

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
Albate	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 invece 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		
			inferiore	centrale	superiore
% possesso soci AEB			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

Chiusura anno fiscale 31-Dic (EUR '000)		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%
Smobillzo Attivo fisso VNC - asset rete	10.365
Totale dismissione asset al 2033	10.365
Dismissione al 2023 Altri asset (B)	-
Totale smobillzo 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	109	109	109	109	109	109	109
Costi della produzione	-	30	30	30	30	30	30	30	30
Valore Aggiunto	-	79	79	79	79	79	79	79	79
Personale	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	-	79	79	79	79	79	79	79	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	47	47	47	47	47	47	47
CAPEX	(300)	0	0	0	0	0	0	0	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	34	34	34	34	34	34	34
Ammortamenti	-	32	32	32	32	32	32	32	32
Delta CCN	-	(13)	-	-	-	-	-	-	-
Capex	(300)	-	-	-	-	-	-	-	-
FCFF	(300)	53	66	66	66	66	66	66	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>	-6,2%	1,4%	n.d.	n.d.	15,1%	4,8%	1,6%	-0,1%	7,4%	11,3%
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>	-92,7%	-94,4%	-94,5%	-91,6%	-93,5%	-95,0%	-94,0%	-93,4%	-93,2%	-93,2%
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>	7,3%	5,6%	5,5%	8,4%	6,5%	5,0%	6,0%	6,6%	6,8%	6,8%
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>	-1,8%	-1,5%	-1,3%	-0,9%	-1,2%	-1,3%	-1,4%	-1,6%	-1,6%	-1,4%
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>	5,5%	4,1%	4,2%	7,5%	5,3%	3,7%	4,6%	5,0%	5,2%	5,4%
Proventi/(Oneri) finanziari netti	736	20.225	62							
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	0,5%	12,6%	0,1%							
Proventi/(Oneri) straordinari netti	0	208	0							
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	0,0%	0,1%	0,0%							
RISULTATO ANTE IMPOSTE	9.522	27.093	5.217							
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	6,0%	16,9%	4,2%							
Imposte	(2.222)	(1.845)	(1.208)							
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	-1,4%	-1,1%	-1,0%							
UTILE NETTO/(PERDITA NETTA)	7.300	25.248	4.008							
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	4,6%	15,7%	3,3%							

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	Sèche 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	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	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>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</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)	(11.926)	(11.926)	(11.926)	(11.926)	(11.926)	(11.926)	(11.926)	(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>	<i>4,5%</i>	<i>9,9%</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>16,8%</i>	<i>3,8%</i>	<i>-6,9%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,6%</i>
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>	<i>-89,6%</i>	<i>-86,0%</i>	<i>-89,4%</i>	<i>-100,1%</i>	<i>-92,0%</i>	<i>-96,6%</i>	<i>-91,5%</i>	<i>-89,3%</i>	<i>-88,2%</i>	<i>-87,2%</i>
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>	<i>10,4%</i>	<i>14,0%</i>	<i>10,6%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>8,0%</i>	<i>3,4%</i>	<i>8,5%</i>	<i>10,7%</i>	<i>11,8%</i>	<i>12,8%</i>
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>	<i>-20,3%</i>	<i>-18,8%</i>	<i>-17,2%</i>	<i>-18,2%</i>	<i>-17,5%</i>	<i>-18,6%</i>	<i>-19,5%</i>	<i>-19,4%</i>	<i>-18,9%</i>	<i>-18,3%</i>
EBIT	(1.251)	(669)	(812)	(713)	(1.525)	(2.546)	(1.718)	(1.357)	(1.108)	(863)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>-10,0%</i>	<i>-4,9%</i>	<i>-6,7%</i>	<i>-18,3%</i>	<i>-9,5%</i>	<i>-15,2%</i>	<i>-11,0%</i>	<i>-8,7%</i>	<i>-7,0%</i>	<i>-5,4%</i>
Proventi/(Oneri) finanziari netti	6.122	32.799	6.092							
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>48,8%</i>	<i>237,9%</i>	<i>49,9%</i>							
RISULTATO ANTE IMPOSTE	4.871	32.130	5.280							
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>38,8%</i>	<i>233,1%</i>	<i>43,3%</i>							
Imposte	126	(336)	(61)							
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>1,0%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>-0,5%</i>							
UTILE NETTO/(PERDITA NETTA)	4.997	31.794	5.219							
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>39,8%</i>	<i>230,6%</i>	<i>42,8%</i>							

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	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	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>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</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>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</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%	x	40%	=	1,9%
(14) Rendimento del capitale proprio (Equity) [re = Rf + B * (ERP) + :	7,9%	x	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	Q4 2019	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Consuntivo:	2019	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	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

RetiPiu

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				
WACC		-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				
WACC		-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				
WACC		-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				
WACC		-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	
WACC	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	
WACC	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

