



Città di Seregno

**ALLEGATO B1: Perizia valutativa delle società del Gruppo AEB**

## **AEB S.p.A.**

**Supporto agli Amministratori e agli altri soci del Gruppo AEB per il possibile conferimento in AEB delle partecipazioni detenute in Gelsia da soci diversi da AEB, delle partecipazioni detenute in RetiPiù da soci diversi da AEB e delle partecipazioni detenute in Gelsia Ambiente da soci diversi da AEB e da A2A Integrambiente – Aggiornamento al 30 giugno 2019**

*Milano, 10 ottobre 2019*



## Indice

- ✓ **Introduzione**
- ✓ **Limiti, assunzioni e fonti informative**
- ✓ **Contesto di riferimento**
- ✓ **Metodologie di valutazione**
- ✓ **Sviluppo della stima**
- ✓ **Struttura azionariato post conferimenti**
- ✓ **Allegati**





## Introduzione

### Oggetto dell'incarico

L'incarico conferito ad Arché s.r.l. («Arché») in qualità di advisor indipendente ha come oggetto la stima del valore delle partecipazioni detenute in:

- Gelsia s.r.l. da soci diversi da AEB S.p.A.
- RetiPiù s.r.l. da soci diversi da AEB S.p.A.
- Gelsia Ambiente s.r.l. da soci diversi da AEB S.p.A. e da A2A Integrambiente s.r.l.

per il possibile conferimento delle suddette partecipazioni in AEB S.p.A, e supporto alla definizione del concambio azionario. Arché è stata incaricata di effettuare l'aggiornamento dello studio con riferimento alla data del 30 giugno 2019.

### L'operazione

L'operazione allo studio («Operazione») riguarda il progetto di razionalizzazione e semplificazione della struttura di governance del gruppo di società facenti capo ad AEB S.p.A. («Gruppo AEB») con l'obiettivo di garantire unitarietà degli indirizzi strategici e industriali e svolgere, in qualità di holding di gruppo, attività di controllo delle società operative sottostanti, rendendo altresì più efficaci e incisive le scelte strategiche, nonché ottimizzando la catena della creazione del valore.

### Destinatari

Il documento («Presentazione») è a supporto del Consiglio di Amministrazione di AEB S.p.A. («AEB» o la «Società») e degli altri soci del Gruppo (nel complesso i «Destinatari») per le opportune valutazioni sulla fattibilità della prospettata Operazione. I Destinatari non sono autorizzati a divulgare in tutto o in parte il presente documento che consta di n. 34 pagine, in assenza di autorizzazione scritta di Arché, ad eccezione di richieste effettuate ai sensi di legge per esigenze regolamentari e da autorità fiscali. Arché non assume responsabilità per utilizzi non consentiti della Presentazione.

La stima del valore delle partecipazioni è effettuata secondo metodologie valutative di generale applicazione, applicando quelle più appropriate nell'attuale contesto e secondo le caratteristiche delle aziende valutate.

### Data di riferimento

La data di riferimento per la stima è il **30 giugno 2019** e si basa sulle Relazioni finanziarie semestrali (2Q) al 30 giugno 2019 predisposte dagli organi amministrativi delle società interessate. I valori qui forniti sono da ritenersi validi alla data di riferimento della stima (30 giugno 2019) sulla base di informazioni ricevute sino alla data del 10 ottobre 2019. Ciò considerato, qualsiasi valutazione effettuata in passato o eventuali stime future di valore potrebbero risultare divergenti e difficilmente confrontabili con le stime oggetto del presente incarico.

La Presentazione costituisce un aggiornamento, richiesto dal committente AEB, dello studi effettuati da Arché con riferimento alle date del 31 dicembre 2018 e 31 marzo 2019. Eventuali differenze rispetto alle indicazioni contenute negli studi precedenti sono pertanto ascrivibili ad eventi intervenuti nel corso del primo semestre 2019.



## Limiti, assunzioni e fonti informative

- Il processo di valutazione fornisce un riferimento teorico del valore di un'azienda o di beni da essa detenuti.
- E' da notare che il valore di un'azienda o dei suoi assets dipende sia da stime tecnico-finanziarie del valore intrinseco, considerate nella Presentazione, che da valutazioni soggettive e strategiche delle parti interessate, dalla loro forza contrattuale o da loro particolari attese ed interessi. Lo studio considera la stima di elementi di valutazione influenzati solo limitatamente da considerazioni soggettive sulla scelta di alcuni parametri tecnici e pertanto non è influenzato da particolari attese degli azionisti o da aspetti negoziali.
- La stima è stata effettuata in funzione di alcuni fattori critici di importanza rilevante, identificati in dettaglio nel corpo della Presentazione, che va pertanto letta nella sua interezza.
- Riteniamo che la stima da noi effettuata sia accurata e completa nei limiti dell'incarico conferitoci. Il contenuto di questa Presentazione è stato esclusivamente basato su elementi conoscitivi e informazioni fornite da AEB e le sue controllate Gelsia, Gelsia Ambiente e RetiPiù. Desideriamo portare a conoscenza dei Destinatari che le informazioni qui contenute non potranno essere ritenute una promessa o un'indicazione sui risultati futuri di AEB o delle controllate.
- Non vi è alcuna assicurazione che i risultati storici e quelli inclusi nelle proiezioni formulate dalle società del Gruppo AEB potranno essere confermati parzialmente o totalmente in futuro. Chi prendesse in considerazione i contenuti della Presentazione per decisioni d'acquisto delle società, dei loro assets, o per altre operazioni, dovrà sottoporre a verifica, nelle forme ritenute più appropriate, le informazioni comunicateci e riportate nella Presentazione. La eventuale decisione di concludere in futuro operazioni sul capitale di AEB o sui suoi assets e la relativa determinazione del prezzo o dei prezzi e le clausole contrattuali legate alla compravendita sono di competenza delle parti interessate e il contenuto della Presentazione non può costituire in alcun modo una raccomandazione all'acquisto, sulle condizioni e sui prezzi.
- La valutazione è stata effettuata tenendo conto delle informazioni desunte dalla documentazione ottenuta dalle Direzioni di AEB e delle sue controllate e dai colloqui con esse intrattenuti nel corso dell'incarico. Non sono state da parte nostra applicate procedure di verifica ai dati e alle informazioni forniteci, e la responsabilità dell'attendibilità delle informazioni ottenute è da attribuirsi esclusivamente alle Direzioni di AEB e delle sue controllate.
- In particolare la Direzione di AEB ha chiesto di considerare uno scenario di azionariato dove si ipotizza siano state portate a compimento tutte le operazioni amministrative di distribuzione dividendi in natura da parte di Gelsia, comprensivi anche della quota di partecipazione del Comune di Macherio, e già avvenuta l'operazione di liquidazione della quota del Comune di Macherio in RetiPiù alle condizioni da questa proposte, con corrispondente riduzione di patrimonio (capitale sociale e riserve).
- La valutazione è stata effettuata in ipotesi di continuità aziendale alla luce di elementi disponibili ed assunzioni ipotizzate alla data di emissione della Presentazione. I risultati e le indicazioni fornite sono pertanto validi alla stessa data. Non si assume alcuna responsabilità di aggiornare la Presentazione per eventi e circostanze che dovessero manifestarsi dopo la data di emissione della stessa.

- La stima è basata sui seguenti dati e informazioni:
  - Profilo di AEB e del gruppo di società da essa controllate, e Statuto in vigore di AEB;
  - Fascicoli completi di Bilancio separato e consolidato di AEB per gli esercizi al 31 dicembre 2015, 2016, 2017 e 2018;
  - Relazione Finanziaria 1Q al 31 marzo 2019 e Relazione Finanziaria semestrale al 30 giugno 2019 di AEB;
  - Dettagli di voci di bilancio delle singole società del Gruppo AEB al 31 dicembre 2017 e al 31 dicembre 2018 e al 30 giugno 2019;
  - Posizione finanziaria netta mensile di Gelsia per il periodo 1 gennaio 2018 – 30 giugno 2019;
  - Budget e Proiezioni economiche triennio 2019 – 2021 di AEB, Gelsia s.r.l. («Gelsia»), Gelsia Ambiente s.r.l. («Gelsia Ambiente»);
  - Fascicoli completi di bilancio di RetiPiù s.r.l. («RetiPiù») per gli esercizi 2017 e 2018;
  - Situazione interinale al 31 marzo 2019 e Situazione interinale al 30 giugno 2019 di RetiPiù;
  - Fascicoli completi di bilancio di Gelsia per gli esercizi 2017 e 2018;
  - Relazione Finanziaria 1Q al 31 marzo 2019 e Relazione Finanziaria semestrale al 30 giugno 2019 di Gelsia;
  - Fascicoli completi di bilancio di Gelsia Ambiente per gli esercizi 2017 e 2018;
  - Relazione Finanziaria 1Q al 31 marzo 2019 e Relazione Finanziaria semestrale al 30 giugno 2019 di Gelsia Ambiente;
  - Gruppo AEB Gelsia - Considerazioni valutative sulle partecipazioni di Gelsia nelle società Gelsia Ambiente e RetiPiù predisposta dai Dott. Eros Organni e Dario Capobianco;
  - Comunicazioni del Comune di Macherio:
    - ad AEB inerente la cessione della partecipazione in Gelsia alla Canarbino S.p.A. («Canarbino») in data 15 gennaio 2019;
    - a RetiPiù inerenti la richiesta di liquidazione in denaro della partecipazione da esso detenuta (19 marzo 2019);
    - a RetiPiù inerenti la liquidazione in denaro delle partecipazioni societarie del Comune di Macherio in ottemperanza delle deliberazioni di Consiglio Comunale n.37/2017 e n.41/2018 ex art. 24 comma 5 D.lgs 175/2016 (17 settembre 2019);
  - Contratto di cessione ad AEB della partecipazione in Gelsia detenuta da Canarbino (13 maggio 2019);
  - Elenco soci di AEB, RetiPiù, Gelsia e Gelsia Ambiente e relative quote di partecipazione al 1 luglio 2019;
  - Assegnazioni partecipazioni in RetiPiù e Gelsia Ambiente da parte di Gelsia al Comune di Cesano Maderno, e ASSP S.p.A. in data 27.06.2019;
  - Cessione di azioni proprie da parte di AEB a Comune di Barlassina in data 27 giugno 2019;
  - Stime effettuate da RetiPiù sul valore di rimborso dei cespiti afferenti la rete di distribuzione gas ed energia elettrica alla data del 30 giugno 2019.

L'accuratezza dei risultati della valutazione dipende significativamente dalla attendibilità e completezza delle informazioni e dei dati ricevuti. Arché ha utilizzato informazioni, scritte e verbali, e dati finanziari forniti da AEB, facendo affidamento sulla loro veridicità, accuratezza e completezza, senza dar corso a verifiche indipendenti. Si declina ogni responsabilità ove i risultati presentati fossero inficiati da non completezza o non veridicità delle informazioni stesse.



## Il contesto di riferimento

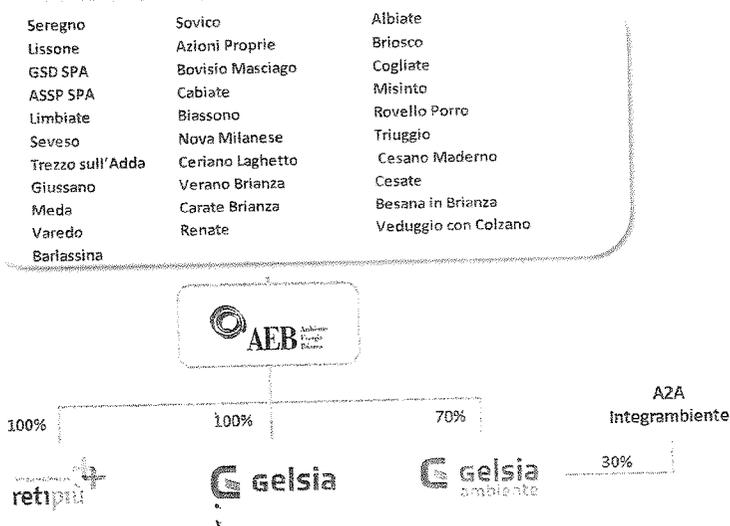
### Deliberazione Consigliare n° 53

Con deliberazione Consigliare n. 53 del 27 dicembre 2018, il Comune di Seregno, ha definito un piano di riassetto organizzativo societario del Gruppo AEB, in parziale modifica ed integrazione dei contenuti della revisione straordinaria, che prevede il completamento del piano di razionalizzazione del Gruppo con una configurazione dello stesso che veda la confluenza di tutti i soci pubblici in AEB.

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

Pertanto la struttura della governance di Gruppo post riassetto risulterebbe la seguente:

### Struttura del Gruppo AEB post riassetto





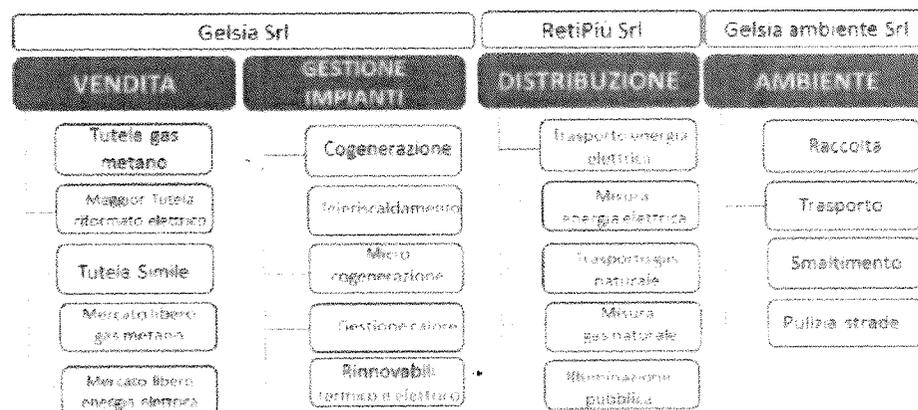
## Il contesto di riferimento: AEB S.p.A.

### Holding di Gruppo

AEB ha il ruolo prevalente di holding di un gruppo di aziende, che in Brianza è in posizione di leadership nel settore di mercato dell'energia elettrica del gas e dell'igiene urbana. Inoltre la Società svolge alcuni servizi minori per conto di alcuni comuni soci.

Le attività svolte direttamente da AEB sono la gestione di alcune farmacie, la gestione del centro sportivo e l'Illuminazione votiva.

Le attività di interesse delle società operative partecipate da AEB sono di seguito riepilogate:





## Il contesto di riferimento: AEB S.p.A.

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

Attualmente le azioni che hanno avuto attuazione sono:

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

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

- Il Comune di Ceriano Laghetto sta definendo le procedure necessarie per ricevere il dividendo in natura (partecipazioni in Gelsia Ambiente e RetiPiù) da Gelsia.
- Il Comune di Macherio non ha partecipato alla distribuzione del dividendo straordinario da parte di Gelsia, ha invece alienato la propria partecipazione in Gelsia alla società Canarmino che a sua volta l'ha poi ceduta ad AEB. La partecipazione del Comune di Macherio in Gelsia è ora in capo ad AEB, con conseguenti effetti sul possesso di partecipazioni in Gelsia Ambiente e RetiPiù.
- Il Comune di Macherio ha richiesto di poter uscire dall'azionariato di RetiPiù secondo quanto previsto dalla Legge Madia, con una liquidazione in denaro della propria quota, pari allo 0,064%, per un corrispettivo di € 99.698,43.
- Ha avuto luogo il riacquisto da parte di AEB delle azioni detenute dal Comune di Muggiò in AEB stessa, a seguito del processo di revisione straordinaria delle partecipazioni possedute dal comune, di cui all'art. 24 del D.Lgs 175/2016.
- E' avvenuta la cessione parziale di azioni proprie da parte di AEB al Comune di Barlassina in data 27 giugno 2019 (comune che ha manifestato la volontà di aderire al percorso delineato con la gara a doppio oggetto relativa a Gelsia Ambiente), con il conseguente ingresso del suddetto comune nella compagine azionaria.



## Il contesto di riferimento: AEB S.p.A.

Compagine  
azionaria

Al 30 giugno 2019 AEB presenta il seguente azionariato:

Azionariato attuale AEB	azioni	%
Seregno	601.132	71,400%
Limbiate	45.484	5,402%
Seveso	36.536	4,340%
Trezzo sull'Adda	30.771	3,655%
Giussano	27.555	3,273%
Meda	25.068	2,977%
Varedo	22.110	2,626%
Sovico	17.529	2,082%
Bovisio Masciago	12.032	1,429%
Cabiate	4.148	0,493%
Biassono	1.604	0,191%
Verano Brianza	350	0,042%
Carate Brianza	282	0,033%
Besana in Brianza	159	0,019%
Cesate	75	0,009%
Albate	10	0,001%
Briosco	10	0,001%
Cogliate	10	0,001%
Misinto	10	0,001%
Rovello Porro	10	0,001%
Triuggio	10	0,001%
Veduggio con Colzano	10	0,001%
Renate	10	0,001%
Azioni Proprie	16.997	2,019%
Comune di Barlassina	10	0,001%
<b>Totale</b>	<b>841.922</b>	<b>100,00%</b>



## Il contesto di riferimento: AEB S.p.A.

### Partecipazioni

AEB possiede quote di partecipazione in Gelsia, Gelsia Ambiente, RetiPiù e Sinergie Italiane s.r.l. in liquidazione.

Assumendo come già avvenuta l'operazione di liquidazione della quota del Comune di Macherio alle condizioni da questo proposte e ai vari comuni e ad AEB delle quote in precedenza detenute da Gelsia in Gelsia Ambiente e RetiPiù relative alla partecipazione del Comune di Macherio, le quote di partecipazione di AEB nelle partecipate variano in modo non significativo.

#### AEB S.p.A.

##### Partecipazioni al 30 giugno 2019

Società	% possesso
Gelsia	77,18%
Reti Più	73,53%
Gelsia Ambiente	53,98%
Sinit in Liquidazione	7,18%

##### Partecipazioni ex post operazioni amministrative e liquidazione Macherio

Società	% possesso
Gelsia	77,18%
Reti Più	73,59%
Gelsia Ambiente	54,03%
Sinit in Liquidazione	7,18%





## Il contesto di riferimento: Gelsia S.r.l.

Gelsia è la società di vendita di gas metano e di energia elettrica del Gruppo AEB.

Opera sul territorio nazionale, servendo complessivamente circa 200.000 clienti tra gas ed energia elettrica, con concentrazione territoriale prevalente nell'area brianzola. Nell'arco degli anni Gelsia registra lievi cali del numero totale dei clienti serviti, con un incremento nel comparto energia elettrica e un andamento decrescente nel comparto gas. Nel primo semestre 2019 si è registrata una tenuta del numero dei clienti, con la crescita dei clienti energia elettrica a compensare una lieve decrescita nel comparto gas. La società ha di recente incrementato l'azione commerciale, potenziando la struttura e sviluppando azioni di marketing e pubblicitarie in diversi canali.

La società si occupa anche della realizzazione di impianti di cogenerazione, reti di teleriscaldamento, gestione calore edifici e impianti fotovoltaici più di 530 clienti serviti (prevalentemente condomini) per il teleriscaldamento.

La società presenta attualmente la seguente compagine sociale:

Gelsia Srl	Capitale sociale	%
AEB SPA	15.702.403	77,18%
GSD SPA	830.891	4,08%
ASSP SPA	698.839	3,43%
Comune di Bovisio Masciago	95.119	0,47%
Comune di Ceriano Laghetto	42.296	0,21%
Comune di Cesano Maderno	759.559	3,73%
Comune di Varedo	89.578	0,44%
Comune di Lissone	2.063.446	10,14%
Comune di Nova Milanese	41.804	0,21%
Comune di Biassono	21.332	0,10%
<b>Totale</b>	<b>20.345.267</b>	<b>100,00%</b>



## Il contesto di riferimento: Gelsia S.r.l.

### Partecipazioni

Al 30 giugno 2019 si è completato l'iter che ha portato all'assegnazione ai soci delle quote di partecipazione in precedenza detenute in Gelsia Ambiente e RetiPiù, ad esclusione del Comune di Ceriano Laghetto.

### Andamento economico

Gelsia presenta un piano economico finanziario di sviluppo, riflesso nel piano sotto riportato.

Gelsia S.r.l.

Conto economico riclassificato (Euro '000)	Consuntivi						Previsionali					
	31 12 2017	%	31 *2 2018	%	30 06 2019	%	31 12 2019	%	31 12 2020	%	31 12 2021	%
Totale ricavi operativi	158.339	100,0	160.636	100,0	97.107	100%	189.349	100,0%	198.063	100,0%	206.252	100,0%
Costi operativi	-137.316	-85,9	-144.805	-88,6	(86.578)	-89%	(173.595)	-92%	(181.834)	-92%	(189.106)	-91,7%
Valore aggiunto	21.024	14,1	15.831	11,4	10.528	11%	15.754	8,3%	16.229	8,2%	17.146	8,3%
Costo del personale	-6.055	-3,9	-5.255	-3,6	(1.990)	-2%	(4.020)	-2%	(4.080)	-2%	(4.141)	-2,0%
EBITDA post partite non ricorrenti	14.968	10,2	10.784	7,7	8.538	9%	11.734	6,2%	12.149	6,1%	13.005	6,3%
EBIT	8.786	7,0	6.868	5,5	6.110	6%	8.596	4,5%	8.736	4,4%	9.626	4,7%
Risultato gestione finanziaria	736	0,5	20.225	0,3	48	0%	65	0%	65	0%	65	0,0%
Rettifiche di attività finanziarie	0	0,0	0	0,0	0	0%	0	0%	0	0%	0	0,0%
Risultato ante imposte	9.522	7,5	27.093	5,8	6.158	6%	8.661	4,6%	8.801	4,4%	9.691	4,7%
Imposte sul reddito	-2.222	-2,0	-1.845	-1,5	(1.550)	-2%	(2.510)	-1%	(2.551)	-1%	(2.811)	-1,4%
Risultato netto	7.300	5,5	25.248	4,3	4.608	5%	6.151	3,2%	6.250	3,2%	6.880	3,3%

L'andamento registrato nel primo semestre 2019 include un ricavo straordinario relativo al rimborso di una componente tariffaria per circa €3,1 milioni.

α

## Il contesto di riferimento: Gelsia Ambiente s.r.l.

Gelsia Ambiente gestisce i servizi di igiene ambientale in 25 comuni del territorio brianzolo, servendo una popolazione di circa 450.000 abitanti, attraverso contratti di servizio.

Per più della metà dei comuni serviti Gelsia Ambiente opera svolgendo le seguenti attività: raccolta, trasporto smaltimento dei rifiuti, gestione delle piattaforme ecologiche e dello spazzamento stradale, manuale e meccanizzato. Per i rimanenti comuni la Società si occupa dei servizi di recupero/smaltimento o di intermediazione.

Di seguito riporta la compagine dei soci successiva al passaggio delle quote di Gelsia, detenute in precedenza dal Comune di Macherio, ad AEB S.p.A. e l'attribuzione delle quote di pertinenza al Comune di Ceriano Laghetto.

### Soci post operazioni amministrative

Gelsia Ambiente Srl	Capitale sociale	%
AEB SPA	2.523.662	54,03%
A2A INTEGRAMBIENTE	1.401.366	30,00%
GSD SPA	133.539	2,86%
Comune di Lissone	331.633	7,10%
Comune di Bovisio M.	15.287	0,33%
Comune di Varedo	14.397	0,31%
Comune di Nova Milanese	6.719	0,14%
Comune di Biassono	3.428	0,07%
ASSP SPA	112.316	2,40%
Comune di Cesano Maderno	122.075	2,61%
Comune di Ceriano Laghetto	6.798	0,15%
<b>Totale</b>	<b>4.671.221</b>	<b>100,00%</b>



## Il contesto di riferimento: RetiPiù s.r.l.

RetiPiù è l'operatore leader nel mercato della distribuzione di energia (gas metano, energia elettrica e illuminazione pubblica) in Brianza. La società gestisce circa 207.000 PDR per il gas metano, fornendo attraverso la propria rete circa 339 milioni di smc all'anno, collocandosi tra i grandi operatori della distribuzione.

Per quanto attiene invece la distribuzione di energia elettrica, RetiPiù presenta circa 25.600 POD e fornisce annualmente circa 140 milioni di kWh. Infine, per quanto attiene l'illuminazione pubblica, la società gestisce circa 8.950 punti luce con una forte attenzione alle nuove tecnologie di efficientamento energetico e contemporaneamente di sviluppo di servizi secondo una logica di *smart city*.

Di seguito riporta la compagine dei soci al 30 giugno 2019 e a fianco quella post operazione di riduzione del capitale per l'uscita del Comune di Macherio in base a quanto previsto dalla Legge Madia.

### Soci al 30 giugno 2019

Socio	Quote	%
AEB	60.700.152	73,531%
Gestioni Servizi Desio s.r.l.	5.616.141	6,803%
GELSIA s.r.l.	43.445	0,053%
ASSP S.p.A.	5.781.714	7,004%
Comune di Bovisio Masciago	73.419	0,089%
Comune di Cesano Maderno	586.276	0,710%
Comune di Varedo	69.142	0,084%
Comune di Lissone	9.341.940	11,317%
Comune di Nova Milanese	189.263	0,229%
Comune di Biassono	96.576	0,117%
Comune di Macherio	52.539	0,064%
<b>Totale</b>	<b>82.550.608</b>	<b>100,000%</b>

### Soci post operazioni amministrative

Reti Più Srl	Quote	%
AEB SPA	60.710.950	73,59%
GSD SPA	5.616.141	6,81%
Comune di Cesano Maderno	586.276	0,71%
Comune di Ceriano Laghetto	32.647	0,04%
ASSP SPA	5.781.714	7,01%
Comune di Lissone	9.341.940	11,32%
Comune di Nova Milanese	189.263	0,23%
Comune di Bovisio Masciago	73.419	0,09%
Comune di Varedo	69.142	0,08%
Comune di Biassono	96.576	0,12%
	<b>82.498.069</b>	<b>100,00%</b>

# Metodologie di valutazione

I criteri di valutazione possono essere suddivisi in due principali classi, i criteri analitici e i criteri di mercato.

## ▪ Criteri analitici

Il processo di valutazione d'azienda comporta l'analisi e la valutazione del suo patrimonio, formato da beni e rapporti attivi e passivi e della posizione finanziaria, della sua capacità di reddito, e di generare flussi finanziari, della qualità dell'organizzazione e delle risorse umane, nonché delle condizioni del mercato e della posizione competitiva dell'azienda oggetto di valutazione. In relazione a ciò, i diversi metodi analitici di valutazione adottati nella prassi riflettono alternativamente il contenuto patrimoniale, reddituale o finanziario dell'azienda.

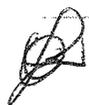
Tali metodi si distinguono in:

- **Finanziari** (Discounted Cash Flow, Dividend Discount);
- **Reddituali** (Discounted Earning);
- **Patrimoniali**;
- **Misti** (combinazione di metodi patrimoniali e reddituali).

## ▪ Criteri di mercato

I criteri di mercato si basano sull'analisi di quanto è avvenuto nel recente passato sui mercati regolamentati (Borsa) o in negoziazioni effettuate da terzi e traggono da detta analisi degli indicatori da applicare alle principali voci patrimoniali o finanziarie dell'azienda da valutare. Si suddividono in:

- **Metodo dei multipli di Borsa**, che consiste nella valutazione della società oggetto d'analisi in base a multipli su parametri chiave di performance desunti dall'andamento sul mercato borsistico dei titoli della società stessa o di società ad essa comparabili.
- **Metodo dei multipli di transazioni di società comparabili**, ricavati da transazioni relative a società comparabili: il riferimento è ai prezzi di negoziazione tipicamente riguardanti il controllo o pacchetti rilevanti di società omogenee.





## Metodologie di valutazione

### La scelta dei metodi

- In funzione dei rispettivi settori di riferimento e delle caratteristiche operative delle società oggetto di valutazione la scelta dei metodi è stata orientata verso quei criteri che maggiormente sono in grado di apprezzare il valore delle rispettive aziende

Società	Settore / attività prevalente	Metodi selezionati	Razionale
AEB	Holding di un gruppo di aziende che operano nel settore dell'energia elettrica del gas (vendita e distribuzione) e dell'igiene urbana. Inoltre la Società svolge alcuni servizi minori per conto dei comuni soci.	<b>Metodo patrimoniale rettificato a valori correnti, secondo l'approccio Sum of the Parts</b>	In quanto holding industriale, la metodologia più appropriata valorizza a valori correnti gli investimenti nelle partecipazioni. Le attività svolte in house sono stimate pari al capitale investito nelle stesse
Gelsia	Vendita di gas metano e di energia elettrica del Gruppo AEB.	<b>Metodo dei multipli di mercato.</b>	In quanto società con attività commerciale, i metodi ritenuti applicabili di natura analitica e di mercato hanno base reddituale. Nella fattispecie si è applicato il metodo dei multipli applicato al parametro reddituale costituito dall' EBITDA
RetiPiù	Distribuzione di energia (gas metano, energia elettrica e illuminazione pubblica), sviluppo di nuove tecnologie di efficientamento energetico e servizi secondo una logica di smart city	<b>Metodo patrimoniale rettificato</b>	In quanto società operante in un settore regolamentato fortemente patrimonializzata e con capitale investito sostanzialmente rappresentato dalle strutture di rete. Non sono previste a breve gare per l'individuazione di nuovi gestori della rete di distribuzione. Il criterio valutativo apprezza il valore corrente del patrimonio sulla base del valore di rimborso degli assets della rete.
Gelsia Ambiente	Gestione dei servizi di igiene ambientale, attraverso contratti di servizio, svolgendo le attività di raccolta, trasporto smaltimento dei rifiuti, gestione delle piattaforme ecologiche e dello spazzamento stradale, manuale e meccanizzato	<b>Metodo reddituale con valore terminale</b>	In quanto società che dispone di flussi reddituali prospettici basati sugli affidamenti pluriennali in essere. Il Valore terminale rappresentato dal capitale investito netto ipotizzato al termine dei periodi di affidamento



## Metodologie di valutazione

### Metodo patrimoniale rettificato

- La metodologia di seguito applicata prevede l'espressione a valori correnti del patrimonio attraverso la valutazione delle singole attività e passività e l'eventuale emersione di plusvalenze o minusvalenze rispetto ai valori di iscrizione contabile, al netto del teorico effetto fiscale, se applicabile.

In formula:

$$W_p = P_{nc} + [(p_1 + p_2 + \dots) + (m_1 + m_2 + \dots)] * (1 - t)$$

ove:

$W_p$	valore d'azienda secondo il metodo patrimoniale
$P_{nc}$	patrimonio netto contabile
$p_1, p_2, p_n$	plusvalenze
$m_1, m_2, m_n$	minusvalenze
$T$	aliquota fiscale

Il Metodo patrimoniale è stato applicato nella valutazione di RetiPiù e di AEB in questo caso con l'approccio di Sum of the Parts



# Metodologie di valutazione

## Metodo dei Multipli di Borsa

- Il metodo dei multipli delle quotazioni di borsa esprime il valore d'azienda sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati sul mercato borsistico. Le quotazioni di borsa sono un parametro rilevante per la valutazione di società quotate, nei casi in cui:
    - l'andamento dei prezzi è stabile
    - la capitalizzazione è elevata
    - i volumi scambiati sono significativi
    - il flottante è ampio
  - Qualora esistano queste condizioni, in assenza di turbolenza dei mercati, i prezzi rilevati in borsa possono essere considerati come indicativi per la stima del valore della società poiché: il mercato ha una chiara percezione delle caratteristiche della società; i prezzi, se hanno un andamento costante nel medio termine, non dovrebbero scontare l'effetto di accadimenti particolari e non dovrebbero essere influenzati da movimenti sul mercato provocati da soggetti con una posizione dominante.
  - Le principali variabili del metodo, che determinano la significatività dei risultati ottenuti, sono:
    - il *grado di comparabilità* del campione di società quotate, sulla base di elementi chiave quali: attività, prodotti, dimensioni, mercati serviti, struttura organizzativa;
    - i *parametri di performance* rappresentativi del valore d'azienda: ricavi, EBITDA, EBIT, Utile netto, Patrimonio netto
- In formula:

$$W_{mb} = m \times p - PFN +/- SA$$

dove

$W_{mb}$	valore d'azienda attraverso i multipli di Borsa
$m$	multiplo selezionato attraverso un campione di società comparabili quotate
$p$	parametro economico-finanziario della società oggetto di valutazione connesso al multiplo
PFN	Posizione Finanziaria Netta
SA	Surplus e minus assets non afferenti il core business

**Il Metodo dei Multipli di Borsa è stato applicato nella valutazione di Gelsia selezionando il parametro EBITDA, ritenuto l'indicatore maggiormente espressivo della comparabilità dei dati di performance tra aziende comparabili**



## Metodologie di valutazione

### Metodo reddituale

- Il metodo si basa sull'assunto che il valore d'azienda è funzione diretta della capacità di generare reddito e quindi il parametro alla base della stima è il reddito netto.
- Il valore viene stimato applicando la rendita perpetua ad un reddito netto opportunamente rettificato

In formula :

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

Dove:

- W = valore d'azienda con il metodo reddituale
- R = reddito netto medio normalizzato
- i = tasso di attualizzazione

Qualora sia disponibile un piano a medio lungo termine il reddito netto medio normalizzato può essere sostituito dalla sommatoria dei redditi medi annui per il periodo in oggetto e da un valore terminale calcolato per il periodo dopo l'arco di piano.

### Reddito medio normalizzato (R)

Il reddito che viene attualizzato deve essere un reddito espressivo della capacità "permanente" dell'azienda di generare utile, "sostenibile" nel tempo. Sono state quindi identificate dalla dottrina e dagli esperti differenti azioni correttive per cercare di esprimere un reddito permanente dai redditi disponibili, siano essi storici o prospettici. Il reddito da utilizzare ai fini valutativi deve avere una serie di caratteristiche, che vengono riassunte nell'espressione "reddito medio normalizzato":

- medio, in quanto dovrebbe in teoria basarsi su proiezioni future di sviluppo aziendale. La prassi tende a prediligere la costruzione del reddito permanente attraverso l'attribuzione di pesi (uguali o differenti a seconda delle situazioni e delle prospettive di mercato) sia ai redditi passati che a quelli futuri, per avere un dato che non sia eccessivamente influenzato dalla soggettività di chi redige il piano a medio lungo termine;
- normalizzato, in quanto sia i risultati storici che quelli prospettici possono essere variamente influenzati da elementi contingenti, non adatti ad esprimere un valore "sostenibile" nel tempo.



## Metodologie di valutazione

### Metodo reddituale (cont.)

#### Il tasso di attualizzazione (I)

Il tasso di attualizzazione maggiormente applicato nella prassi professionale per il metodo reddituale si basa sul concetto di tasso come costo del capitale proprio e fa riferimento alla struttura del CAPM, Capital Assets Pricing Model. La formula del CAPM considera il tasso da applicare alla formula della rendita perpetua funzione di un rendimento atteso da parte dell'imprenditore/azionista, che deve essere superiore agli investimenti privi di rischio per remunerare la capacità di gestire l'attività imprenditoriale.

In formula:

$$i = R_f + b \times (R_m - R_f)$$

Dove:

**Rf -Tasso risk-free:** (Rf) Buoni del tesoro a 10 anni, media di un anno

**Premio di mercato (Rf-Rm):** Premio richiesto dal mercato;

**Beta:** (b) beta settoriale relativo al rischio "non diversificabile" (systematic risk)

**Il metodo analitico reddituale è stato applicato nella valutazione di Gelsia Ambiente.**



## Sviluppo della stima – RetiPiù

RetiPiù è stata valutata secondo il metodo patrimoniale rettificato, che prevede l'espressione a valori correnti delle voci del patrimonio attraverso la valutazione delle singole attività e passività e l'eventuale emersione di plusvalenze o minusvalenze.

La valutazione è stata condotta assumendo come già avvenuta la liquidazione della quota detenuta dal Comune di Macherio, per un controvalore pari alla richiesta avanzata dal comune stesso, di circa Euro 100 migliaia, attraverso una riduzione di patrimonio netto (riduzione di capitale per la quota corrispondente alla percentuale posseduta e la restante parte attraverso riduzione di riserve).

Il patrimonio netto post liquidazione, espresso a valori contabili, è pari ad € 159.665 migliaia. Tale valore è preso a riferimento quale base per la stima del valore corrente della società.

I più rilevanti assets societari sono costituiti dalle immobilizzazioni, materiali e immateriali, afferenti le reti di distribuzione del gas e dell'energia elettrica. Nella pagina seguente viene espresso il valore corrente dei suddetti cespiti.

Reti Più S.r.l.	
Patrimonio netto al 30 giugno 2019	
	€/000
Capitale	82.551
Riserve e utili a nuovo	74.521
Utile d'esercizio	2.693
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>159.765</b>

Reti Più S.r.l.	
Patrimonio netto post liquidazione quote comune Macherio	
	€/000
<b>Patrimonio Netto</b>	159.765
Liquidazione quota Macherio	(100)
<b>Totale Patrimonio Netto</b>	<b>159.665</b>





## Sviluppo della stima – RetiPiù

I più rilevanti assets societari sono costituiti dalle immobilizzazioni, materiali e immateriali, afferenti le reti di distribuzione del gas e dell'energia elettrica.

La stima del possibile valore corrente del patrimonio di RetiPiù considera la rettifica positiva (plusvalenza) conseguente alla considerazione del possibile valore di recupero dei cespiti della rete di distribuzione, mentre per quanto attiene le altre poste patrimoniali (tra cui i cespiti, relativi all'illuminazione pubblica e ai servizi comuni, i debiti, i crediti e i fondi), il valore di iscrizione nella Situazione semestrale al 30 giugno 2019 si presuppone espressivo del rispettivo valore corrente.

**Pertanto il valore attribuibile al 100% del capitale di RetiPiù è stimato pari ad Euro 162.000 migliaia (val. arrotondato).**

Reti Più S.r.l.					
Valorizzazione Immobilizzazioni materiali e immateriali afferenti la rete gas e la rete elettrica					
€/000	Val. netto contabile al 30/06/19	Val. di rimborso al 30/06/19	Plusvalenza	Effetto fiscale	Plusvalenza netta
Immobilizz. materiali e immateriali concessioni gas	148.665	151.689	3.024	(726)	2.298
Immobilizz. materiali e immateriali concessioni energia elettrica	20.561	20.561	0	0	0
<b>Totale</b>	<b>169.227</b>	<b>172.250</b>	<b>3.024</b>	<b>(726)</b>	<b>2.298</b>

Reti Più S.r.l.	
Patrimonio netto a valori correnti	
€/000	
Patrimonio netto	159.665
Plusvalenze nette da immobilizzazioni materiali e immateriali	2.298
<b>Totale Patrimonio Netto a valori correnti</b>	<b>161.963</b>



## Sviluppo della stima – Gelsia

Gelsia è stata valutata secondo il metodo di mercato dei multipli di società comparabili quotate. Di seguito i principali parametri valutativi.

**Ebitda:** Ebitda normalizzato considerando sia il dato consuntivo 2018, che quelli previsionali 2019 e il 2020, rivenienti da Budget e piano elaborati dalla società. Tali dati sono stati prudenzialmente rettificati per tenere conto degli accantonamenti per perdite su crediti e per altri accantonamenti a vari fondi rischi, tra cui quello per la controversia su componenti tariffarie. Il valore stimato dell'Ebitda normalizzato è pari a Euro 10.100 migliaia (val arrotondato).

**Multipli:** compresi tra 7,3x e 6,9x.

**Posizione finanziaria netta:** posizione finanziaria netta derivante dalla media delle posizioni finanziarie nette puntuali del periodo di 12 mesi 1 luglio 2018 – 30 giugno 2019, per poter tenere in considerazione l'andamento ciclico del business, influenzato in determinati mesi da concentrazione di incassi e in altri di pagamenti. Le singole posizioni finanziarie mensili sono state rettifiche per l'incasso o il pagamento di dividendi. La posizione finanziaria netta media è positiva (CASH) e pari a circa Euro 27.700 migliaia (valore arrotondato).

Sono stati altresì considerati i debiti finanziari relativi ai fondi per il personale, pari alla data di riferimento della valutazione a Euro 884 migliaia, e i crediti finanziari derivanti da rimborsi da parte dell'ARERA di quote di tariffe in precedenza non riconosciute.

**Il valore attribuibile al 100% di Gelsia con il metodo dei multipli di Borsa è pari a circa Euro 101.500 migliaia (val. arrotondato).**

Gelsia S.r.l.		
€/000		
Ebitda normalizzato (arrotondato)	10.100	
Multiplio	7,3	6,9
<b>Enterprise Value</b>	<b>73.730</b>	<b>69.690</b>
Posizione finanziaria netta media luglio 2018 - giugno 2019	27.692	
Debiti relativi a fondi per il personale	(884)	
Rimborso da ARERA per tariffe	3.021	
<b>Equity value</b>	<b>103.559</b>	<b>99.519</b>
<b>Media equity value</b>	<b>101.539</b>	



## Sviluppo della stima – Gelsia Ambiente

Gelsia Ambiente è stata valutata secondo il metodo dei flussi reddituali, cui viene sommato il valore terminale del capitale investito netto residuo al termine del periodo del contratto di servizio. Di seguito l'andamento consuntivo e le proiezioni esplicitate per il periodo 2019 -2021.

Gelsia Ambiente S.r.l.

Conto economico riclassificato (Euro '000)	Consuntivi						Previsionali					
	31 12 2017	%	31 12 2018	%	30 06 2019	%	31 12 2019	%	31 12 2020	%	31 12 2021	%
Totale ricavi operativi	33.518	100%	38.141	100%	23.419	100%	48.556	100,0%	46.841	100,0%	47.569	100,0%
Costi operativi	(16.785)	-50%	(20.776)	-54%	(13.669)	-58%	(27.778)	-57%	(26.622)	-57%	(27.110)	-57,0%
Valore aggiunto	16.733	50%	17.364	46%	9.750	42%	20.778	42,8%	20.219	43,2%	20.459	43,0%
EBITDA post partite non ricorrenti	2.927	9%	2.530	7%	1.552	7%	3.569	7,4%	3.683	7,9%	3.675	7,7%
EBIT	1.338	4%	790	2%	623	3%	1.368	2,8%	1.437	3,1%	1.437	3,0%
Risultato ante imposte	1.319	4%	755	2%	592	3%	1.281	2,6%	1.358	2,9%	1.362	2,9%
Imposte sul reddito	(437)	-33%	(302)	-40%	(216)	-36%	(393)	-31%	(413)	-30%	(413)	-30%
Risultato netto	882	3%	454	1%	376	2%	888	1,8%	945	2,0%	949	2,0%



## Sviluppo della stima – Gelsia Ambiente

Di seguito i principali parametri valutativi utilizzati:

**Utile netto:** utile netto previsionale per il periodo di contratto di servizio (2019 -2028) sulla base del budget 2019 e del piano 2020-2021 e per gli anni successivi assumendo prudenzialmente quale risultato netto la media degli utili 2019-2021. Non sono stati considerati invece gli anni storici precedenti all'avvio del contratto di servizio in quanto non ritenuti comparabili in termini di attività svolta e volumi gestiti. Essendo la stima riferita al 30 giugno 2019 quale dato per il 2019 è stato considerato l'utile relativo ai 6 mesi residui.

**Valore residuale al termine del contratto di servizio:** stimato come il valore del capitale investito netto post periodo del contratto di servizio. Tale valore viene definito in base ai dati di capitale investito netto al 31 dicembre 2021, assumendo nel periodo successivo (i) un andamento pressoché costante del capitale circolante netto e (ii) variazioni nelle immobilizzazioni tecniche in funzione degli investimenti previsti nel Piano (base della gara a doppio oggetto per l'affidamento del servizio). In conseguenza dei dati consuntivati nel 2018 e di quelli previsti per il triennio 2019-2021, gli investimenti sono stati maggiorati del 10% circa. Le immobilizzazioni così stimate sono state rettifiche degli ammortamenti ad esse afferenti per il periodo.

I redditi prospettici e il valore terminale sono stati attualizzati ad un tasso stimato secondo il metodo CAPM e pari all'8,4%

Gelsia Ambiente S.r.l.		6 mesi 2019			2020	2021	2022 -2028	Valore terminale
Anni contratto di servizio		6 mesi 2019			2020	2021	2022 -2028	Valore terminale
	€/000							
	Risultato netto		512	945	949		928	14.683
	Tasso di attualizzazione	8,4%						
<b>EQUITY VALUE</b>		<b>12.313</b>						

**Il valore attribuibile al 100% di Gelsia Ambiente è pari a circa Euro 12.300 migliaia (val. arrotondato).**

Tale valore, rispetto al valore attribuito alla società nel 2018 nell'ambito della gara a doppio oggetto per l'operazione di ingresso nel capitale del socio A2A Integrambiente risulta incrementato in conseguenza dell'ampliato perimetro di attività, grazie a ulteriori nuovi contratti di affidamento sottoscritti e agli investimenti sostenuti e pianificati per consentire un addizionale sviluppo del business



## Sviluppo della stima – AEB

AEB è stata valutata utilizzando il metodo patrimoniale rettificato secondo un approccio SoP, che prevede l'espressione a valori correnti delle voci del proprio patrimonio attraverso la valutazione delle singole attività e passività e l'eventuale emersione di plusvalenze o minusvalenze rispetto ai valori iscrizione, nonché la valorizzazione delle attività svolte direttamente da AEB.

Il patrimonio netto di riferimento al 30 giugno 2019 è pari ad **Euro 183.118 migliaia**.

AEB S.p.A.	
Patrimonio netto al 30 giugno 2019	
€/000	
Capitale	84.192
Riserve e utili a nuovo	93.465
Utile d'esercizio	5.461
<b>Totale Patrimonio Netto</b>	<b>183.118</b>

### Partecipazioni

I più rilevanti assets societari sono costituiti dalle partecipazioni dirette in Gelsia, e RetiPiù e Gelsia Ambiente che sono valutate singolarmente nelle pagine precedenti.

### Attività accessorie

Sono state analizzate le attività svolte direttamente dalla Società, e in particolare la gestione delle farmacie, del centro sportivo, delle lampade votive dei cimiteri, nonché la gestione dei servizi generali e delle attività connesse all'affitto di immobilizzazioni idriche.

Tali attività presentano evoluzioni differenti. In particolare, per quanto attiene la gestione del centro sportivo e delle lampade votive, viene prevista la cessazione del servizio a fine 2020.

La gestione delle farmacie potrebbe essere oggetto in futuro di possibili integrazioni con altre realtà del circondario, ma attualmente il processo non è ancora stato avviato e le proiezioni formulate dalla società nel piano triennale 2019-2021 riflettono una situazione ancora *stand alone*. I servizi sopra riportati generano moderate marginalità.

AEB S.p.A.

Stato patrimoniale riclassificato	30 06 2019		2018		2017	
€/000		%		%		%
Immobilizzazioni materiali e immateriali	30.094	16%	29.852	16%	31.814	20%
Partecipazioni e altre attività finanziarie	161.647	84%	161.543	86%	133.024	83%
Altre attività/(passività) non correnti	(907)	0%	(984)	-1%	(1.374)	-1%
Capitale immobilizzato	190.834	99%	190.411	102%	163.464	102%
Capitale circolante netto	4.637	2%	(472)	0%	(1.303)	-1%
<b>CAPITALE INVESTITO</b>	<b>195.471</b>	<b>101%</b>	<b>189.939</b>	<b>101%</b>	<b>162.161</b>	<b>102%</b>
Fondi per TFR e fondi rischi	(2.211)	-1%	(2.658)	-1%	(2.599)	-2%
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>193.260</b>	<b>100%</b>	<b>187.281</b>	<b>100%</b>	<b>159.562</b>	<b>100%</b>
Capitale	84.192	44%	84.192	45%	84.192	53%
Riserve e utili a nuovo	93.465	48%	67.058	36%	64.789	41%
Utile d'esercizio	5.461	3%	31.794	17%	4.997	3%
<b>Patrimonio netto</b>	<b>183.118</b>	<b>95%</b>	<b>183.044</b>	<b>98%</b>	<b>153.978</b>	<b>97%</b>
Finanziamenti a medio e lungo termine	4.073	2%	4.673	2%	5.857	4%
Finanziamenti a breve termine	28.385	15%	17.194	9%	15.128	9%
Attività finanziarie a breve	(4.220)	-2%	(6.356)	-3%	(99)	0%
Disponibilità liquide	(18.096)	-9%	(11.273)	-6%	(15.302)	-10%
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>10.142</b>	<b>5%</b>	<b>4.238</b>	<b>2%</b>	<b>5.584</b>	<b>3%</b>
<b>FONDI DI FINANZIAMENTO</b>	<b>193.260</b>	<b>100%</b>	<b>187.281</b>	<b>100%</b>	<b>159.562</b>	<b>100%</b>



## Sviluppo della stima – AEB

### Attività accessorie (cont.)

Le previsioni triennali delle attività di AEB includono altresì tutte le attività corporate di servizi generali, per lo svolgimento della gestione di holding, che portano a redditi operativi prospettici negativi, più che ampiamente controbilanciati dai proventi da partecipazioni.

Lo sviluppo delle proiezioni economiche delle attività accessorie è di seguito riportato

AEB S.p.A.

Conto economico riclassificato (Euro '000)	31.12.2017		31.12.2018		30.06.2019		Budget 2019		Budget 2020		Budget 2021	
		%		%		%		%		%		%
Totale ricavi operativi	12.544	100,0%	13.786	100,0%	8.335	100,0%	16.481	100,0%	18.066	100,0%	18.371	100,0%
Margine Operativo Lordo (Ebitda)	1.330	10,6%	1.931	10,6%	775	10,6%	1.533	9,3%	1.818	10,1%	2.505	13,6%
Margine Operativo Netto (Ebit)	(1.252)	-10,0%	(669)	-10,0%	(619)	-10,0%	(1.170)	-7,1%	(1.129)	-6,3%	(361)	-2,0%
Risultato gestione finanziaria	6.122	48,8%	32.799	48,8%	6.101	48,8%	6.028	36,6%	6.428	35,6%	6.625	36,1%
Risultato ante imposte	4.870	38,8%	31.130	38,8%	5.482	38,8%	4.858	29,5%	5.299	29,3%	6.264	34,1%
Imposte sul reddito	126	1,0%	(336)	1,0%	(21)	1,0%	60	0,4%	58	0,3%	19	0,1%
Risultato netto	4.996	39,8%	31.794	39,8%	5.461	39,8%	4.918	29,8%	5.357	29,7%	6.283	34,2%

Si assume pertanto che la gestione complessiva delle attività accessorie e dei servizi generali porti ad un sostanziale break even, senza generare né assorbire redditività; pertanto tali attività accessorie vengono valorizzate, valutandone il capitale investito.

### Altri elementi dell'attivo e del passivo

Per quanto attiene le altre poste patrimoniali, debiti crediti e fondi, espone nella Relazione Finanziaria semestrale 2Q 2019, tali voci si assumono espressive del loro valore corrente e della loro effettiva possibilità di recupero.



## Sviluppo della stima – AEB

Il valore corrente attribuibile alle partecipazioni è il seguente, con relativo effetto fiscale teorico:

Società (€/000)	Valore stimato per il 100%	% partecipazione	Valore della partecipazione	Valore di carico *	Plus /minusvalenza	Effetto fiscale
Gelsia	101.539	77,18%	78.368	51.270	27.098	(325)
RetiPiù	161.963	73,59%	119.190	104.672	14.518	(174)
Gelsia Ambiente	12.313	54,03%	6.652	5.657	995	(12)
Sinit in liqu.	n. a.	7,18%	72	72	0	0
<b>Totale</b>			<b>204.282</b>	<b>161.671</b>	<b>42.611</b>	<b>(511)</b>

\* Val di carico di RetiPiù e Gelsia Ambiente comprensivi della partecipazione in precedenza detenuta dal Comune di Machero

AEB S.p.A. Patrimonio netto a valori correnti al 30 giugno 2019	
€/000	
Patrimonio netto	183.118
Plusvalenze da partecipazioni	42.611
Effetto fiscale teorico	(511)
<b>Totale Patrimonio Netto a valori correnti</b>	<b>225.217</b>

Pertanto il valore attribuibile al 100% di AEB è stimato pari a circa Euro 225.000 migliaia (val arrotondato).



## Struttura azionariato post conferimenti

Sulla base delle precedenti valutazioni, le possibili quote di partecipazione post conferimento delle quote in Gelsia, RetiPiu e Gelsia Ambiente dei singoli comuni sono di seguito riepilogate, in base ai seguenti concambi:

Società (€/000)	Valore stimato per il 100%	Numero quote	Valore per quota (euro)	AEB Valore stimato per il 100%	Numero azioni	Valore per quota (euro)	Concambio
Gelsia	101.539	20.345.267	4,991	225.217	841.922	267,50	18,66
RetiPiu	161.963	82.498.069	1,963	225.217	841.922	267,50	7,34
Gelsia Ambiente	12.313	4.671.221	2,636	225.217	841.922	267,50	9,85

Azionisti	N° azioni *	%
Seregno	601.132	54,858%
Lissone	110.327	10,068%
GSD SPA	58.035	5,296%
ASSP SPA	56.578	5,163%
Limbiate	45.484	4,151%
Seveso	36.536	3,334%
Trezzo sull'Adda	30.771	2,808%
Giussano	27.555	2,515%
Meda	25.068	2,288%
Varedo	24.431	2,230%
Comune di Cesano Maderno	19.677	1,796%
Sovico	17.529	1,600%
Azioni Proprie	16.997	1,551%
Bovisio Masciago	14.496	1,323%
Cabiate	4.148	0,379%
Biassono	2.745	0,251%
Nova Milanese	2.235	0,204%
Ceriano Laghetto	1.096	0,100%
Verano Brianza	350	0,032%
Carate Brianza	282	0,026%
Besana in Brianza	159	0,015%
Cesate	75	0,007%
Albate	10	0,001%
Briosco	10	0,001%
Cogiate	10	0,001%
Misinto	10	0,001%
Rovello Porro	10	0,001%
Triuggio	10	0,001%
Veduggio con Colzano	10	0,001%
Renate	10	0,001%
Barlassina	10	0,001%
<b>Totale</b>	<b>1.095.796</b>	<b>100%</b>

\* val. arrotondati



# Allegati: Bilanci 2017, 2018 e Relazione semestrale 2°Q 2019 AEB S.p.A.

AEB S.p.A.

Conto economico riclassificato (Euro '000)	31.12.2017		31.12.2018		30.06.2019	
		%		%		%
Totale ricavi operativi	12.544	100,0%	13.786	100,0%	8.335	100,0%
Margine Operativo Lordo (Ebitda)	1.330	10,6%	1.931	10,6%	775	10,6%
Margine Operativo Netto (Ebit)	(1.252)	-10,0%	(669)	-10,0%	(619)	-10,0%
Risultato gestione finanziaria	6.122	48,8%	31.799	48,8%	6.101	48,8%
Risultato ante imposte	4.870	38,8%	31.130	38,8%	5.482	38,8%
Imposte sul reddito	126	1,0%	(336)	1,0%	(21)	1,0%
Risultato netto	4.996	39,8%	31.794	39,8%	5.461	39,8%

AEB S.p.A.

Stato patrimoniale riclassificato €/000	30.06.2019		2018		2017	
		%		%		%
Immobilizzazioni materiali e immateriali	30.094	16%	29.852	16%	31.814	20%
Partecipazioni e altre attività finanziarie	161.647	84%	161.543	86%	133.024	83%
Altre attività/(passività) non correnti	(907)	0%	(984)	-1%	(1.374)	-1%
Capitale immobilizzato	190.834	99%	190.411	102%	163.464	102%
Capitale circolante netto	4.637	2%	(472)	0%	(1.303)	-1%
<b>CAPITALE INVESTITO</b>	<b>195.471</b>	<b>101%</b>	<b>189.939</b>	<b>101%</b>	<b>162.161</b>	<b>102%</b>
Fondi per TFR e fondi rischi	(2.211)	-1%	(2.658)	-1%	(2.599)	-2%
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>193.260</b>	<b>100%</b>	<b>187.281</b>	<b>100%</b>	<b>159.562</b>	<b>100%</b>
Capitale	84.192	44%	84.192	45%	84.192	53%
Riserve e utili a nuovo	93.465	48%	67.058	36%	64.789	41%
Utile d'esercizio	5.461	3%	31.794	17%	4.997	3%
<b>Patrimonio netto</b>	<b>183.118</b>	<b>95%</b>	<b>183.044</b>	<b>98%</b>	<b>153.978</b>	<b>97%</b>
Finanziamenti a medio e lungo termine	4.073	2%	4.673	2%	5.857	4%
Finanziamenti a breve termine	28.385	15%	17.194	9%	15.128	9%
Attività finanziarie a breve	(4.220)	-2%	(6.356)	-3%	(99)	0%
Disponibilità liquide	(18.096)	-9%	(11.273)	-6%	(15.302)	-10%
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>10.142</b>	<b>5%</b>	<b>4.238</b>	<b>2%</b>	<b>5.584</b>	<b>3%</b>
<b>FONTI DI FINANZIAMENTO</b>	<b>193.260</b>	<b>100%</b>	<b>187.281</b>	<b>100%</b>	<b>159.562</b>	<b>100%</b>





# Allegati: Bilanci 2017, 2018 e Relazione finanziaria semestrale 2°Q 2019 Gelsia S.r.l.

Gelsia S.r.l.

Conto economico riclassificato (Euro '000)	31 12 2017		31 12 2018		30 06 2019	
		%		%		%
Totale ricavi operativi	158.339	100,0	160.636	100,0	97.107	100%
Costi operativi	(137.316)	-85,9	(144.805)	-88,6	(86.578)	-89%
Valore aggiunto	21.024	14,1	15.831	11,4	10.528	11%
Costo del personale	(6.055)	-3,9	(5.255)	-3,6	(1.990)	-2%
EBITDA post partite non ricorrenti	14.968	10,2	10.784	7,7	8.538	9%
EBIT	8.786	7,0	6.868	5,5	6.110	6%
Risultato gestione finanziaria	736	0,5	20.225	0,3	48	0%
Rettifiche di attività finanziarie	0	0,0	0	0,0	0	0%
Risultato ante imposte	9.522	7,5	27.093	5,8	6.158	6%
Imposte sul reddito	(2.222)	-2,0	(1.845)	-1,5	(1.550)	-2%
Risultato netto	7.300	5,5	25.248	4,3	4.608	5%

Gelsia S.r.l.

Stato patrimoniale riclassificato €/000	30 06 2019		31 12 2018		31 12 2017	
		%		%		%
Immobilizzazioni materiali e immateriali	31.185	106%	32.990	62%	34.491	42%
Partecipazioni e altre attività finanziarie	0	0%	0	0%	22.726	28%
Altre attività/(passività) non correnti	2.994	10%	4.150	8%	1.626	2%
Capitale immobilizzato	34.179	117%	37.140	70%	58.843	71%
Capitale circolante netto	-214	-1%	19.800	37%	29.932	36%
CAPITALE INVESTITO	33.965	116%	56.940	107%	88.775	108%
Fondi per TFR e fondi rischi	(4.683)	-16%	(3.703)	-7%	(6.370)	-8%
CAPITALE INVESTITO NETTO	29.282	100%	53.237	100%	82.406	100%
Capitale	20.345	69%	20.345	38%	20.345	25%
Riserve e utili a nuovo	43.589	149%	24.340	46%	58.338	71%
Utile d'esercizio	4.608	16%	25.248	47%	7.300	9%
Patrimonio netto	68.542	234%	69.934	131%	85.983	104%
Finanziamenti a medio e lungo termine	66	0%	132	0%	7.837	10%
Finanziamenti a breve termine	67	0%	118	0%	3.354	4%
Attività finanziarie a breve	(24.449)	-83%	(12.750)	-24%	(11.980)	-15%
Disponibilità liquide	(14.944)	-51%	(4.198)	-8%	(2.788)	-3%
Posizione finanziaria netta	(39.260)	-134%	(16.697)	-31%	(3.578)	-4%
FONTI DI FINANZIAMENTO	29.282	100%	53.237	100%	82.406	100%



# Allegati: Bilanci 2017, 2018 e Situazione semestrale al 30 giugno 2019 RetiPiù s.r.l.

RetiPiù s.r.l.

Conto economico riclassificato (€/000)	30 06 2019	%	31 12 2018	%	31 12 2017	%
Totale ricavi operativi	17.110	100%	34.581	100%	32.460	100%
Margine Operativo Lordo (Ebitda)	8.828	52%	19.941	58%	17.878	55%
Margine Operativo Netto (Ebit)	3.620	10%	6.899	20%	6.110	19%
Risultato gestione finanziaria	(77)	0%	(215)	-1%	(239)	-1%
Risultato ante imposte	3.543	10%	6.684	19%	5.871	18%
Imposte sul reddito	(850)	-2%	(1.891)	-5%	(1.429)	-4%
Risultato netto	2.693	8%	4.793	14%	4.441	14%

RetiPiù S.r.l.

Stato patrimoniale riclassificato (€/000)	30 06 2019	%	31 12 2018	%	31 12 2017	%
Immobilizzazioni materiali	166.566	101%	166.886	102%	165.572	101%
Avviamenti	0					0%
Immobilizzazioni immateriali	11.553	7%	11.937	7%	12.388	8%
Altre attività/(passività) non correnti	(7.316)	-4%	(7.949)	-5%	(8.990)	-5%
<b>Capitale immobilizzato</b>	<b>170.803</b>	<b>104%</b>	<b>170.875</b>	<b>104%</b>	<b>168.970</b>	<b>103%</b>
Capitale circolante netto	4.553	3%	6.743	4%	6.837	4%
Capitale investito	175.356	107%	177.618	108%	175.807	107%
Fondi per TFR e fondi rischi	(13.201)	-8%	(13.318)	-8%	(11.277)	-7%
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>162.155</b>	<b>99%</b>	<b>164.300</b>	<b>100%</b>	<b>164.530</b>	<b>100%</b>
Capitale	82.551	50%	82.551	50%	82.551	50%
Riserve e utili a nuovo	74.521	45%	71.728	44%	68.786	42%
Utile d'esercizio	2.693	2%	4.793	3%	4.442	3%
<b>Patrimonio netto</b>	<b>159.765</b>	<b>97%</b>	<b>159.072</b>	<b>97%</b>	<b>155.779</b>	<b>95%</b>
Finanziamenti a medio e lungo termine	6.644	4%	7.774	5%	10.052	6%
Finanziamenti a breve termine	2.283	1%	2.279	1%	2.239	1%
Attività finanziarie a breve	(4.938)	-3%	(3.225)	-2%	(1.945)	-1%
Disponibilità liquide	(1.599)	-1%	(1.600)	-1%	(1.595)	-1%
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>2.390</b>	<b>1%</b>	<b>5.227</b>	<b>3%</b>	<b>8.751</b>	<b>5%</b>
<b>FONTI DI FINANZIAMENTO</b>	<b>162.155</b>	<b>99%</b>	<b>164.300</b>	<b>100%</b>	<b>164.530</b>	<b>100%</b>



# Allegati: Bilanci 2017, 2018 e Relazione finanziaria semestrale 2°Q 2019 Gelsia Ambiente s.r.l.

Gelsia Ambiente S.r.l.

Conto economico riclassificato (Euro '000)	Consuntivi					
	31 12 2017		31 12 2018		30 06 2019	
		%		%		%
Totale ricavi operativi	33.518	100%	38.141	100%	23.419	100%
Costi operativi	(16.785)	-50%	(20.776)	-54%	(13.669)	-58,4%
Valore aggiunto	16.733	50%	17.364	46%	9.750	42%
EBITDA post partite non ricorrenti	2.927	9%	2.530	7%	1.552	7%
EBIT	1.338	4%	790	2%	623	3%
Risultato ante imposte	1.319	4%	755	2%	592	3%
Imposte sul reddito	(437)	-33%	(302)	-40%	(216)	-36%
Risultato netto	882	3%	454	1%	376	2%

Gelsia Ambiente S.r.l.

Stato patrimoniale riclassificato €/000	30 06 2019		31 12 2018		31 12 2017	
		%		%		%
Immobilizzazioni materiali e immateriali	11.531	78%	11.780	80%	8.496	81%
Partecipazioni e altre attività finanziarie	0	0%	0	0%	0	0%
Altre attività/(passività) non correnti	1.183	8%	809	6%	1.130	11%
Capitale immobilizzato	12.714	86%	12.589	86%	9.626	92%
Capitale circolante netto	3.559	24%	3.674	25%	2.548	24%
<b>CAPITALE INVESTITO</b>	<b>16.273</b>	<b>110%</b>	<b>16.262</b>	<b>111%</b>	<b>12.174</b>	<b>116%</b>
Fondi per TFR e fondi rischi	(1.514)	-10%	(1.993)	-11%	(1.713)	-16%
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>14.759</b>	<b>100%</b>	<b>14.669</b>	<b>100%</b>	<b>10.461</b>	<b>100%</b>
Capitale	4.671	32%	4.671	32%	3.270	31%
Riserve e utili a nuovo	5.253	36%	4.799	33%	6.197	59%
Utile d'esercizio	376	3%	454	3%	882	8%
<b>Patrimonio netto</b>	<b>10.300</b>	<b>70%</b>	<b>9.924</b>	<b>68%</b>	<b>10.349</b>	<b>99%</b>
Finanziamenti a medio e lungo termine	283	2%	322	2%	516	5%
Finanziamenti a breve termine	4.359	30%	6.552	45%	360	3%
Attività finanziarie a breve	(4)	0%	0	0%	0	0%
Disponibilità liquide	(179)	-1%	(2.129)	-15%	(764)	-7%
Posizione finanziaria netta	4.459	30%	4.746	32%	112	1%
<b>FONDI DI FINANZIAMENTO</b>	<b>14.759</b>	<b>100%</b>	<b>14.669</b>	<b>100%</b>	<b>10.461</b>	<b>100%</b>



ARCHÉ  
INDEPENDENT ADVISOR



Foro Buonaparte, 12 – 20121 Milano



Tel. +39 02 88892 1



info@artheadvisor.com



www.artheadvisor.com