,3% | -9,5% | -15,2% | -11,0% | -8,7% | -7,0% | -5,4% |
| Proventi/(Oneri) finanziari netti | 6.122 | 32.799 | 6.092 | | | | | | | |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | 48,8% | 237,9% | 49,9% | | | | | | | |
| RISULTATO ANTE IMPOSTE | 4.871 | 32.130 | 5.280 | | | | | | | |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | 38,8% | 233,1% | 43,3% | | | | | | | |
| Imposte | 126 | (336) | (61) | | | | | | | |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | 1,0% | -2,4% | -0,5% | | | | | | | |
| UTILE NETTO/(PERDITA NETTA) | 4.997 | 31.794 | 5.219 | | | | | | | |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | 39,8% | 230,6% | 42,8% | | | | | | | |

Dati economico-patrimoniali – Stato patrimoniale

AMBIENTE ENERGIA BRIANZA (AEB) S.P.A.

Stato patrimoniale

Migliaia di Euro

| | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 30/09/2019 |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| | Consuntivo | Consuntivo | Consuntivo |
| Immobilizzazioni immateriali | 5.041 | 5.065 | 5.231 |
| Immobilizzazioni materiali | 26.773 | 24.787 | 24.594 |
| Partecipazioni | 133.024 | 161.543 | 161.646 |
| Altre attività/passività non correnti | (1.374) | (984) | (708) |
| IMMOBILIZZAZIONI | 163.464 | 190.411 | 190.763 |
| Magazzino | 879 | 965 | 1.086 |
| Crediti commerciali | 451 | 1.352 | 2.267 |
| Altre attività correnti | 1.499 | 1.323 | 1.450 |
| Debiti commerciali | (1.987) | (1.986) | (2.105) |
| Altre passività correnti | (2.144) | (2.789) | (3.872) |
| CAPITALE CIRCOLANTE NETTO | (1.303) | (1.135) | (1.175) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-10,4%</i> | <i>-8,2%</i> | <i>-7,2%</i> |
| TFR | (222) | (660) | (575) |
| Altri fondi | (2.377) | (1.999) | (1.544) |
| CAPITALE INVESTITO NETTO | 159.562 | 186.618 | 187.469 |
| Debiti per finanziamenti | 20.984 | 21.867 | 29.144 |
| Debiti verso Soci | 0 | 0 | 0 |
| Crediti finanziari | (99) | (7.019) | (5.357) |
| Disponibilità liquide | (15.302) | (11.273) | (19.195) |
| POSIZIONE FINANZIARIA NETTA | 5.584 | 3.575 | 4.593 |
| PATRIMONIO NETTO | 153.978 | 183.044 | 182.877 |

Dati economico-patrimoniali – Flussi patrimoniali

AEB

AMBIENTE ENERGIA BRIANZA (AEB) S.P.A.

Dettaglio flussi patrimoniali

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | Forecast | Forecast | Budget | Budget | Budget | Proiezioni | Proiezioni |
| CAPITALE CIRCOLANTE NETTO | (1.175) | (1.175) | (1.260) | (1.171) | (1.112) | (1.081) | (1.053) |
| Incidenza su Ricavi Totali % | -7,5% | -7,3% | -7,5% | -7,5% | -7,1% | -6,9% | -6,6% |
| Flusso Capitale circolante netto | 0 | 40 | 85 | (89) | (59) | (31) | (28) |
| Altri fondi | 1.999 | 1.999 | 1.999 | 1.999 | 1.999 | 1.999 | 1.999 |
| Flusso Altri fondi | 455 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Investimenti Immobilizzazioni | (83) | (2.160) | (1.776) | (268) | (208) | (508) | (208) |

Metodo finanziario – Valore aziendale

AEB

AMBIENTE ENERGIA BRIANZA (AEB) S.P.A.

Metodo finanziario - Valore terminale in perpetuità

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | Anno terminale (1) |
|--|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------------|
| EBIT | (713) | (2.546) | (1.718) | (1.357) | (1.108) | (863) | 11 |
| Imposte senza leva | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | (3) |
| NOPAT | (713) | (2.546) | (1.718) | (1.357) | (1.108) | (863) | 8 |
| + Ammortamenti | 708 | 3.116 | 3.035 | 3.033 | 2.974 | 2.900 | 208 |
| +/- Variazione altri fondi | 455 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| +/- Variazione capitale circolante netto | 0 | 85 | (89) | (59) | (31) | (28) | 0 |
| - Investimenti netti | (83) | (1.776) | (268) | (208) | (508) | (208) | (208) |
| Flusso di cassa senza leva | 366 | (1.121) | 960 | 1.409 | 1.327 | 1.801 | 8 |
| Periodo di attualizzazione (2) | 0,125 | 0,750 | 1,750 | 2,750 | 3,750 | 4,750 | |
| Fattore di attualizzazione | 0,992 | 0,953 | 0,894 | 0,839 | 0,787 | 0,738 | |
| Flusso di cassa senza leva scontato | 363 | (1.069) | 858 | 1.182 | 1.044 | 1.329 | |
| Valore attuale da Q4 2019 a 2024 | 3.707 | | | | | | |
| Tasso di sconto (WACC) | 6,60% | | | | | | |
| Tasso di crescita perpetua | 0,0% | | | | | | |
| Flusso di cassa senza leva normalizzato anno terminale | 8 | | | | | | |
| Valore terminale non attualizzato | 124 | | | | | | |
| Valore attuale del valore terminale | 92 | | | | | | |
| Valore aziendale (3) | 3.692 | 3.799 | 3.920 | | | | |

Note

(1) Il flusso di cassa terminale è calcolato ipotizzando investimenti normalizzati pari all'ultimo anno di proiezione esplicita, e pari ammortamenti, applicando un tasso di crescita perpetua nullo

(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 intermedio dell'ultimo periodo di

(3) Il valore aziendale si riferisce ai business Farmacie, Campo sportivo, Lampade votive, Servizi generale e Servizio Idrico fino al 2024; il Servizio idrico è escluso dal valore terminale in quanto la convenzione in essere si conclude a fine 2024 e non è stato considerato un valore terminale di cessione dei cespiti come evidenziato nelle Awertenze

Metodo finanziario – Valore del patrimonio netto AEB

AMBIENTE ENERGIA BRIANZA (AEB) S.P.A.

Metodo finanziario - Valore terminale in perpetuità

Migliaia di Euro

| Valore aziendale (3) | 3.692 | 3.799 | 3.920 |
|---|----------------|----------------|----------------|
| +/- Posizione finanziaria netta (+ Liquidità/ - Debito) | (4.593) | (4.593) | (4.593) |
| - TFR | (575) | (575) | (575) |
| - Fondi per rischi e oneri | (1.544) | (1.544) | (1.544) |
| + Partecipazioni | 284.562 | 310.289 | 341.125 |
| + Valore immobili non strumentali (4) | 6.240 | 6.240 | 6.240 |
| - Dividendi 2019 distribuibili | (4.557) | (4.557) | (4.557) |
| Valore economico del patrimonio netto | 283.227 | 309.060 | 340.017 |

Note

(3) Il valore aziendale si riferisce ai business Farmacie, Campo sportivo, Lampade votive, Servizi generale e Servizio Idrico fino al 2024; il Servizio idrico è escluso dal valore terminale in quanto la convenzione in essere si conclude a fine 2024 e non è stato considerato un valore terminale di cessione dei cespiti come evidenziato nelle Awertenze

(4) Il valore degli immobili non strumentali (ATM2, Corsica, Piave, San Carlo) corrisponde al valore corrente di mercato indicato dalla Relazione di aggiornamento valori predisposta dall'Arch. Carlini in data 16/01/2020 in ipotesi di sviluppo immobiliare

Metodo finanziario – Sommario del valore delle partecipazioni AEB

AMBIENTE ENERGIA BRIANZA (AEB) S.P.A.

Dettaglio della valutazione delle partecipazioni

Migliaia di Euro

| | Quota posseduta % (1) | Valore economico | | |
|------------------------------|-----------------------------|------------------|----------------|----------------|
| | | Inferiore | Centrale | Superiore |
| <i>Imprese controllate</i> | | | | |
| GELSIA S.R.L. | 100,000% | 127.726 | 139.321 | 153.703 |
| GELSIA AMBIENTE S.R.L. | 70,000% | 10.015 | 11.000 | 12.174 |
| RETIPIU' SRL | 100,000% | 146.750 | 159.896 | 175.177 |
| <i>Altre imprese</i> | | | | |
| SINIT S.R.L. IN LIQUIDAZIONE | 7,180% | 72 | 72 | 72 |
| Totale partecipazioni | | 284.562 | 310.289 | 341.125 |

(1) Percentuali di possesso pro forma detenute dalla Società nelle Controllate nell'ipotesi che tutti i conferimenti delle partecipazioni detenute dai comuni nelle Controllate al 30 settembre 2019 fossero già avvenuti alla data del 30 settembre 2019, ossia che la Società fosse già in possesso di partecipazioni totalitarie in Gelsia e RetiPiù e di una partecipazione del 70% in Gelsia Ambiente

Calcolo del WACC - AEB (multiutility)

AMBIENTE ENERGIA BRIANZA (AEB) S.P.A.
 Weighted Average Cost of Capital
 Local Currency in Millions (except per share data)
 As of September 30, 2019

Assumptions

| | | |
|--|----------|------------|
| Valuation Date | | 30/09/2019 |
| Risk-free Rate | Rf = | 2,00% (1) |
| Equity Risk Premium | ERP = | 5,00% (2) |
| Cost of Debt Capital (prior to tax effect) | Kd(pt) = | 4,1% |
| Effective Tax Rate: | t | 24,0% |
| Target (Optimal) Capital Structure: | | |
| Debt-to-Total Capital | Wd = | 40,0% |
| Equity-to-Total Capital | We = | 60,0% |
| Country Risk Premium | CRP = | 2,00% (3) |
| Company-Specific Premium (Alpha) | A = | 0,0% |

Footnote:

Hamada Formula:

Unlevered beta (Bu) = $[BL / [1 + Wd/We * (1-t)]]$

Relevered beta (B) = $Bu * [1 + Wd/We * (1-t)]$

Industry Capital Structure Analysis

| Company Name | Primary Ticker | Filing Currency | S&P Credit Rating (Full Grade) | Equity Beta (BL) | Gross Debt | Minority Interest (Mi) | Preferred Equity | Cash & ST Investments | Net Debt (Md) | Common Share Price | Common Shares Outstanding | Market Value of Equity | Total Capital (TC) = Md + Me | Debt as a percentage of Total Capital (Wd) = (Md/TC) | Equity as a percentage of Total Capital (We) = (Me/TC) | Effective Tax Rate (t) | Unlevered Beta (Bu) |
|-----------------------------------|----------------|-----------------|--------------------------------|------------------|------------|------------------------|------------------|-----------------------|---------------|--------------------|---------------------------|------------------------|------------------------------|--|--|------------------------|---------------------|
| 1 A2A S.p.A. | BIT:A2A | EUR | N/A | 0,786 | 3.688,0 | 393 | 0 | 562 | 3.519 | 1,68 | 3.109 | 5.235,866 | 8.754,866 | 0,402 | 0,598 | 0,240 | 0,520 |
| 2 ACEA S.p.A. | BIT:ACE | EUR | N/A | 0,899 | 4.142,7 | 194 | 0 | 1.152 | 3.185 | 18,32 | 213 | 3.893,878 | 7.078,648 | 0,450 | 0,550 | 0,240 | 0,555 |
| 3 Acsm-Agam S.p.A. | BIT:ACS | EUR | N/A | 0,712 | 80,8 | 9 | 0 | 7 | 82 | 1,72 | 197 | 339,431 | 421,593 | 0,195 | 0,805 | 0,240 | 0,602 |
| 4 Ascopiave S.p.A. | BIT:ASC | EUR | N/A | 0,656 | 279,6 | 4 | 0 | 83 | 201 | 3,88 | 221 | 855,178 | 1.056,140 | 0,190 | 0,810 | 0,240 | 0,557 |
| 6 Enel SpA | BIT:ENEL | EUR | N/A | 0,759 | 61.237,0 | 16.962 | 0 | 10.219 | 67.980 | 6,85 | 10.167 | 69.651,924 | 137.631,924 | 0,494 | 0,506 | 0,240 | 0,436 |
| 7 Hera S.p.A. | BIT:HER | EUR | N/A | 0,656 | 3.728,0 | 195 | 0 | 784 | 3.139 | 3,77 | 1.472 | 5.544,451 | 8.683,151 | 0,361 | 0,639 | 0,240 | 0,459 |
| 8 Iren SpA | BIT:IRE | EUR | N/A | 0,882 | 3.333,0 | 355 | 0 | 189 | 3.499 | 2,68 | 1.301 | 3.481,292 | 6.980,703 | 0,501 | 0,499 | 0,240 | 0,500 |
| Industry Average (Rounded) | | | | | | | | | | | | | | 37,1% | 62,9% | 24,0% | 0,52 |
| Industry Median (Rounded) | | | | | | | | | | | | | | 40,0% | 60,0% | 24,0% | 0,52 |

Relevered Beta Analysis

(11) Unlevered Beta (Bu) 0,52
 Target (Optimal) Debt-to-Equity 66,7%

(12) Relevered Beta (B) 0,78

WACC Calculation

| | Required Return | Weighting | WACC |
|---|-----------------|-----------|--------|
| (13) Required Return on Debt Capital $[rd = (Kd(pt)+CRP) * (1 - t)]$ | 4,6% | x 40% | = 1,9% |
| (14) Required Return on Equity Capital $[re = Rf + B * (ERP) + SP + A]$ | 7,9% | x 60% | = 4,7% |
| (15) Weighted Average Cost of Capital (WACC) | | | 6,60% |

CONCLUDED WACC (Rounded)

6,60%

Notes:

- Normalized yield-to-maturity on Germany Treasury securities (20-year constant maturity), based on D&P's internal review of various methods including, but not limited to, trailing average spot yields and a risk free rate build-up (real rate + inflation + maturity premium).
- Based on internal D&P analysis of various studies, including but not limited to a review of historical market risk premiums and on forward-looking market risk premiums based measures (e.g. implied equity risk premium calculated by Prof. Damodaran, among others).
- Duff & Phelps 2018 International Valuation Handbook - Guide to Cost of Capital. Weighted average based on Americas' segment pre-tax operating profit by country.
- Based on Bloomberg 5 year monthly observations as of September 30, 2019.
- As of the Valuation Date. Source: Capital IQ, and SEC Filings.
- Total Net Debt includes minority interest liabilities and preferred stock; net debt indicates cash and short-term investments have been subtracted.
- Closing share price as of the Valuation Date. Source: Capital IQ
- Price per share times shares outstanding. Source: Capital IQ
- Effective tax rates based on latest reported, normalized at a country-specific statutory rate, if applicable.
- Unlevered beta (Bu) determined based on Hamada, as:

$$\text{Unlevered Beta} = \frac{BL}{[1 + Wd / We * (1-t)]}$$

(11) Unlevered Beta (Bu) based on Industry Median.

(12) Relevered beta (B) determined based on Hamada, as:

$$\text{Relevered Beta} = Bu * [1 + Wd / We * (1-t)]$$

(13) $rd = (Kd(pt)+CRP) * (1 - t)$

(14) $re = Rf + B * (ERP) + SP + CRP + A$

(15) $WACC = rd * (Wd) + re (We)$

5.0

A2A Illuminazione Pubblica

Dati economico-patrimoniali – Conto economico

A2A Illuminazione Pubblica

A2A ILLUMINAZIONE PUBBLICA S.R.L.

Conto economico

Migliaia di Euro

| | 2017 | 2018 | Q1-Q3 2019 | Q4 2019 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Consuntivo | Consuntivo | Consuntivo | Proiezioni |
| RICAVI TOTALI | 34.829 | 39.857 | 41.587 | 17.407 | 58.994 | 60.039 | 55.536 | 53.856 | 55.581 | 57.458 |
| <i>Crescita %</i> | <i>n.d.</i> | <i>14,4%</i> | <i>n.d.</i> | <i>n.d.</i> | <i>48,0%</i> | <i>1,8%</i> | <i>-7,5%</i> | <i>-3,0%</i> | <i>3,2%</i> | <i>3,4%</i> |
| Costi operativi | (22.151) | (27.238) | (26.128) | (14.965) | (41.094) | (42.328) | (38.420) | (38.518) | (39.406) | (40.482) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-63,6%</i> | <i>-68,3%</i> | <i>-62,8%</i> | <i>-86,0%</i> | <i>-69,7%</i> | <i>-70,5%</i> | <i>-69,2%</i> | <i>-71,5%</i> | <i>-70,9%</i> | <i>-70,5%</i> |
| EBITDA | 12.678 | 12.619 | 15.459 | 2.442 | 17.900 | 17.711 | 17.116 | 15.338 | 16.175 | 16.977 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>36,4%</i> | <i>31,7%</i> | <i>37,2%</i> | <i>14,0%</i> | <i>30,3%</i> | <i>29,5%</i> | <i>30,8%</i> | <i>28,5%</i> | <i>29,1%</i> | <i>29,5%</i> |
| Ammortamenti | (2.424) | (2.590) | (1.895) | (1.023) | (2.918) | (3.246) | (3.780) | (4.253) | (4.692) | (5.129) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-7,0%</i> | <i>-6,5%</i> | <i>-4,6%</i> | <i>-5,9%</i> | <i>-4,9%</i> | <i>-5,4%</i> | <i>-6,8%</i> | <i>-7,9%</i> | <i>-8,4%</i> | <i>-8,9%</i> |
| EBIT | 10.254 | 10.029 | 13.564 | 1.419 | 14.983 | 14.465 | 13.336 | 11.085 | 11.483 | 11.848 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>29,4%</i> | <i>25,2%</i> | <i>32,6%</i> | <i>8,2%</i> | <i>25,4%</i> | <i>24,1%</i> | <i>24,0%</i> | <i>20,6%</i> | <i>20,7%</i> | <i>20,6%</i> |
| Proventi/(Oneri) finanziari netti | 3.485 | 3.101 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>10,0%</i> | <i>7,8%</i> | <i>0,0%</i> |
| Proventi/(Oneri) straordinari netti | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>0,0%</i> |
| RISULTATO ANTE IMPOSTE | 13.739 | 13.130 | 13.564 | 1.419 | 14.983 | 14.465 | 13.336 | 11.085 | 11.483 | 11.848 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>39,4%</i> | <i>32,9%</i> | <i>32,6%</i> | <i>8,2%</i> | <i>25,4%</i> | <i>24,1%</i> | <i>24,0%</i> | <i>20,6%</i> | <i>20,7%</i> | <i>20,6%</i> |
| Imposte | (3.848) | (3.659) | (4.273) | 92 | (4.180) | (4.036) | (3.721) | (3.093) | (3.204) | (3.305) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-11,0%</i> | <i>-9,2%</i> | <i>-10,3%</i> | <i>0,5%</i> | <i>-7,1%</i> | <i>-6,7%</i> | <i>-6,7%</i> | <i>-5,7%</i> | <i>-5,8%</i> | <i>-5,8%</i> |
| UTILE NETTO/(PERDITA NETTA) | 9.891 | 9.471 | 9.291 | 1.511 | 10.802 | 10.429 | 9.615 | 7.993 | 8.279 | 8.542 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>28,4%</i> | <i>23,8%</i> | <i>22,3%</i> | <i>8,7%</i> | <i>18,3%</i> | <i>17,4%</i> | <i>17,3%</i> | <i>14,8%</i> | <i>14,9%</i> | <i>14,9%</i> |

Dati economico-patrimoniali – Stato patrimoniale

A2A Illuminazione Pubblica

A2A ILLUMINAZIONE PUBBLICA S.R.L.

Stato patrimoniale

Migliaia di Euro

| | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 30/09/2019 |
|---|-----------------|-----------------|---------------|
| | Consuntivo | Consuntivo | Consuntivo |
| Immobilizzazioni immateriali | 379 | 383 | 371 |
| Immobilizzazioni materiali | 26.414 | 27.213 | 27.756 |
| Altre attività finanziarie non correnti | 4.693 | 4.269 | 4.111 |
| IMMOBILIZZAZIONI | 31.486 | 31.865 | 32.238 |
| Magazzino | 1.483 | 1.891 | 809 |
| Crediti commerciali | 13.611 | 10.928 | 19.547 |
| Altre attività/(passività) correnti | (2.186) | 1.404 | (1.542) |
| Debiti commerciali | (7.405) | (6.665) | (9.541) |
| CAPITALE CIRCOLANTE NETTO | 5.503 | 7.558 | 9.273 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>15,8%</i> | <i>19,0%</i> | <i>16,7%</i> |
| TFR | (3.269) | (3.069) | (3.210) |
| Altri fondi | (316) | (316) | (316) |
| CAPITALE INVESTITO NETTO | 33.404 | 36.038 | 37.984 |
| Debiti verso Banche | 0 | 0 | 207 |
| Crediti finanziari | (13.970) | (11.518) | 54 |
| Disponibilità liquide | (1) | 0 | 0 |
| POSIZIONE FINANZIARIA NETTA | (13.971) | (11.518) | 261 |
| PATRIMONIO NETTO | 47.375 | 47.556 | 37.724 |

Dati economico-patrimoniali – Flussi patrimoniali

A2A Illuminazione Pubblica

A2A ILLUMINAZIONE PUBBLICA S.R.L.

Dettaglio flussi patrimoniali

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni |
| CAPITALE CIRCOLANTE NETTO | 3.461 | 3.461 | 2.989 | 5.103 | 5.730 | 5.569 | 5.307 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>5,0%</i> | <i>5,9%</i> | <i>5,0%</i> | <i>9,2%</i> | <i>10,6%</i> | <i>10,0%</i> | <i>9,2%</i> |
| Flusso Capitale circolante netto | 5.812 | 4.097 | 472 | (2.114) | (627) | 161 | 263 |
| Altri fondi | 316 | 316 | 316 | 316 | 316 | 316 | 316 |
| Flusso Altri fondi | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Investimenti Immobilizzazioni | (2.631) | (5.057) | (11.231) | (11.908) | (10.133) | (10.349) | (10.138) |

Metodo finanziario

A2A Illuminazione Pubblica

A2A ILLUMINAZIONE PUBBLICA S.R.L.

Metodo finanziario - Valore terminale in perpetuità

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | Anno terminale (1) |
|---|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|
| EBIT | 1.419 | 14.465 | 13.336 | 11.085 | 11.483 | 11.848 | 11.740 |
| Imposte senza leva | (396) | (4.036) | (3.721) | (3.093) | (3.204) | (3.305) | (3.276) |
| NOPAT | 1.023 | 10.429 | 9.615 | 7.993 | 8.279 | 8.542 | 8.465 |
| + Ammortamenti | 1.023 | 3.246 | 3.780 | 4.253 | 4.692 | 5.129 | 5.129 |
| +/- Variazione altri fondi | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| +/- Variazione capitale circolante netto | 5.812 | 472 | (2.114) | (627) | 161 | 263 | 0 |
| - Investimenti netti | (2.631) | (11.231) | (11.908) | (10.133) | (10.349) | (10.138) | (5.129) |
| Flusso di cassa senza leva | 5.226 | 2.916 | (627) | 1.486 | 2.783 | 3.796 | 8.465 |
| Periodo di attualizzazione (2) | 0,125 | 0,750 | 1,750 | 2,750 | 3,750 | 4,750 | |
| Fattore di attualizzazione | 0,993 | 0,958 | 0,904 | 0,853 | 0,805 | 0,760 | |
| Flusso di cassa senza leva scontato | 5.189 | 2.793 | (567) | 1.268 | 2.241 | 2.885 | |
| Valore attuale da Q4 2019 a 2024 | 13.808 | | | | | | |
| Tasso di sconto (WACC) | 5,95% | | | | | | |
| Tasso di crescita perpetua | 0,00% | | | | | | |
| Flusso di cassa senza leva normalizzato anno terminale | 8.465 | | | | | | |
| Valore terminale non scontato | 142.267 | | | | | | |
| Valore attuale del valore terminale | 108.112 | | | | | | |
| Valore aziendale | 121.920 | | | | | | |
| +/- Posizione finanziaria netta (+ Liquidità/ - Debito) | (261) | | | | | | |
| - TFR | (3.210) | | | | | | |
| - Fondi per rischi e oneri | (316) | | | | | | |
| - Dividendi 2019 distribuibili | (2.297) | | | | | | |
| Valore economico del patrimonio netto | 115.835 | | | | | | |

Note

(1) Il flusso di cassa terminale è calcolato sulla base di un EBITDA normalizzato pari alla media 2019-2024 e con investimenti normalizzati pari agli ammortamenti, applicando un tasso di crescita perpetua nullo

(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 intermedio dell'ultimo periodo di proiezione esplicita

Calcolo del WACC - A2A Illuminazione Pubblica

A2A ILLUMINAZIONE PUBBLICA S.R.L.

Weighted Average Cost of Capital

Assunzioni

| | | | |
|---|--------|------------|-----------|
| Data di valutazione | | 30/09/2019 | |
| Tasso Risk-free | Rf | = | 2,00% (1) |
| Premio per il rischio azionario (Equity risk premium) | ERP | = | 5,00% (2) |
| Costo lordo del debito | Kd(pt) | = | 4,1% |
| Aliquota fiscale | t | = | 24,0% |
| Struttura finanziaria ottimale | | | |
| Debt-to-Total Capital | Wd | = | 40,0% |
| Equity-to-Total Capital | We | = | 60,0% |
| Premio per il rischio Paese (Country risk premium) | CRP | = | 2,00% (3) |
| Premio specifico per la Società (Alpha) | A | = | 0,0% |

Note:

Formule di Hamada:

Unlevered beta (Bu) = $[BL / [1 + Wd/We * (1-t)]]$
 Relevered beta (B) = $Bu * [1 + Wd/We * (1-t)]$

Analisi di struttura finanziaria di settore

| Società | Ticker | Valuta | S&P Credit Rating | Equity Beta (BL) | Debito totale | Minoranze | Azioni privilegiat e | Cassa e Investimenti a breve termine | Debito Netto (Md) | Prezzo per azione | Numero azioni | Capitalizzazione di mercato (Equity) | Total Capital (TC) = Md + Me | Debito su Total Capital (Wd) = (Md/TC) | Equity su Total Capital (We) = (Me/TC) | Aliquota fiscale (t) | Unlevered Beta (Bu) |
|--|----------|--------|-------------------|------------------|---------------|-----------|----------------------|--------------------------------------|-------------------|-------------------|---------------|--------------------------------------|------------------------------|--|--|----------------------|---------------------|
| 1 A2A S.p.A. | BIT:A2A | EUR | N/A | 0,786 | 3.688,0 | 393,0 | 0,0 | 562,0 | 3.519,0 | 1,7 | 3.109,2 | 5.235,9 | 8.754,9 | 0,4 | 0,6 | 24,0% | 0,520 |
| 2 ACEA S.p.A. | BIT:ACE | EUR | N/A | 0,899 | 4.142,7 | 193,7 | 0,0 | 1.151,7 | 3.184,8 | 18,3 | 212,5 | 3.893,9 | 7.078,6 | 0,4 | 0,6 | 24,0% | 0,555 |
| 3 Acsm-Agam S.p.A. | BIT:ACS | EUR | N/A | 0,712 | 80,8 | 8,7 | 0,0 | 7,4 | 82,2 | 1,7 | 197,3 | 339,4 | 421,6 | 0,2 | 0,8 | 24,0% | 0,602 |
| 4 Ascopiave S.p.A. | BIT:ASC | EUR | N/A | 0,656 | 279,6 | 4,5 | 0,0 | 83,1 | 201,0 | 3,9 | 220,7 | 855,2 | 1.056,1 | 0,2 | 0,8 | 24,0% | 0,557 |
| 5 Enel SpA | BIT:ENEL | EUR | N/A | 0,759 | 61.237,0 | 16.962,0 | 0,0 | 10.219,0 | 67.980,0 | 6,9 | 10.166,7 | 69.651,9 | 137.631,9 | 0,5 | 0,5 | 24,0% | 0,436 |
| 6 Hera S.p.A. | BIT:HER | EUR | N/A | 0,656 | 3.728,0 | 194,5 | 0,0 | 783,8 | 3.138,7 | 3,8 | 1.472,2 | 5.544,5 | 8.683,2 | 0,4 | 0,6 | 24,0% | 0,459 |
| 7 Iren SpA | BIT:IRE | EUR | N/A | 0,882 | 3.333,0 | 355,1 | 0,0 | 188,7 | 3.499,4 | 2,7 | 1.300,9 | 3.481,3 | 6.980,7 | 0,5 | 0,5 | 24,0% | 0,500 |
| Media comparabili (arrotondata) | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Mediana comparabili (arrotondata) | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | 37,1% | 62,9% | 24,0% | 0,52 |
| | | | | | | | | | | | | | | 40,0% | 60,0% | 24,0% | 0,52 |

Relevered Beta Analisi

| | |
|---------------------------------------|-------|
| (11) Unlevered Beta (Bu) | 0,52 |
| Target (Ottimale) Debt-to-Equity (Wd) | 66,7% |
| (12) Relevered Beta (B) | 0,78 |

Calcolo del WACC

| | Rendimento | Ponderazione | WACC |
|--|------------|--------------|-------|
| (13) Rendimento del debito $[rd = (Kd(pt)+CRP) * (1 - t)] =$ | 4,6% | 40% | 1,9% |
| (14) Rendimento del capitale proprio (Equity) $[re = Rf + B * (ERP) + :$ | 7,9% | 60% | 4,7% |
| (15) Costo medio ponderato del capitale (WACC) | | | 6,60% |

WACC STIMATO (arrotondato)

6,60%

Notes:

- Rendimento a scadenza normalizzato titoli del Tesoro tedeschi (scadenza a 30 anni), basata sulla revisione interna di D & P di vari metodi tra cui, a titolo esemplificativo, i rendimenti spot medi finali e un aumento del tasso privo di rischio (tasso reale + inflazione + premio di scadenza).
- Basato su analisi interne di D & P di vari studi, inclusi ma non limitati a una revisione dei premi storici di rischio di mercato e a misure basate su premi previsionali basati su premi di mercato (ad esempio premio per il rischio azionario implicito calcolato dal Prof. Damodaran, tra gli altri).
- Duff & Phelps 2018 International Valuation Handbook - Guide to Cost of Capital.
- Basati su dati Bloomberg al 30/09/2019.
- Alla Data di Valutazione. Source: Capital IQ, and SEC Filings.
- Il Debito Netto Totale include mmoranze e azioni privilegiate; debito netto indica che cassa e investimenti di breve termine sono stati sottratti.
- Prezzo di chiusura alla Data di Valutazione. Source: Capital IQ
- Prezzo per azione moltiplicato per numero di azioni. Source: Capital IQ
- Aliquote d'imposta effettive basate su ultimi dati pubblicati, normalizzate al tasso vigente specifico per paese, se applicabile.
- Unlevered beta (Bu) basato su Hamada, come:

$$\text{Unlevered Beta} = \frac{BL}{[1 + Wd / We * (1-t)]}$$

(11) Unlevered Beta (Bu) basato sulla mediana delle comparabili.

(12) Relevered beta (B) basato su Hamada, come:

$$\text{Relevered Beta} = Bu * [1 + Wd / We * (1-t)]$$

(13) $rd = (Kd(pt)+CRP) * (1 - t)$

(14) $re = Rf + B * (ERP) + SP + CRP + A$

(15) $WACC = rd * (Wd) + re (We)$

Calcolo del WACC - A2A Illuminazione Pubblica

A2A ILLUMINAZIONE PUBBLICA S.R.L.

Weighted Average Cost of Capital

| | Pesi | WACC |
|------------------------|--------|--------------|
| Distr. EE | 50,00% | 5,30% |
| Multiutility | 50,00% | 6,60% |
| Media Ponderata | | 5,95% |

6.0

Unareti - Ramo Distribuzione Gas

Dati economico-patrimoniali – Conto economico

Unareti - Ramo Distribuzione Gas

UNARETI S.P.A. - RAMO DISTRIBUZIONE GAS

Conto economico

Migliaia di Euro

| | 2018: | Q1-Q3 2019 | Q4 2019 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Consuntivo | Consuntivo | Proiezioni |
| RICAVI TOTALI | 12.781 | 9.942 | 3.314 | 13.256 | 13.456 | 13.523 | 13.578 | 13.632 | 13.684 |
| <i>Crescita %</i> | <i>n.d.</i> | <i>n.d.</i> | <i>n.d.</i> | <i>3,7%</i> | <i>1,5%</i> | <i>0,5%</i> | <i>0,4%</i> | <i>0,4%</i> | <i>0,4%</i> |
| Costi operativi | (7.834) | (5.536) | (1.845) | (7.381) | (7.330) | (7.377) | (7.425) | (7.474) | (7.523) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>-61,3%</i> | <i>-55,7%</i> | <i>-55,7%</i> | <i>-55,7%</i> | <i>-54,5%</i> | <i>-54,5%</i> | <i>-54,7%</i> | <i>-54,8%</i> | <i>-55,0%</i> |
| EBITDA | 4.946 | 4.406 | 1.469 | 5.875 | 6.127 | 6.146 | 6.153 | 6.158 | 6.161 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>38,7%</i> | <i>44,3%</i> | <i>44,3%</i> | <i>44,3%</i> | <i>45,5%</i> | <i>45,5%</i> | <i>45,3%</i> | <i>45,2%</i> | <i>45,0%</i> |
| Ammortamenti | 0 | (1.148) | (383) | (1.531) | (2.162) | (2.239) | (2.318) | (2.397) | (2.477) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>0,0%</i> | <i>-11,6%</i> | <i>-11,6%</i> | <i>-11,6%</i> | <i>-16,1%</i> | <i>-16,6%</i> | <i>-17,1%</i> | <i>-17,6%</i> | <i>-18,1%</i> |
| EBIT | 4.946 | 3.258 | 1.086 | 4.343 | 3.964 | 3.907 | 3.836 | 3.761 | 3.684 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>38,7%</i> | <i>32,8%</i> | <i>32,8%</i> | <i>32,8%</i> | <i>29,5%</i> | <i>28,9%</i> | <i>28,2%</i> | <i>27,6%</i> | <i>26,9%</i> |

Dati economico-patrimoniali – Stato patrimoniale

Unareti - Ramo Distribuzione Gas

UNARETI S.P.A. - RAMO DISTRIBUZIONE GAS

Stato patrimoniale

Migliaia di Euro

| | 31/12/2018 | 30/09/2019 |
|---------------------------------------|------------|---------------|
| | Consuntivo | Consuntivo |
| Immobilizzazioni immateriali | | 27.055 |
| Immobilizzazioni materiali | | 0 |
| Altre attività/passività non correnti | | 1.130 |
| IMMOBILIZZAZIONI | | 28.185 |
| Altre passività correnti | | (149) |
| CAPITALE CIRCOLANTE NETTO | | (149) |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | | <i>-1,1%</i> |
| TFR | | (281) |
| Altri fondi | | 0 |
| CAPITALE INVESTITO NETTO | | 27.754 |
| POSIZIONE FINANZIARIA NETTA | | 24.500 |
| VALORE NETTO | | 3.254 |

Dati economico-patrimoniali – Flussi patrimoniali

Unareti - Ramo Distribuzione Gas

UNARETI S.P.A. - RAMO DISTRIBUZIONE GAS

Dettaglio flussi patrimoniali

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|--------------|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni | Proiezioni |
| CAPITALE CIRCOLANTE NETTO | 844 | 844 | 2.875 | 2.890 | 2.903 | 2.915 | 2.927 |
| <i>Incidenza su Ricavi Totali %</i> | <i>6,4%</i> | <i>6,4%</i> | <i>21,4%</i> | <i>21,4%</i> | <i>21,4%</i> | <i>21,4%</i> | <i>21,4%</i> |
| Flusso Capitale circolante netto | (993) | n.d. | (2.032) | (15) | (12) | (12) | (12) |
| Investimenti Immobilizzazioni | 0 | n.d. | (6.015) | (2.340) | (2.366) | (2.392) | (2.419) |

Metodo finanziario

Unareti - Ramo Distribuzione Gas

UNARETI S.P.A. - RAMO DISTRIBUZIONE GAS

Metodo finanziario - Valore terminale con rimborso VR e liquidazione CCN

Migliaia di Euro

| | Q4 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT | 1.086 | 3.964 | 3.907 | 3.836 | 3.761 | 3.684 |
| Imposte senza leva | (303) | (1.106) | (1.090) | (1.070) | (1.049) | (1.028) |
| NOPAT | 783 | 2.858 | 2.817 | 2.766 | 2.712 | 2.656 |
| + Ammortamenti | 383 | 2.162 | 2.239 | 2.318 | 2.397 | 2.477 |
| +/- Variazione altri fondi | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| +/- Variazione capitale circolante netto | (993) | (2.032) | (15) | (12) | (12) | (12) |
| - Investimenti netti | 0 | (6.015) | (2.340) | (2.366) | (2.392) | (2.419) |
| Flusso di cassa senza leva | 172 | (3.026) | 2.701 | 2.705 | 2.705 | 2.703 |
| Periodo di attualizzazione (1) | 0,125 | 0,750 | 1,750 | 2,750 | 3,750 | 4,750 |
| Fattore di attualizzazione | 0,993 | 0,960 | 0,909 | 0,861 | 0,815 | 0,772 |
| Flusso di cassa senza leva scontato | 171 | (2.905) | 2.455 | 2.328 | 2.205 | 2.086 |
| Valore attuale da Q4 2019 a 2024 | 6.341 | | | | | |
| Tasso di sconto (WACC) | 5,60% | | | | | |
| Valore di Rimborso 2024 lordo | 90.381 | | | | | |
| - Fiscalità latente (al netto di DTA) | (15.546) | | | | | |
| Valore di Rimborso 2024 netto | 74.836 | | | | | |
| + CCN 2024 | 2.927 | | | | | |
| Valore terminale 2024 non attualizzato | 77.762 | | | | | |
| Valore attuale del valore terminale | 58.416 | | | | | |
| Valore aziendale | 64.757 | | | | | |
| +/- Posizione finanziaria netta (+ Liquidità/ - Debito) | (24.500) | | | | | |
| - TFR | (281) | | | | | |
| Valore economico del ramo | 39.976 | | | | | |

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; per il valore terminale si utilizza il momento finale dell'ultimo periodo di proiezione esplicita

Sintesi dei valori

Asset A2A

Asset A2A

Sommario valutazioni

Migliaia di Euro

| | Valore di mercato | | |
|---|-------------------|----------------|----------------|
| | Inferiore | Centrale | Superiore |
| A2A ILLUMINAZIONE PUBBLICA S.R.L. | 103.360 | 115.835 | 131.841 |
| UNARETI S.P.A. - RAMO DISTRIBUZIONE GAS | 38.420 | 39.976 | 41.578 |
| Totale | 141.780 | 155.811 | 173.418 |

Appendice B: Prospetti di analisi della sensitività dei risultati

È stata predisposta una sensitivity che considera l'effetto sui concambi di una variazione del WACC pari al $\pm 1\%$ e un fattore di crescita g , per la determinazione del terminal value con perpetuity, compreso nel range $\pm 0,5\%$

| | | Equity value (M€) | | | | Concambi | | | |
|-------------------------|----------|-------------------|-------|----------|-------|--------------|-------|----------|-------|
| | | WACC | | | | WACC | | | |
| | | | -1,0% | Centrale | 1,0% | | -1,0% | Centrale | 1,0% |
| Totale A2A | g | 0,5% | 203,6 | 165,6 | 139,0 | 0,5% | 35,3% | 34,5% | 34,0% |
| | | 0,0% | 188,0 | 155,6 | 132,1 | 0,0% | 34,6% | 33,9% | 33,5% |
| | | -0,5% | 175,3 | 147,2 | 126,2 | -0,5% | 33,9% | 33,4% | 33,1% |
| | | | | | | | | | |
| Totale AEB | g | 0,5% | 373,2 | 315,1 | 270,1 | 0,5% | 64,7% | 65,5% | 66,0% |
| | | 0,0% | 355,9 | 303,5 | 261,9 | 0,0% | 65,4% | 66,1% | 66,5% |
| | | -0,5% | 341,5 | 293,6 | 254,8 | -0,5% | 66,1% | 66,6% | 66,9% |
| | | | | | | | | | |
| Realtà aggregata | g | 0,5% | 576,8 | 480,8 | 409,0 | | | | |
| | | 0,0% | 543,8 | 459,1 | 394,0 | | | | |
| | | -0,5% | 516,8 | 440,8 | 381,0 | | | | |
| | | | | | | | | | |

Dettagli equity value

| A2A – Equity Value (k€) | | | | | AEB – Equity Value (k€) | | | | | | |
|---|---|-------|---------|---------|-------------------------|---|---|-------|---------|---------|---------|
| WACC | | | | | WACC | | | | | | |
| -1,0% Centrale 1,0% | | | | | -1,0% Centrale 1,0% | | | | | | |
|  | g | 0,5% | 160.481 | 125.852 | 102.292 |  | g | 0,5% | (1.478) | (1.121) | (964) |
| | | 0,0% | 144.884 | 115.830 | 95.419 | | | 0,0% | (1.192) | (945) | (847) |
| | | -0,5% | 132.189 | 107.379 | 89.477 | | | -0,5% | (964) | (799) | (748) |
| WACC | | | | | WACC | | | | | | |
| -1,0% Centrale 1,0% | | | | | -1,0% Centrale 1,0% | | | | | | |
| Ramo Unareti | g | 0,5% | 43.072 | 39.791 | 36.696 |  | g | 0,5% | 171.444 | 144.811 | 125.524 |
| | | 0,0% | 43.072 | 39.791 | 36.696 | | | 0,0% | 160.316 | 137.210 | 120.078 |
| | | -0,5% | 43.072 | 39.791 | 36.696 | | | -0,5% | 150.955 | 130.651 | 115.289 |
| WACC | | | | | WACC | | | | | | |
| -1,0% Centrale 1,0% | | | | | -1,0% Centrale 1,0% | | | | | | |
|  | g | 0,5% | 19.027 | 17.129 | 14.299 |  | g | 0,5% | 18.184 | 16.466 | 13.852 |
| | | 0,0% | 18.184 | 16.466 | 13.852 | | | 0,0% | 18.184 | 16.466 | 13.852 |
| | | -0,5% | 17.475 | 15.901 | 13.462 | | | -0,5% | 17.475 | 15.901 | 13.462 |
| WACC | | | | | WACC | | | | | | |
| -1,0% Centrale 1,0% | | | | | -1,0% Centrale 1,0% | | | | | | |
|  | g | 0,5% | 189.946 | 159.429 | 135.489 |  | g | 0,5% | 184.018 | 155.720 | 132.989 |
| | | 0,0% | 184.018 | 155.720 | 132.989 | | | 0,0% | 184.018 | 155.720 | 132.989 |
| | | -0,5% | 179.270 | 152.626 | 130.844 | | | -0,5% | 179.270 | 152.626 | 130.844 |

Gelsia Ambiente: valore rappresentativo del 100% del capitale sociale

Tabelle di sensitivity tratte da "Relazione di stima del valore al 30 settembre 2019 del Gruppo AEB e degli asset identificati dal Gruppo A2A in merito ad una possibile operazione di aggregazione" del 27 gennaio 2020 redatta da Duff & Phelps

Sensitivity – WACC e g

Gelsia

| Valore aziendale - Sensitivity | | Tasso di crescita perpetua | | | | |
|--------------------------------|-------|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| | | -0,50% | -0,25% | 0,00% | 0,25% | 0,50% |
| WACC | 5,90% | 130.833 | 134.913 | 139.338 | 144.155 | 149.418 |
| | 6,40% | 120.082 | 123.475 | 127.133 | 131.089 | 135.380 |
| | 6,90% | 110.793 | 113.646 | 116.706 | 119.997 | 123.544 |
| | 7,40% | 102.689 | 105.112 | 107.698 | 110.465 | 113.432 |
| | 7,90% | 95.559 | 97.632 | 99.838 | 102.187 | 104.695 |

| Valore economico del patrimonio netto - Sensitivity | | Tasso di crescita perpetua | | | | |
|---|-------|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| | | -0,50% | -0,25% | 0,00% | 0,25% | 0,50% |
| WACC | 5,90% | 153.447 | 157.527 | 161.952 | 166.769 | 172.032 |
| | 6,40% | 142.696 | 146.089 | 149.747 | 153.703 | 157.994 |
| | 6,90% | 133.407 | 136.260 | 139.321 | 142.611 | 146.158 |
| | 7,40% | 125.303 | 127.726 | 130.312 | 133.079 | 136.046 |
| | 7,90% | 118.173 | 120.247 | 122.452 | 124.801 | 127.309 |

Gelsia Ambiente

Valore terminale in perpetuità

| Valore aziendale - Sensitivity | | Tasso di crescita perpetua | | | | |
|--------------------------------|-------|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| | | -0,50% | -0,25% | 0,00% | 0,25% | 0,50% |
| WACC | 5,50% | 28.519 | 29.126 | 29.789 | 30.514 | 31.312 |
| | 6,00% | 26.269 | 26.757 | 27.285 | 27.860 | 28.487 |
| | 6,50% | 24.322 | 24.720 | 25.147 | 25.609 | 26.110 |
| | 7,00% | 22.621 | 22.947 | 23.297 | 23.673 | 24.078 |
| | 7,50% | 21.118 | 21.390 | 21.679 | 21.988 | 22.320 |

Valore terminale con liquidazione CIN

| Valore aziendale - Sensitivity | | |
|--------------------------------|-------|--------|
| WACC | 5,50% | 18.628 |
| | 6,00% | 17.962 |
| | 6,50% | 17.322 |
| | 7,00% | 16.707 |
| | 7,50% | 16.117 |

Valore aziendale ponderato

| Valore aziendale - Sensitivity | | Tasso di crescita perpetua | | | | |
|--------------------------------|-------|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| | | -0,50% | -0,25% | 0,00% | 0,25% | 0,50% |
| WACC | 5,50% | 23.574 | 23.877 | 24.208 | 24.571 | 24.970 |
| | 6,00% | 22.115 | 22.359 | 22.624 | 22.911 | 23.224 |
| | 6,50% | 20.822 | 21.021 | 21.234 | 21.466 | 21.716 |
| | 7,00% | 19.664 | 19.827 | 20.002 | 20.190 | 20.393 |
| | 7,50% | 18.618 | 18.753 | 18.898 | 19.053 | 19.218 |

Valore del patrimonio netto ponderato

| Valore economico del patrimonio netto - Sensitivity | | Tasso di crescita perpetua | | | | |
|---|-------|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| | | -0,50% | -0,25% | 0,00% | 0,25% | 0,50% |
| WACC | 5,50% | 18.054 | 18.357 | 18.688 | 19.051 | 19.450 |
| | 6,00% | 16.595 | 16.839 | 17.104 | 17.391 | 17.704 |
| | 6,50% | 15.302 | 15.501 | 15.715 | 15.946 | 16.196 |
| | 7,00% | 14.144 | 14.307 | 14.482 | 14.670 | 14.873 |
| | 7,50% | 13.098 | 13.233 | 13.378 | 13.533 | 13.698 |

RetiPiù

Ramo distribuzione gas

| Valore aziendale - Sensitivity | | |
|--------------------------------|-------|---------|
| WACC | 4,60% | 155.490 |
| | 5,10% | 146.095 |
| | 5,60% | 137.312 |
| | 6,10% | 129.096 |
| | 6,60% | 121.408 |

Distribuzione energia elettrica

| Valore aziendale - Sensitivity | | Tasso di crescita perpetua | | | | |
|--------------------------------|-------|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| | | -0,50% | -0,25% | 0,00% | 0,25% | 0,50% |
| WACC | 4,30% | 23.103 | 24.521 | 26.105 | 27.884 | 29.897 |
| | 4,80% | 20.333 | 21.471 | 22.728 | 24.123 | 25.681 |
| | 5,30% | 18.055 | 18.986 | 20.005 | 21.125 | 22.361 |
| | 5,80% | 16.152 | 16.926 | 17.766 | 18.682 | 19.684 |
| | 6,30% | 14.541 | 15.193 | 15.895 | 16.656 | 17.483 |

Illuminazione Pubblica

| Valore aziendale - Sensitivity | | Tasso di crescita perpetua | | | | |
|--------------------------------|-------|----------------------------|--------|-------|--------|--------|
| | | -0,50% | -0,25% | 0,00% | 0,25% | 0,50% |
| WACC | 4,95% | 8.527 | 9.049 | 9.623 | 10.259 | 10.966 |
| | 5,45% | 6.472 | 6.874 | 7.314 | 7.796 | 8.327 |
| | 5,95% | 4.759 | 5.075 | 5.417 | 5.790 | 6.196 |
| | 6,45% | 3.315 | 3.566 | 3.836 | 4.128 | 4.445 |
| | 6,95% | 2.085 | 2.287 | 2.503 | 2.735 | 2.984 |

Sensitivity – WACC e g (cont.)

Valore aziendale – Somma delle parti

| Valore aziendale - Sensitivity | | | Tasso di crescita perpetua | | | | | |
|--------------------------------|------------------------|---------|----------------------------|---------|---------|---------|---------|--|
| WACC gas | WACC energia elettrica | WACC IP | -0,50% | -0,25% | 0,00% | 0,25% | 0,50% | |
| 4,60% | 4,30% | 4,95% | 187.119 | 189.060 | 191.218 | 193.632 | 196.353 | |
| 5,10% | 4,80% | 5,45% | 172.899 | 174.441 | 176.138 | 178.015 | 180.103 | |
| WACC | 5,60% | 5,95% | 160.126 | 161.373 | 162.734 | 164.226 | 165.869 | |
| | 6,10% | 6,45% | 148.563 | 149.588 | 150.698 | 151.906 | 153.225 | |
| | 6,60% | 6,95% | 138.035 | 138.887 | 139.806 | 140.799 | 141.875 | |

Valore del patrimonio netto – Somma delle parti

| Valore economico del patrimonio netto - Sensitivity | | | Tasso di crescita perpetua | | | | | |
|---|------------------------|---------|----------------------------|---------|---------|---------|---------|--|
| WACC gas | WACC energia elettrica | WACC IP | -0,50% | -0,25% | 0,00% | 0,25% | 0,50% | |
| 4,60% | 4,30% | 4,95% | 184.281 | 186.222 | 188.380 | 190.794 | 193.515 | |
| 5,10% | 4,80% | 5,45% | 170.061 | 171.603 | 173.300 | 175.177 | 177.265 | |
| WACC | 5,60% | 5,95% | 157.288 | 158.535 | 159.896 | 161.388 | 163.031 | |
| | 6,10% | 6,45% | 145.726 | 146.750 | 147.860 | 149.068 | 150.387 | |
| | 6,60% | 6,95% | 135.197 | 136.049 | 136.968 | 137.961 | 139.037 | |

AEB

| Valore aziendale - Sensitivity | | Tasso di crescita perpetua | | | | |
|--------------------------------|-------|----------------------------|--------|-------|-------|-------|
| | | -0,50% | -0,25% | 0,00% | 0,25% | 0,50% |
| | 5,60% | 3.871 | 3.912 | 3.957 | 4.006 | 4.060 |
| | 6,10% | 3.799 | 3.836 | 3.876 | 3.920 | 3.967 |
| WACC | 6,60% | 3.730 | 3.763 | 3.799 | 3.838 | 3.880 |
| | 7,10% | 3.662 | 3.692 | 3.725 | 3.760 | 3.797 |
| | 7,60% | 3.596 | 3.624 | 3.653 | 3.685 | 3.719 |

| Valore economico del patrimonio netto - Sensitivity | | Tasso di crescita perpetua | | | | |
|---|-------|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| | | -0,50% | -0,25% | 0,00% | 0,25% | 0,50% |
| | 5,60% | 349.281 | 355.555 | 362.415 | 369.950 | 378.266 |
| | 6,10% | 323.217 | 328.359 | 333.940 | 340.017 | 346.663 |
| WACC | 6,60% | 300.180 | 304.453 | 309.060 | 314.043 | 319.450 |
| | 7,10% | 279.635 | 283.227 | 287.078 | 291.220 | 295.685 |
| | 7,60% | 261.178 | 264.227 | 267.481 | 270.963 | 274.697 |

A2A Illuminazione Pubblica

| Valore aziendale - Sensitivity | | Tasso di crescita perpetua | | | | |
|--------------------------------|-------|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| | | -0,50% | -0,25% | 0,00% | 0,25% | 0,50% |
| | 4,95% | 142.478 | 146.064 | 150.013 | 154.381 | 159.240 |
| | 5,45% | 128.929 | 131.665 | 134.651 | 137.925 | 141.530 |
| WACC | 5,95% | 117.527 | 119.635 | 121.920 | 124.405 | 127.119 |
| | 6,45% | 107.809 | 109.444 | 111.206 | 113.110 | 115.174 |
| | 6,95% | 99.434 | 100.708 | 102.073 | 103.540 | 105.121 |

| Valore economico del patrimonio netto - Sensitivity | | Tasso di crescita perpetua | | | | |
|---|-------|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| | | -0,50% | -0,25% | 0,00% | 0,25% | 0,50% |
| | 4,95% | 136.394 | 139.980 | 143.928 | 148.296 | 153.155 |
| | 5,45% | 122.844 | 125.580 | 128.567 | 131.841 | 135.445 |
| WACC | 5,95% | 111.443 | 113.551 | 115.835 | 118.321 | 121.034 |
| | 6,45% | 101.725 | 103.360 | 105.122 | 107.025 | 109.089 |
| | 6,95% | 93.350 | 94.623 | 95.988 | 97.455 | 99.036 |

Unareti – Ramo Distribuzione Gas

| Valore aziendale - Sensitivity | | |
|--------------------------------|-------|--------|
| | 4,60% | 68.008 |
| | 5,10% | 66.359 |
| WACC | 5,60% | 64.757 |
| | 6,10% | 63.201 |
| | 6,60% | 61.690 |

| Valore economico del ramo - Sensitivity | | |
|---|-------|--------|
| | 4,60% | 43.227 |
| | 5,10% | 41.578 |
| WACC | 5,60% | 39.976 |
| | 6,10% | 38.420 |
| | 6,60% | 36.908 |

Allegato 1: Decreto di nomina del Tribunale di Milano



Tribunale di Milano
Sezione XV civile - Specializzata in materia di impresa

Il Tribunale di Milano, Sezione specializzata in materia di imprese B, riunito in camera di consiglio in persona dei signori

| | |
|------------------------|---------------------|
| Dott. Angelo Mambriani | Presidente relatore |
| Dott. Guido Vannicelli | Giudice |
| Dott. Daniela Marconi | Giudice |

decidendo sull' istanza ex artt. 2501 sexies, comma 4 c.c. e 2506 ter, comma 3 c.c., depositata il 6 febbraio 2020 da Ambiente Energia Brianza s.p.a. (di seguito: Ambiente Energia) e Unareti s.p.a. (di seguito: Unareti), ha emesso il seguente

DECRETO

- letti gli atti;
- considerato che le società istanti chiedono al Tribunale ex artt. 2501 sexies, comma 4 c.c. e 2506 ter, comma 3 c.c., di designare un esperto comune per la predisposizione della relazione prevista dalla legge in vista della scissione di Unareti in favore della società beneficiaria Ambiente Energia;
- ritenuto che l'istanza è fondata e va accolta e che appare al Tribunale opportuno, ai fini della salvaguardia della terzietà dell'esperto, designare un professionista non avente previ rapporti con le società coinvolte nell'operazione e cioè il Prof. Enrico Cotta Ramusino;

P. Q. M.

Visti gli artt., 2501 bis, 2501 ter, 2501-sexies, 2506 ter c.c.,



NOMINA

esperto ai fini di cui in motivazione il Prof. Enrico Cotta Ramusino, domiciliato in Milano, via Marco D'Aviano n. 5 - 20131 Milano (fax n. 02-28872034), disponendo che la nomina acquisti efficacia una volta che sia stata depositata in Cancelleria dichiarazione di indipendenza dell'esperto nominato, deposito del quale potrà essere richiesta copia dal depositante.

Dispone che il presente provvedimento sia tempestivamente comunicato dalla ricorrente all'esperto nominato.

Milano, 28 febbraio 2020

IL PRESIDENTE
ANGELO MAMBRIANI

E' copia conforme all'originale

02

03 MAR 2020



CANCELLIERE

IL FUNZIONARIO GIUDIZIARIO
Roberto PRIMAVERA

