

PROT. 372-IN-2021 DEL 20/05/2021

Data: 20 maggio 2021, 16:02:09
Da: PEC AEM Spa <aemspa@pec.aemcremona.it>
A: aemspa@legalmail.it
Oggetto: EQUITA SIM S.P.A - Fairness Opinion LGH
Allegati: image001.jpg (4.0 KB)
LGH-A2A_Analisi di Supporto_vFINAL.pdf (3.8 MB)
LGH-A2A_Parere di Congruità_vFINAL.pdf (544.7 KB)

Buongiorno

Come da Vs. richiesta si trasmette la documentazione in oggetto

Cordiali saluti



Segreteria di Presidenza

Nadia Ardizzi

Viale Trento e Trieste, 38 - 26100 Cremona

Tel: +39 0372 418208

Fax +39 0372 418215

Email: nadia.ardizzi@aemcremona.it

-

-

18 maggio 2021

ANALISI DI SUPPORTO IN MERITO ALLA POSSIBILE OPERAZIONE DI INTEGRAZIONE DI LGH IN A2A

1. **PREMESSE**
 2. **INTRODUZIONE**
 3. **ANALISI DEL BUSINESS PLAN**
 4. **VALUTAZIONE**
 - a. **SINTESI VALUTATIVA**
 - b. **DCF**
 - c. **PREZZI DI BORSA**
- ALLEGATI**
- i. **CALCOLO DEL WACC**
 - ii. **MULTIPLI DI BORSA**
 - iii. **MULTIPLI DI TRANSAZIONE COMPARABILI**

INTRODUZIONE E OGGETTO DELL'INCARICO

- In data 4 maggio 2021 Equita SIM S.p.A. ("**Equita**") è stata incaricata da Azienda Energetica Municipale S.p.A. (di seguito "**AEM Cremona**" o la "**Società**") per assisterla in qualità di consulente finanziario (l' "**Incarico**") nell'ambito della potenziale fusione per incorporazione di Linea Group Holding S.p.A. (di seguito "**LGH**") in A2A S.p.A. (di seguito "**A2A**") (insieme le "**Parti**") (nel complesso l' "**Operazione**")
- Ai sensi dell'Incarico è stata richiesta ad Equita la redazione di un parere di congruità (la "**Fairness Opinion**" o "**Parere di Congruità**") e della presente analisi di supporto (l' "**Analisi di Supporto**" o il "**Documento**") ad uso e beneficio del Consiglio di Amministrazione stesso e del Consiglio Comunale del Comune socio, relativamente al rapporto di concambio (il "**Concambio**") offerto da A2A ai soci pubblici di LGH con riferimento all'Operazione
 - Resta inteso che il Parere di Congruità e la presente Analisi di Supporto potranno essere messe a disposizione degli altri soci di minoranza di LGH (ovvero COGEME S.p.A., ASTEM S.p.A., S.C.S. S.r.l., ASM Pavia S.p.A. e nel complesso, insieme ad AEM Cremona, i "**Soci Pubblici**") e dei Consigli Comunali dei Comuni soci (nel complesso, i "**Beneficiari**"), da utilizzarsi nell'ambito degli organi deliberanti
- Il presente Documento non è finalizzato ad esprimere alcuna considerazione di natura contabile o fiscale né alcuna opinione relativamente al valore strategico o imprenditoriale dell'Operazione per AEM Cremona; il Documento inoltre non è finalizzato ad un'analisi di merito dell'Operazione e degli effetti e delle prospettive che dalla stessa possono derivare per AEM Cremona né costituisce una raccomandazione circa l'opportunità di aderire o meno all'Operazione
- Nella redazione del Documento Equita ha utilizzato informazioni pubbliche ed informazioni ricevute da AEM Cremona e dalle Parti, anche per il tramite degli altri consulenti (i "**Consulenti**") nominati nel contesto dell'Operazione (insieme i "**Dati**") e ha fatto pieno affidamento sulla veridicità, correttezza, accuratezza e completezza dei Dati senza procedere ad alcuna verifica autonoma e indipendente degli stessi. Inoltre Equita ha fatto uso di dati, informazioni e documenti disponibili ovvero provenienti da *database* specializzati ritenuti rilevanti ai fini dello svolgimento delle proprie analisi
- Le analisi e valutazioni contenute nel Documento sono riferite ai Dati, al quadro normativo vigente e alle condizioni di mercato ed economiche esistenti e valutabili sino alla data di redazione dello stesso; Equita non assume, pertanto, alcuna responsabilità, in ordine ad eventuali carenze o difetti delle analisi o delle loro conclusioni dipendenti dall'intervallo temporale tra la data del Documento e la data di realizzazione delle attività sopra menzionate

DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA (1/2)

- Ai fini della presente Analisi di Supporto, Equita si è basata sulle informazioni contenute nei seguenti Dati:

INFORMAZIONI PUBBLICHE

- Ultimi bilanci (di esercizio e consolidati) disponibili di LGH, A2A e delle società controllate e partecipate, direttamente o indirettamente, dal Gruppo LGH e dal Gruppo A2A (bilancio di esercizio per gli anni fiscali 2018, 2019 e 2020)
- Report degli analisti di ricerca relativi a società quotate comparabili alle attività oggetto dell'Operazione
- Bilanci, report intermedi, prezzi di mercato e beta di società comparabili
- Informazioni pubbliche relative a transazioni comparabili
- Piano strategico-industriale A2A 2021-2030

INFORMAZIONI FORNITE DAL GRUPPO E DAI SUOI CONSULENTI

- File .xls denominato «3 - CE x Bu e Legal Entity – Ebit» – dettaglio Ricavi e Costi per BU e Legal Entity di LGH
- File .xls denominato «20210302_ LGH - Rett. CIN Ambiente 2020» – dettaglio rettifiche al CIN di LGH per il 2020
- File .xls denominato «20210302_A2A - Minorities operazioni WTE Estero» – *dettaglio delle partecipazioni di minoranza di A2A vs. l'estero*
- File .xls denominato «A2A - CIN & PFN per BU BP 21-30 v1» – dettaglio CF e P&L di A2A per BU
- File .xls denominato «A2A - LGH - Minoranze e Partecipazioni v1» – dettaglio Associates e Minorities di A2A con relativo valore di carico
- File .xls denominato «A2A - RAB e CAPEX v1» – dettaglio RAB e CAPEX per A2A
- File .xls denominato «A2A - Recap operazioni straordinarie_SENT» – dettaglio operazioni M&A previste a piano per A2A
- File .xls denominato «A2A-LGH - BP_LOMELLINA_Bdg2021-30» – dettaglio EBITDA e CAPEX Lomellina Energia
- File .xls denominato «AEN-Accantonamenti BP 21-30» – dettaglio accantonamenti della BU Commerciale A2A Energia
- File .xls denominato «BP2130 AEN_v.2» – dettaglio BP 2021-30 A2A Energia
- File .xls denominato «CIN & PFN A2A per BU BP 21-30» – dettaglio Free Cash Flow A2A per BU e Consolidato
- File .xls denominato «CIN 19-30 per LE e BU» – dettaglio CIN LGH 2021-2030 per BU e Legal Entity
- File .xls denominato «Copia di BP_LOMELLINA_Bdg2021-30 ves» – dettaglio CE e Capex 2021-2030 Lomellina Energia
- File .xls denominato «Ebitda da MA_v01» – Dettaglio Cash-out ed EBITDA aggiuntivo da M&A 2021-2030 per LGH
- File .xls denominato «LGH -Lomellina Ammortamenti (ordinari) 2021-2030» – dettaglio piano di ammortamento 2021-2030 LGH

DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA (2/2)

INFORMAZIONI FORNITE DAL GRUPPO E DAI SUOI CONSULENTI

- File .xls denominato «*LGH_P&L per Legal Entity_bp2030 print*» – dettaglio P&L 2021-2030 LGH per Legal Entity
 - File .xls denominato «*LGH_RF e P&L per BU_bp2030 print rev2*» – dettaglio P&L e Cash Flow 2021-2030 LGH per BU
 - File .xls denominato «*Piano A2A GENT_Check v1*» – dettaglio P&L, Balance Sheet e Cash Flow 2021-2020 Generazione e Trading A2A
 - File .xls denominato «*schemi conso 180221*» – dettaglio P&L e Balance Sheet 2020 LGH
 - File .xls denominato «*Smartcity_BP2021-2030*» – dettaglio BP Smart City
-
- File .pdf denominato «*Allegato 2 - LGH - Piano Industriale 2021-2030_A2A*» – piano industriale LGH
 - File .pdf denominato «*20201123_Matrice societaria A2A*» – dettaglio struttura societaria A2A
 - File .pdf denominato «*A2A energia 311220 bozza*» – Bilancio di esercizio A2A Energia al 31/12/2020
 - File .pdf denominato «*A2A Smart City fascicolo bilancio 2020*» – Bilancio di esercizio Smart City al 31/12/2020
 - File .pdf denominato «*LOMELLINA ENERGIA - Bozza Fascicolo 31.12.2020*» – Bilancio di esercizio Lomellina Energia al 31/12/2020
-
- Informazioni relative alle Parti fornite dai Consulenti mediante sessioni ad hoc
 - Altri dati, documenti diversi ed informazioni forniti nel corso di specifiche riunioni in forma verbale o tramite email in forma scritta dal management delle Parti o dai rispettivi Consulenti

PRINCIPALI CRITICITÀ E LIMITI DELL'ANALISI (1/2)

- Il Documento non è indirizzato a nessun altro soggetto diverso dai Beneficiari, pertanto, nessun altro soggetto potrà fare affidamento sul Documento e ogni giudizio contenuto nello stesso
- Nessuna sezione del Documento potrà essere utilizzata disgiuntamente dalle altre sezioni che lo compongono e ciascuna di esse dovrà essere considerata solo ed esclusivamente congiuntamente alle altre sezioni dello stesso, come un unico documento inscindibile. In particolare, le conclusioni presentate nel Documento si basano sul complesso delle valutazioni effettuate e, pertanto, nessuna di esse può essere utilizzata per finalità differenti né considerata singolarmente rispetto al contesto nel quale è formulata. L'utilizzo parziale del contenuto del Documento e/o l'utilizzo dello stesso per scopi diversi rispetto a quelli per i quali è stato redatto può comportare un'errata interpretazione, anche in maniera significativa, di tutte le considerazioni presenti nel Documento e/o delle sue conclusioni. In nessun caso, le valutazioni effettuate ai fini del Documento sono da considerarsi in un contesto diverso da quello in esame
- Ad eccezione dei Beneficiari, il Documento non potrà essere pubblicato o divulgato, in tutto o in parte, a terzi o utilizzato per scopi diversi da quelli indicati nel Documento stesso, fatto salvo il caso in cui la pubblicazione o divulgazione sia espressamente richiesta dalle competenti autorità di vigilanza ovvero quando ciò si renda necessario per ottemperare ad espressi obblighi di legge, regolamentari o a provvedimenti amministrativi o giudiziari. Qualsiasi diverso utilizzo dovrà essere preventivamente concordato ed autorizzato per iscritto da Equita. Equita non assume nessuna responsabilità, diretta e/o indiretta, per danni che possano derivare da un utilizzo improprio e/o da un utilizzo da parte di soggetti diversi da AEM Cremona delle informazioni contenute nel presente Documento.

PRINCIPALI CRITICITÀ E LIMITI DELL'ANALISI (2/2)

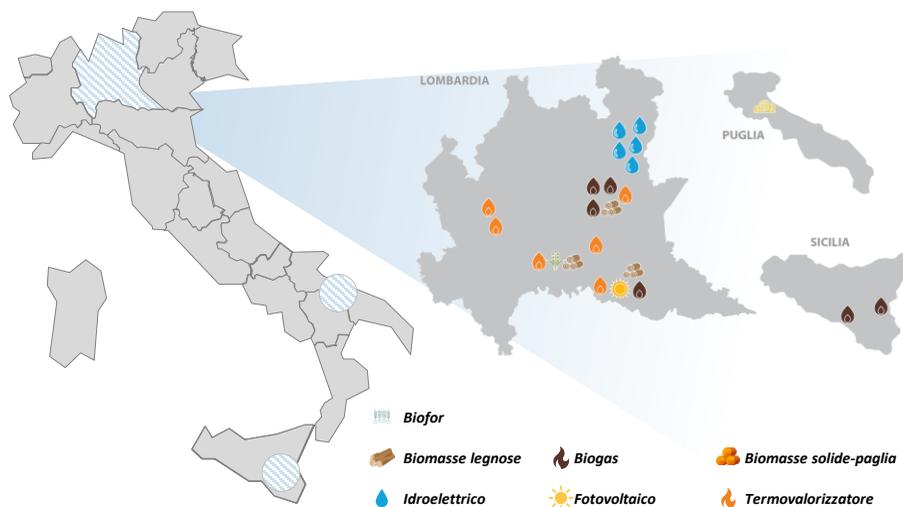
- **Con riferimento alle proiezioni di business plan:**
 - Equita ha basato le proprie analisi valutative sulle proiezioni fornite da A2A e LGH con il supporto degli altri Consulenti coinvolti nell'Operazione. Equita non è entrata nel merito delle ipotesi alla base delle proiezioni e ha fatto affidamento, senza alcuna verifica indipendente, sull'accuratezza e completezza di tutta la documentazione (ivi incluse le informazioni finanziarie e i report) fornita
 - Pertanto, nonostante Equita abbia svolto l'esercizio di valutazione con la massima diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, la stessa non assume alcuna responsabilità né fornisce alcuna garanzia in ordine alle informazioni e ai Dati contenuti e/o riflessi nel presente Documento
- **Per quanto riguarda l'analisi dei multipli di Borsa e di transazioni comparabili:**
 - Con riferimento ai multipli di borsa, i diversi business valutati da Equita di A2A e LGH sono solo in parte comparabili con le società quotate similari identificate come *comparables*, in considerazione del differente business mix e del differente profilo economico-finanziario. Nell'attuale contesto di mercato inoltre, caratterizzato dagli effetti anche sui mercati azionari dell'emergenza dovuta al Covid-19, la significatività dei multipli di Borsa è ulteriormente impattata, da un lato, da una maggiore volatilità dei corsi di Borsa e, dall'altro, dalla limitata disponibilità di stime aggiornate per tenere conto degli impatti della crisi sui fondamentali delle società quotate ritenute comparabili, su cui si basano gli stessi multipli di Borsa
 - Con riferimento ai multipli di transazione, essi riflettono le caratteristiche intrinseche alla peculiarità e alla strategicità degli *asset* sottostanti ad ogni transazione e sono influenzati anche da meri elementi negoziali
 - Abbiamo pertanto considerato queste metodologie solo con una mera finalità di controllo rispetto alla valutazione di riferimento determinata tramite il metodo *Discounted Cash Flow* («DCF»)
- Secondo la migliore prassi valutativa, le valutazioni contenute nel Documento sono state condotte secondo il principio metodologico della **stima di valore relativo**: nell'ambito di un'operazione di fusione, le valutazioni sottostanti al Documento non sono finalizzate alla determinazione dei valori economici assoluti delle società interessate all'Operazione, quanto all'ottenimento di valori tra loro confrontabili al fine di esprimere un parere sul rapporto di cambio
 - Pertanto, è stato seguito il principio di omogeneità relativa e confrontabilità dei criteri di valutazione applicati. Le valutazioni alla base del Documento, dunque, assumono significato nel loro profilo relativo e non possono essere considerate rappresentative di una valutazione assoluta e a sé stante di A2A e LGH

1. PREMESSE
 2. INTRODUZIONE
 3. ANALISI DEL BUSINESS PLAN
 4. VALUTAZIONE
 - a. SINTESI VALUTATIVA
 - b. DCF
 - c. PREZZI DI BORSA
- ALLEGATI
- i. CALCOLO DEL WACC
 - ii. MULTIPLI DI BORSA
 - iii. MULTIPLI DI TRANSAZIONE COMPARABILI

DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ

- LGH** è una società **multiutility** attiva nei territori di **Cremona, Pavia, Lodi, Brescia e Crema** e opera nei seguenti settori:
 - Ambiente:** gestione del ciclo integrato dei rifiuti nelle fasi di raccolta, intermediazione, trattamento, smaltimento
 - Energia:** produzione di energia elettrica, efficienza energetica, reti e calore, impianti fotovoltaici, e mobilità elettrica
 - Reti (energia elettrica, gas e calore):** distribuzione gas, distribuzione energia elettrica, teleriscaldamento, e gestione calore
 - Altri servizi:** In ambito ICT, in collaborazione con **A2A Smart City**, il Gruppo è impegnato in investimenti in settori strategici, con particolare riferimento ai temi dello smart agrifood, dell'industry 4.0 e dello smart green

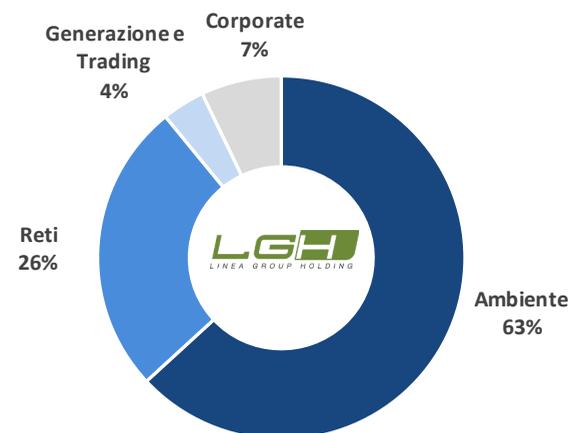
COPERTURA TERRITORIALE



KEY FINANCIALS

€ m	2018A	2019A	2020A
Ricavi	556	236⁽¹⁾	213⁽²⁾
Y-o-Y Growth %	10,7%	(57,5%)	(9,9%)
EBITDA	92	54	56
EBITDA Margin %	16,6%	23,1%	26,2%
EBIT	28	(32)	(34)
EBIT Margin %	5,1%	neg.	neg.
Net Income/ (Loss)	6	182⁽¹⁾	(2)
Net Income Margin %	1,1%	77,0%	neg.
Net Debt/ (Cash)	326	364	424
xEBITDA	3,5x	6,7x	7,6x

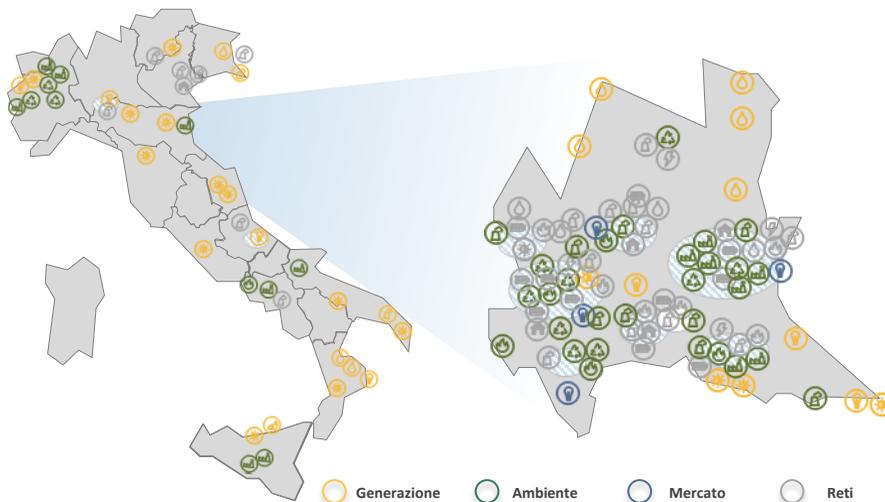
REVENUES BREAKDOWN PER BUS – FY20



DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ

- **A2A**, nata nel 2008 dalla fusione tra AEM Milano S.p.A., ASM Brescia S.p.A. e AMSA, è la **prima multi-utility italiana** per dimensioni ed opera nei settori **ambiente, energia, calore, reti** e tecnologie per le **smart city** sia con **clienti retail** che **corporate**
- È attiva nella produzione, distribuzione e vendita di energia elettrica, gas, gestione rifiuti, nei servizi ambientali e nello sviluppo di prodotti e nei servizi per l'efficienza energetica, l'economia circolare, la mobilità elettrica, l'illuminazione pubblica, il ciclo idrico e le smart city
- Il gruppo opera attraverso **5 distinte business unit: reti, ambiente, generazione & trading, mercato, e corporate**
- A2A opera in tutta Italia, con un focus particolare in **Lombardia**
- La società è quotata nell'indice **FTSE MIB** della Borsa di Milano

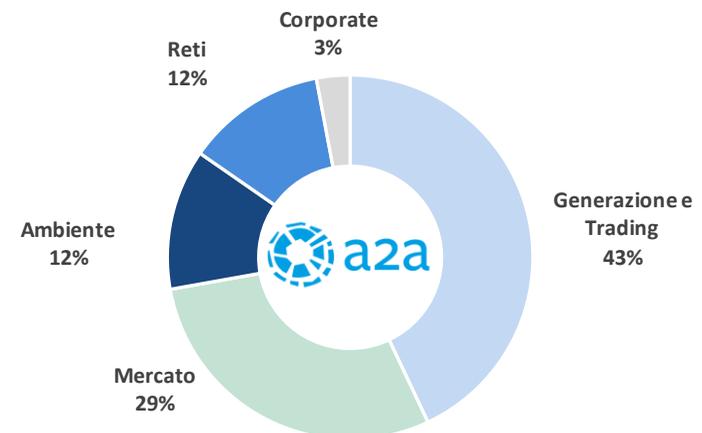
COPERTURA TERRITORIALE



KEY FINANCIALS

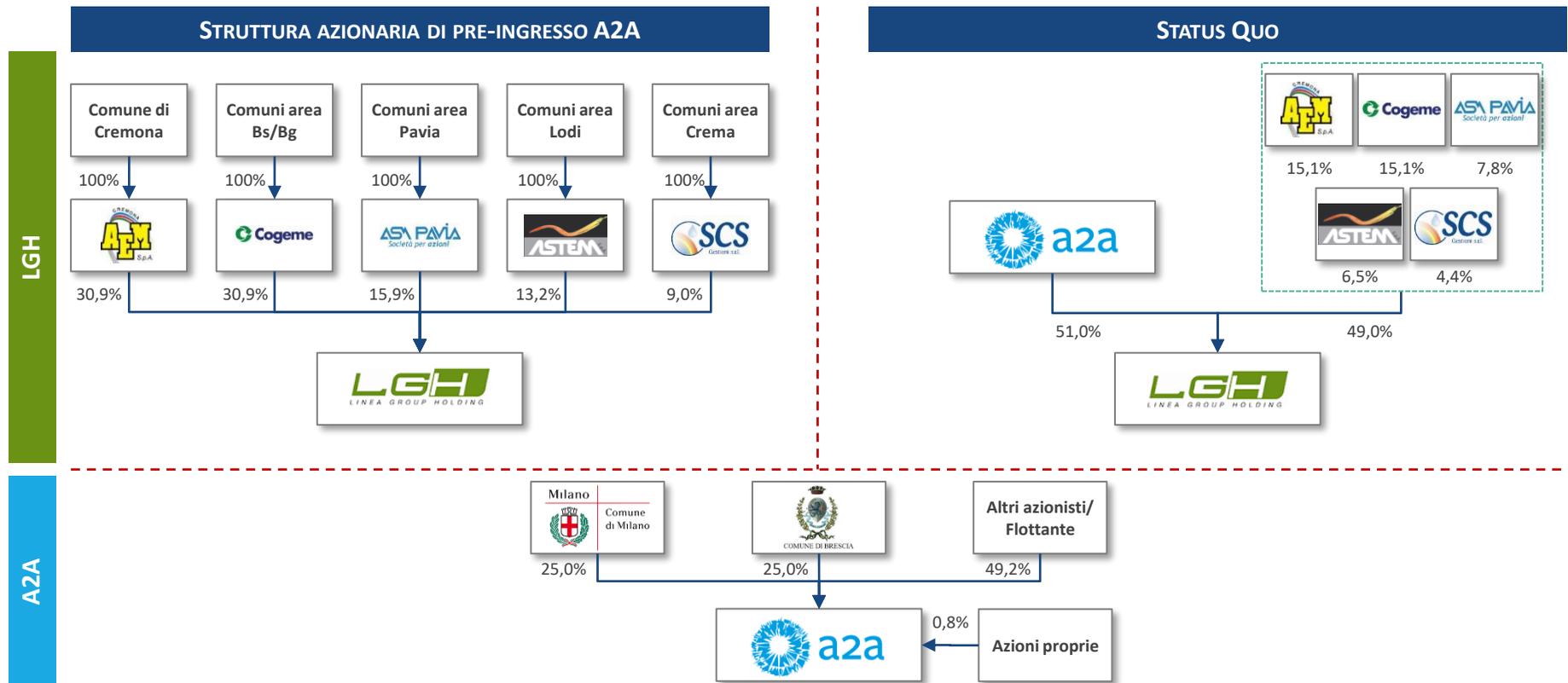
€ m	2018A	2019A	2020A
Ricavi	6.494	7.324	6.862
<i>Y-o-Y Growth %</i>	12,0%	12,8%	(6,3%)
EBITDA	1.231	1.234	1.204
<i>EBITDA Margin %</i>	19,0%	16,8%	17,5%
EBIT	588	687	550
<i>EBIT Margin %</i>	9,1%	9,4%	8,0%
Net Income/ (Loss)	354	393	368
<i>Net Income Margin %</i>	5,5%	5,4%	5,4%
Net Debt/ (Cash)	3.022	3.154	3.472
<i>xEBITDA</i>	2,5x	2,6x	2,9x

REVENUES BREAKDOWN PER BUS – FY20



STRUTTURA DELL'OPERAZIONE

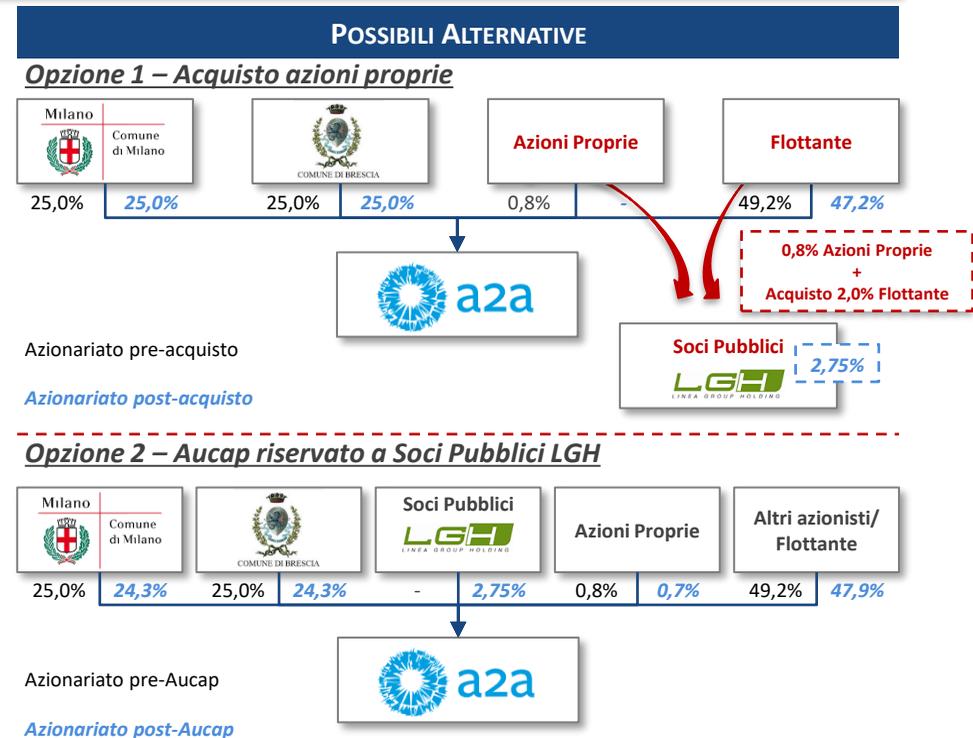
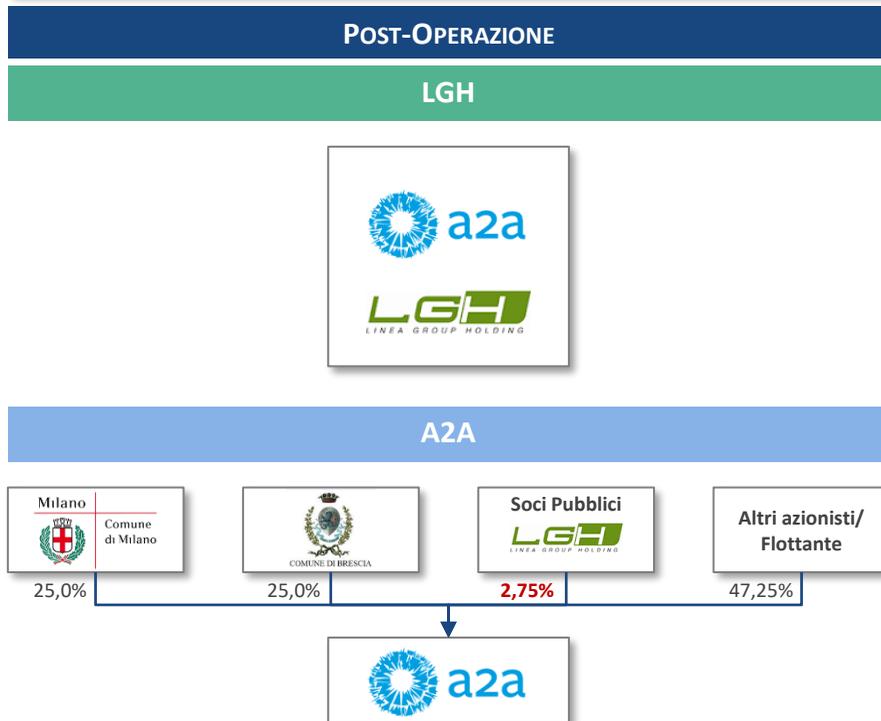
- In data 12 gennaio 2016 i Soci Pubblici di LGH avevano accettato l'avvio della partnership industriale con A2A, successivamente sottoscritto il 4 marzo 2016 e perfezionato il 4 agosto 2016, mediante ingresso di quest'ultima nel capitale di LGH a fronte di una partecipazione pari al 51%
 - Il prezzo era stato fissato in euro 113 milioni⁽¹⁾, parte dei quali corrisposti a tre anni data in funzione dell'effettiva realizzazione di alcuni progetti di sviluppo che allora erano in corso
- In data 18 dicembre 2020, A2A, su richiesta dei soci pubblici di LGH rappresentanti complessivamente il 42,5% del capitale di LGH, ha avviato il percorso per una possibile fusione per incorporazione di LGH in A2A
- In data 16 aprile 2021 A2A ha inviato all'attenzione dei soci di minoranza di LGH una proposta preliminare di fusione di LGH in A2A che prevede che al termine dell'operazione di fusione i Soci Pubblici detengano il 2,75% di capitale sociale di A2A



Note: (1) Parzialmente per cassa e parzialmente tramite azioni A2A ma comunque liberamente negoziabili e liquidabili sul mercato

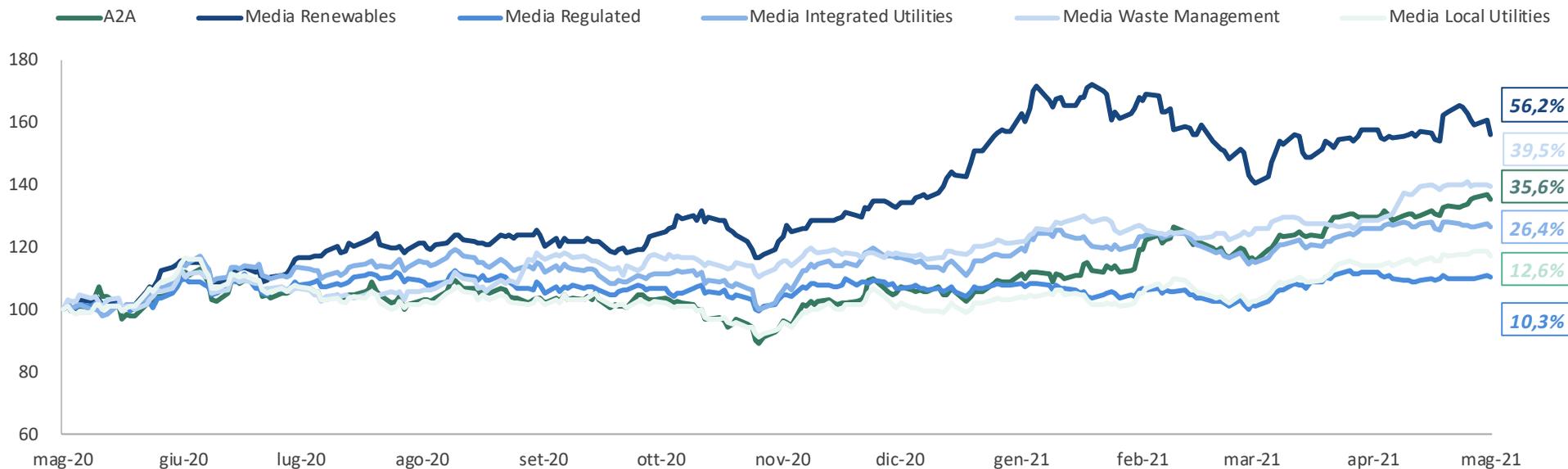
STRUTTURA DELL'OPERAZIONE

- A seguito di successive interlocuzioni tra A2A e i Soci Pubblici, A2A ha inviato un nuovo accordo (l' **"Accordo di Risoluzione"**) in data 30 aprile 2021. Con riferimento ai termini finanziari inclusi all'interno dell'Accordo di Risoluzione è previsto che:
 - post Fusione i Soci Pubblici detengano una Partecipazione pari al 2,75% del capitale sociale di A2A
 - A2A si impegni a proporre ed approvare la distribuzione parziale di riserve disponibili, per non meno di €16,1mln, nell'assemblea dei soci LGH che approverà il Progetto di Fusione di LGH in A2A
 - nel caso di eventuale acquisto di azioni proprie a servizio del concambio, il relativo esborso finanziario da parte di A2A sarà considerato convenzionalmente come un elemento a riduzione del valore economico di A2A. Pertanto, ferma la percentuale pari al 2,75% del capitale sociale di A2A che i Soci Pubblici deterranno post-fusione, l'effetto derivante da tale esborso sarà interamente compensato tramite una maggiore distribuzione di riserve straordinarie da parte di LGH, sulla base di un concambio massimo fino a 0,928 azioni A2A per ogni azione LGH, qualora detto concambio venga interamente soddisfatto con azioni proprie



ANALISI DI MERCATO SUL TITOLO A2A

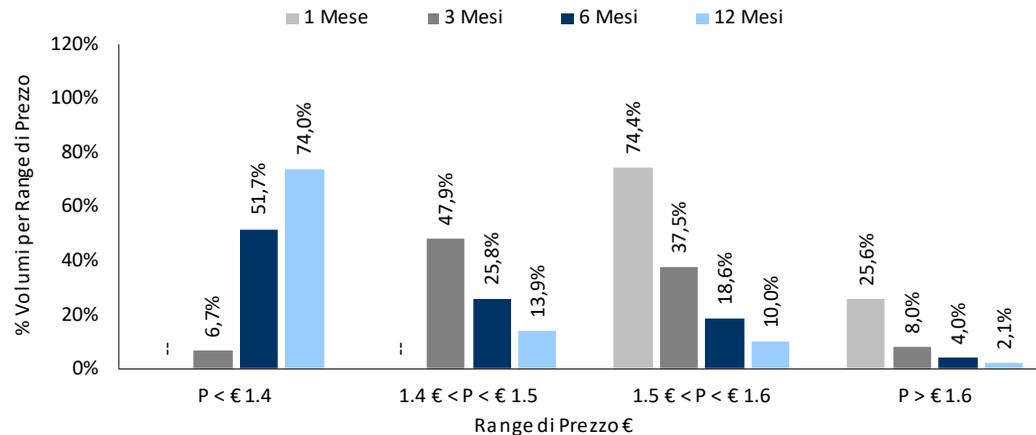
PERFORMANCE DEL TITOLO L1Y



VALUTAZIONE IMPLICITA DI MERCATO

	Spot	L3M	L6M	L12M
PMP (€)	1,62	1,51	1,40	1,33
NOSH (m)		3.109		
Market Cap (€ m)	5.043	4.683	4.355	4.122
B-t-E (€ m) ⁽¹⁾		4.312		
Enterprise Value (€ m)	9.355	8.995	8.667	8.434
EV/EBITDA 2021E	7,8x	7,5x	7,2x	7,0x

ANALISI DISTRIBUZIONE PREZZI



1. PREMESSE
 2. INTRODUZIONE
 3. **ANALISI DEL BUSINESS PLAN**
 4. VALUTAZIONE
 - a. SINTESI VALUTATIVA
 - b. DCF
 - c. PREZZI DI BORSA
- ALLEGATI
- i. CALCOLO DEL WACC
 - ii. MULTIPLI DI BORSA
 - iii. MULTIPLI DI TRANSAZIONE COMPARABILI

STRUTTURA DEI GRUPPI PER BUSINESS UNIT



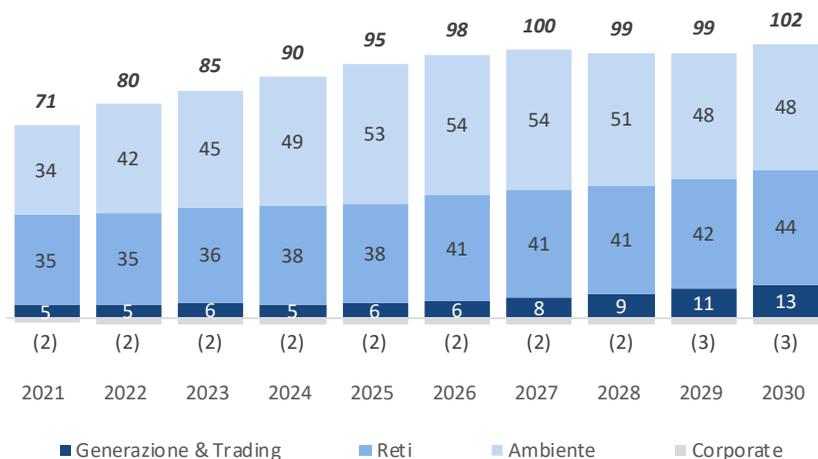
	Generazione & Trading	Mercato	Ambiente	Reti	Corporate
	<ul style="list-style-type: none"> Gestione del portafoglio impianti da fonti rinnovabili (idroelettrico, biogas, recupero energetico dei rifiuti, biomasse, fotovoltaico) Svolgimento di interventi di razionalizzazione energetica 		<ul style="list-style-type: none"> Svolgimento e controllo di attività di servizi di igiene ambientale che riguardano la raccolta, trasporto, avvio a trattamento di rifiuti e spazzamento stradale Gestione operativa e post-operativa di discariche controllate, di impianti biogas e biomasse e trattamento rifiuti 	<ul style="list-style-type: none"> Distribuzione di gas tramite gestione di impianti, condotte e derivazioni di utenza per uso civile e industriale Distribuzione di energia elettrica tramite 30 linee di media tensione Gestione di impianti di teleriscaldamento 	<ul style="list-style-type: none"> Attività di guida, indirizzo strategico, coordinamento e controllo della gestione industriale Servizi a supporto del business e delle attività operative
EBITDA 2021E (Incidenza %)	€5 m (7%)		€35 m (48%)	€34 m (48%)	-€2 m (-3%)



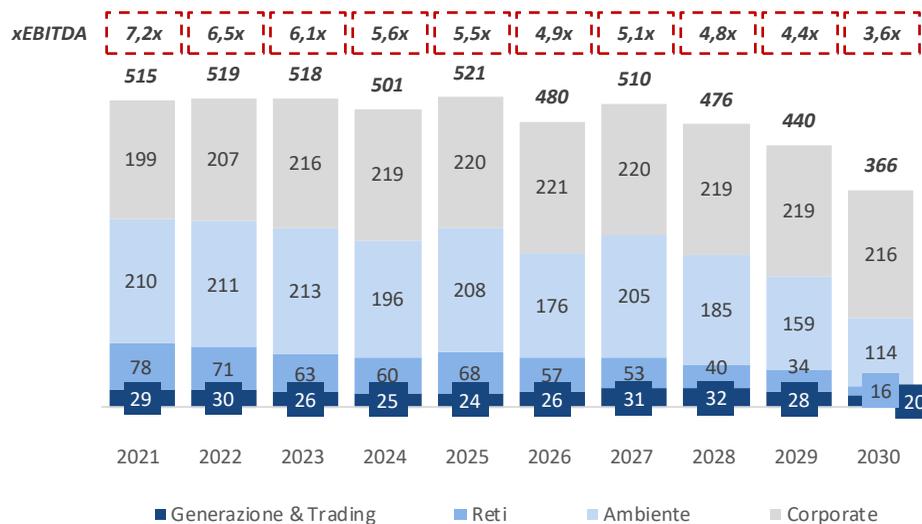
	Generazione & Trading	Mercato	Ambiente	Reti	Corporate
	<ul style="list-style-type: none"> Gestione del portafoglio impianti del Gruppo (capacità installata pari a 8,9GW) Massimizzazione del profitto derivante dalla gestione portafoglio con attività di compravendita di energia elettrica, combustibili e titoli ambientali 	<ul style="list-style-type: none"> Attività di vendita al dettaglio di energia elettrica e di gas naturale a clienti del mercato libero e alla commercializzazione 	<ul style="list-style-type: none"> Gestione del ciclo integrato dei rifiuti, raccolta e spazzamento, smaltimento e recupero di materia ed energia 	<ul style="list-style-type: none"> Gestione tecnico-operativa delle reti di distribuzione di energia elettrica, di trasporto e distribuzione del gas naturale Gestione intero ciclo idrico Attività di TCL e Smart City 	<ul style="list-style-type: none"> Attività di guida, indirizzo strategico, coordinamento e controllo della gestione industriale Servizi a supporto del business e delle attività operative
EBITDA 2021E (Incidenza %)	€237 m (20%)	€221 m (18%)	€308 m (26%)	€476 m (40%)	-€39 m (-3%)

RIEPILOGO DEI KEY-FINANCIALS UTILIZZATI PER LA VALUTAZIONE – LGH

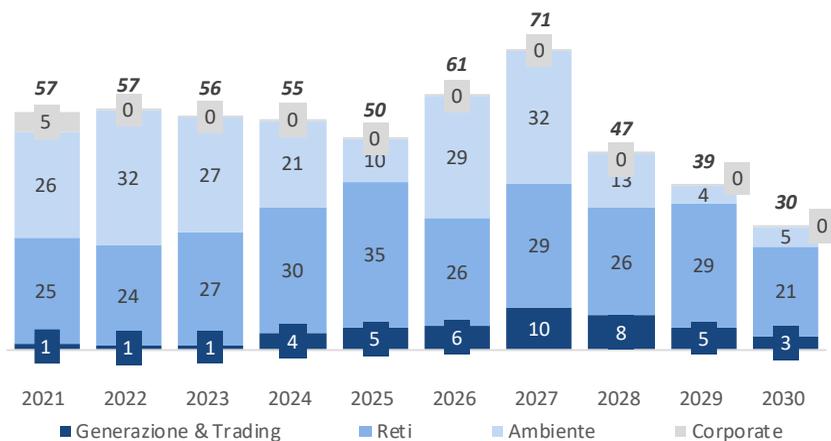
EBITDA (€ M)



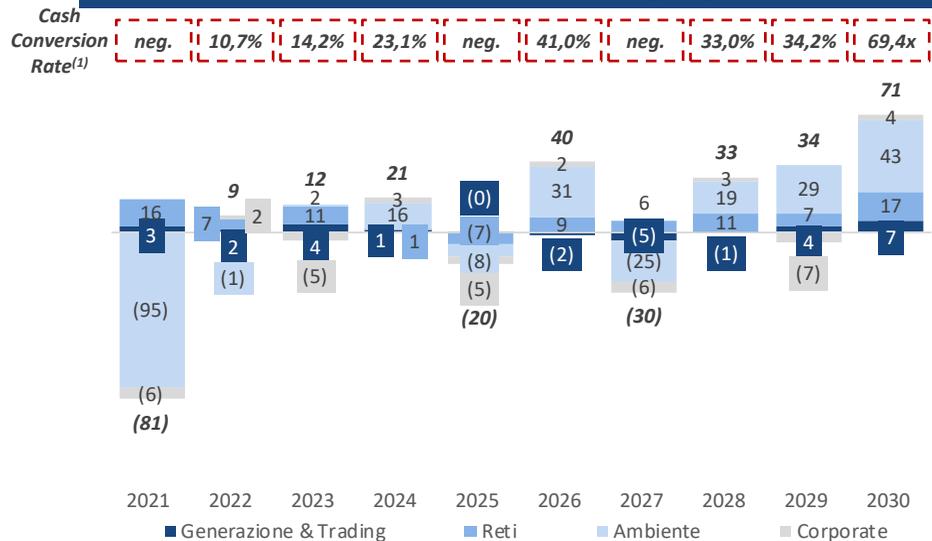
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA (€ M)



CAPEX (€ M)

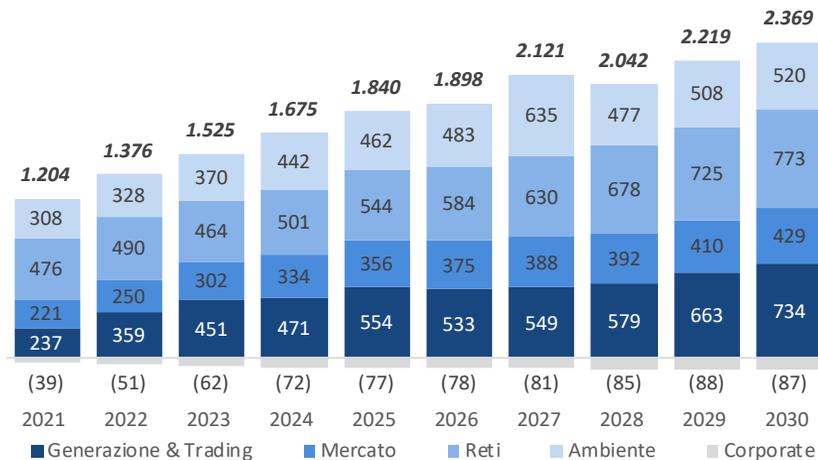


FLUSSO DI CASSA OPERATIVO (€ M)

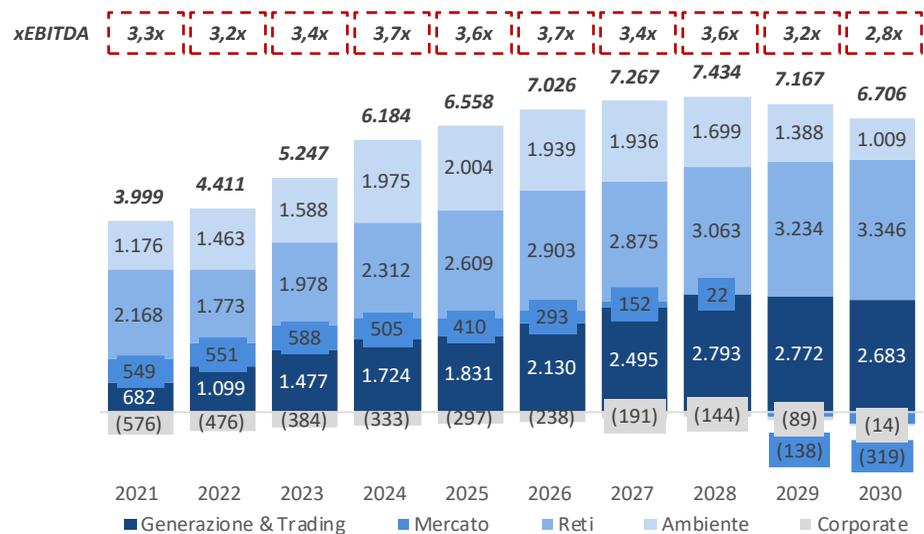


RIEPILOGO DEI KEY-FINANCIALS UTILIZZATI PER LA VALUTAZIONE – A2A

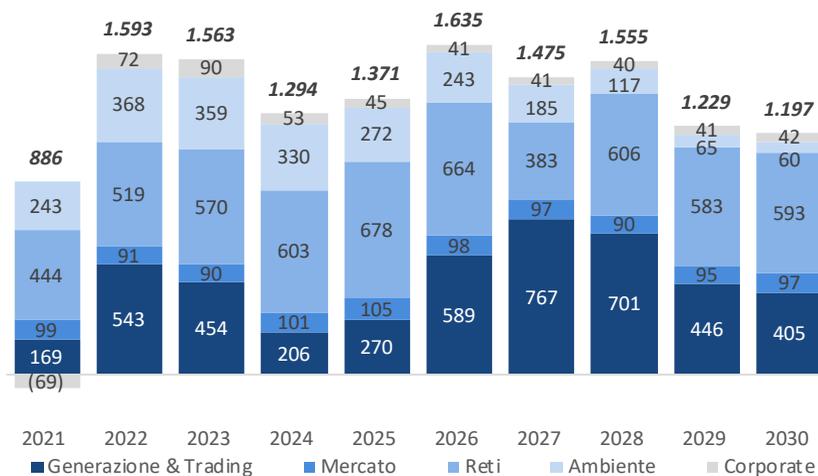
EBITDA (€ M)



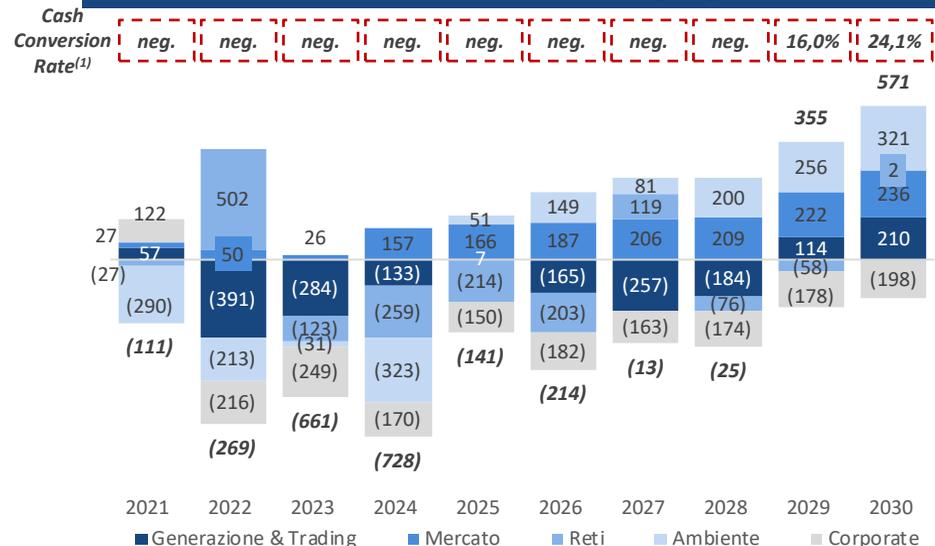
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA (€ M)



CAPEX (€ M)



FLUSSO DI CASSA OPERATIVO (€ M)



ANDAMENTO EBITDA



EBITDA
CAGR
2021-30

EBITDA
CAGR
2021-30

Generazione & Trading

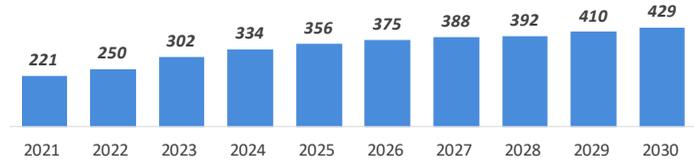
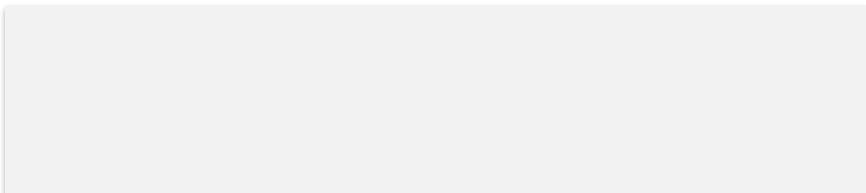


11,6%



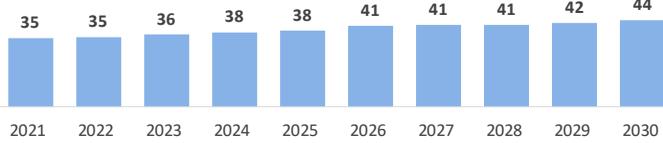
13,4%

Mercato

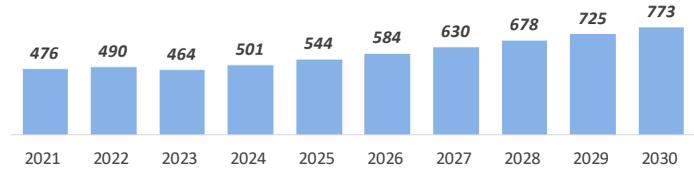


7,7%

Reti

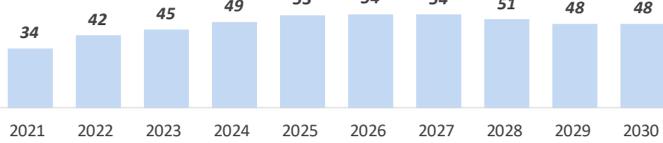


2,6%

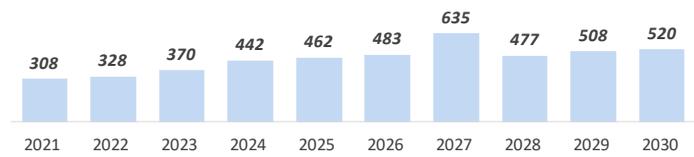


5,5%

Ambiente

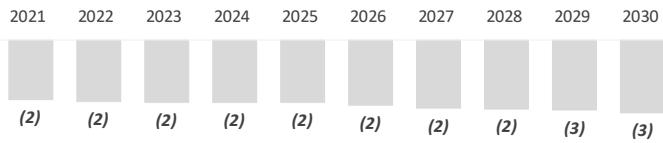


3,9%

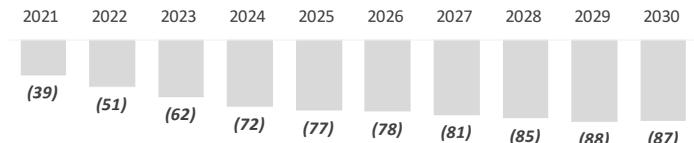


6,0%

Corporate

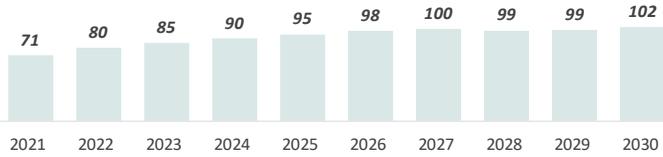


2,2%

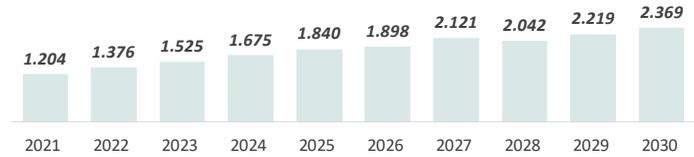


9,5%

EBITDA Consolidato



4,0%



7,8%

PRINCIPALI ASSUNZIONI DEL BUSINESS PLAN – LGH

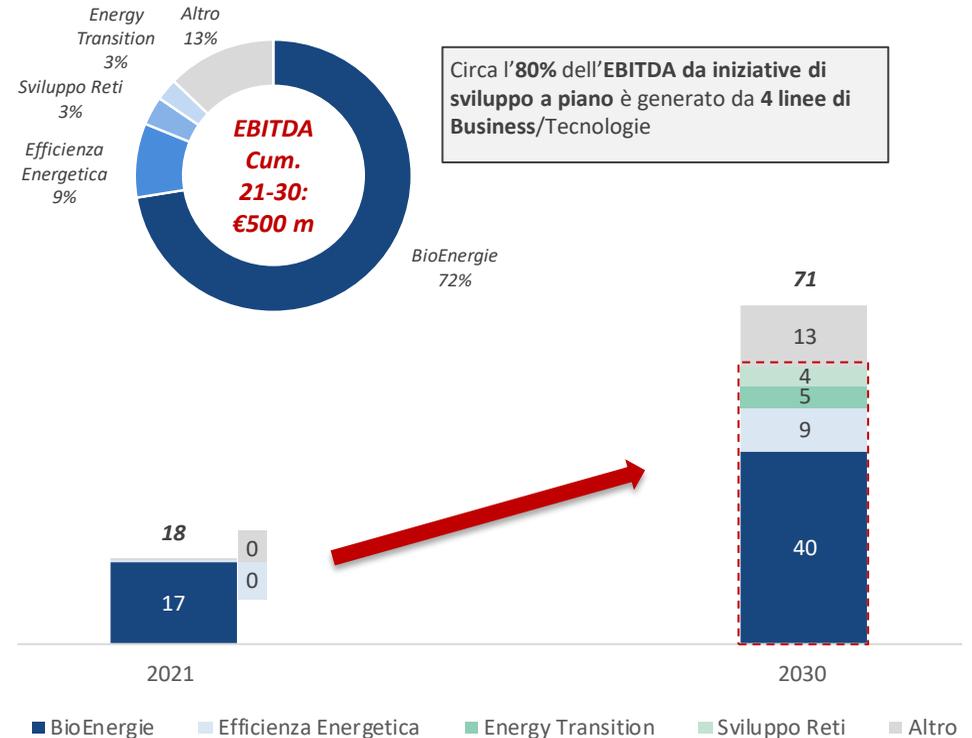
SVILUPPO DELLA CONSISTENZA IMPIANTISTICA

	IMPIANTI ATTUALI	IMPIANTI SVILUPPO PIANO
BIOGAS AGRICOLO	<ul style="list-style-type: none"> #20 impianti a Biogas Agricolo (20MW) 	<ul style="list-style-type: none"> 4 impianti 2021 (4MW) 2 impianti 2022 (1MW) 2 impianti 2023 (1MW)
BIOMASSE SOLIDE	<ul style="list-style-type: none"> #4 impianti a Biomasse Solide (28MW) 	<ul style="list-style-type: none"> 2 impianti 2027 (14MW) 1 impianto 2028 (1MW) 1 impianto 2029 (1MW)
RIFIUTI URBANI BIO	<ul style="list-style-type: none"> #1 impianto a Rifiuti Urbani Bio (25kTon con in corso ampliamento a 60kTon e upgrading a biometano) 	<ul style="list-style-type: none"> 1 impianto 2021 (50kTon) 1 impianto 2025 (80kTon)

IPOTESI ALTRE BUSINESS UNIT

RETI E CALORE	<ul style="list-style-type: none"> Sviluppo ed efficientamento dell'attuale consistenza della rete e degli aspetti regolatori (VRT, vincoli TEE), capitalizzazione ore uomo, contributi di allaccio Incremento della parte di teleriscaldamento per effetto prezzi
CORPORATE	<ul style="list-style-type: none"> Maggiori costi di consulenze e comunicazione, di formazione e costo del lavoro

EBITDA DA INIZIATIVE DI SVILUPPO A PIANO (€ M)



PRINCIPALI ASSUNZIONI DEL BUSINESS PLAN – A2A

ENERGIA

KPIs PIANO STRATEGICO 2021-30

- Incremento della **capacità installata netta** da **8,1GW** a **11,1GW** prevedendo:
 - totale dismissione – entro il 2026 – di energia prodotta da carbone
 - Incremento incidenza energia prodotta da fonti rinnovabili⁽¹⁾ da 25% a 50%
- Incremento del **peso** del segmento **Energia** su totale **EBITDA** dal **38%** al **40%** (da €0,45 bn a €1,2 bn in valore assoluto)
- Piano di **CAPEX** previsto **c. €6 bn (c. 40% totale investimenti)**
- Incremento **base clienti** da **2,9m POD** a **6,0M POD**

AMBIENTE

- Incremento dei **rifiuti trattati** da **5,2Mt** a **9,6Mt (CAGR 2020-30 +6,3%)** di cui: (i) 23% al 2030 relativo a M&A; (ii) 17% da autorizzare e (iii) 8% autorizzato
- Incremento del **peso** del segmento **Ambiente** su totale **EBITDA** dal **24%** al **30%** (da €0,3 bn a €0,7 bn in valore assoluto)
- Piano di **CAPEX** previsto **c. €4 bn (c. 24% totale investimenti)**
- Obiettivo 2030 A2A leader nell'economia circolare attraverso **crescita organica** ed **M&A** su impianti di **trattamento** (FORSU e Biomasse) e **recupero energia** (WtE)

RETE

- Incremento della **RAB reti** da **€2,7 bn** a **€4,7 bn** e del **calore venduto teleriscaldamento** da **2,8 TWh** a **4,1 TWh**
- Decremento del **peso** del segmento **Rete** su totale **EBITDA** dal **38%** al **30%** (da €0,5 bn a €0,8 bn in valore assoluto)
- Piano di **CAPEX** previsto **c. €5 bn (c. 36% totale investimenti)**
 - destinati allo sviluppo delle Rete Elettrica ed Idrica (gestione impianti di depurazione) e al potenziamento del teleriscaldamento

DRIVERS STRATEGICI DEL MERCATO

Economia Circolare

- Investimenti previsti per A2A pari a **€6 bn**
- Ambiente** – Obiettivo: evoluzione da leader italiano a player di **rilevanza europea** attraverso crescita esterna (rifiuti organici e valorizzazione di know-how specifici i.e. fanghi e depurazione delle acque)
 - Il Piano prevede la realizzazione di nuovi impianti di recupero di materia per un totale di 2,2 mT da raccolta differenziata trattate, la realizzazione di nuovi impianti per il recupero di energia per un totale di 5,4 mT
- Ciclo Idrico** – Obiettivo: **superamento delle infrazioni UE**
 - A2A punta a ridurre le perdite idriche lineari del 20% (mc/km/giorno) e sviluppare nuova capacità di depurazione (1,9 milioni di abitanti serviti)
- Teleriscaldamento** – Obiettivo: **sviluppo della rete e recupero di fonti di calore** da attività produttive altrimenti disperse in atmosfera⁽²⁾

Transizione Energetica

- Investimenti previsti per A2A pari a **€10 bn**
- Riduzione delle emissioni e Decarbonizzazione**
 - Obiettivo – **allineamento Accordo di Parigi e phase-out carbone**
 - Dismissione degli impianti a carbone** entro il 2022, sviluppo di nuove FER ed interventi migliorativi del sistema elettrico
- Capacità di generazione da **FER** arriverà a **5,7GW** grazie **c. €4 bn** di investimenti ed acquisizioni
 - Le due tecnologie su cui si concentreranno gli investimenti saranno **solare** ed **eolica**, anche grazie ad un contributo da operazioni M&A nei primi anni di Piano per creare una piattaforma di sviluppo che consenta una crescita internazionale e diversificata

1. PREMESSE
 2. INTRODUZIONE
 3. ANALISI DEL BUSINESS PLAN
 4. VALUTAZIONE
 - a. SINTESI VALUTATIVA
 - b. DCF
 - c. PREZZI DI BORSA
- ALLEGATI
- i. CALCOLO DEL WACC
 - ii. MULTIPLI DI BORSA
 - iii. MULTIPLI DI TRANSAZIONE COMPARABILI

SINTESI DELLE METODOLOGIE VALUTATIVE APPLICATE

- Ai fini della valutazione di LGH ed A2A è stato adottato l'approccio c.d. di Somma delle Parti («**Sum of Parts**») applicando quale metodologia valutativa di riferimento il metodo dei flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash Flow* o «**DCF**») mentre come metodologie di controllo, è stato fatto riferimento ai multipli di transazioni comparabili e ai multipli di mercato
- I prezzi di borsa espressi per A2A in archi temporali differenti sono stati presi quale altra metodologia di riferimento al fine di determinare il valore implicito di LGH

Metodo	Tipologia	Descrizione	Considerazioni
DISCOUNTED CASH FLOW	Metodologia principale	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Determina il valore di una società in funzione dei flussi di cassa operativi che si stima sarà in grado di generare in un determinato arco temporale futuro 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tiene conto delle prospettive di crescita, redditività e generazione di cassa futura del business da valutare ▪ Si presta per la valutazione di operazioni di maggioranza in quanto coglie appieno i flussi di cassa generati ▪ Le proiezioni economico-finanziarie 2021-2030 fornite dai management presentano per loro natura profili di incertezza e indeterminatezza ▪ Dipende significativamente dalle ipotesi sul tasso di attualizzazione ("WACC") sul calcolo del Terminal Value ("TV")
PREZZI DI BORSA	Metodologia principale	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Determina il valore del capitale economico di una società in funzione della capitalizzazione di mercato dei relativi titoli negoziati sui mercati regolamentati 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Metodologia rappresentativa di valutazioni di minoranza ▪ Assunzione che il mercato sia sufficientemente efficiente e liquido ▪ Al fine di cogliere le possibili variazioni del contesto temporale sono stati analizzati, oltre al prezzo spot, anche la media a 3, 6 e 12 mesi
MULTIPLI DI TRANSAZIONE	Metodologia di controllo	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Analisi dei multipli impliciti risultanti da transazioni comparabili precedenti riconosciuti agli azionisti delle società incorporate in operazioni similari 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ L'affidabilità di questa metodologia risulta limitata dato che il prezzo concordato nell'ambito di ciascuna transazione comparabile è largamente influenzato dalle altre condizioni stipulate tra le parti nell'ambito dell'operazione, dalle caratteristiche della società target e/o dalle condizioni macroeconomiche
MULTIPLI DI MERCATO	Metodologia di controllo	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Determina il valore economico di una società mediante l'applicazione – ad alcuni valori economico-finanziari – di multipli che il mercato borsistico esprime per società quotate comparabili 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Metodologia rappresentativa di valutazioni di minoranza ▪ L'affidabilità di questa metodologia risulta limitata dato che i prezzi di mercato potrebbero essere influenzati dal contesto macroeconomico

OVERVIEW IPOTESI DELLE METODOLOGIE APPLICATE ALLA VALUTAZIONE

BU	DCF	Multipli di transazione	Multipli di mercato	Prezzi di borsa
GENERAZIONE & TRADING	<ul style="list-style-type: none"> DCF della BU Generazione & Trading per il periodo 2021-2030 WACC tra 4,8% e 5,4% (media tra panel Renewables e Integrated Utilities) TV calcolato tramite <i>Exit multiple</i> EV/EBITDA tra 6,0x e 8,0x 	<ul style="list-style-type: none"> Media e mediana del multiplo EV/MW da transazioni comparabili per diverse tecnologie di produzione: idroelettrico, fotovoltaico e cogenerazione⁽¹⁾ 	<ul style="list-style-type: none"> Media e mediana del multiplo di mercato EV/EBITDA 2021 osservato per i panel <i>Renewables</i> e <i>Integrated Utilities</i> applicati agli EBITDA di riferimento 	<ul style="list-style-type: none"> Utilizzato il prezzo spot del titolo azionario di A2A Utilizzati i prezzi medi ponderati del titolo azionario di A2A a 3, 6 e 12 mesi
MERCATO	<ul style="list-style-type: none"> DCF della BU Mercato per il periodo 2021-2030 (solo per A2A) WACC tra 4,6% e 5,2% TV calcolato tramite <i>Exit multiple</i> EV/EBITDA tra 5,0x e 7,0x 	<ul style="list-style-type: none"> Media e mediana del multiplo EV/EBITDA da transazioni comparabili avvenute nel settore della vendita di gas ed energia elettrica (applicato solo ad A2A) 	<ul style="list-style-type: none"> Media e mediana del multiplo di mercato EV/EBITDA 2021 osservato per il panel <i>Local Utilities</i> applicati all'EBITDA di riferimento 	
RETI	<ul style="list-style-type: none"> DCF della BU Reti per il periodo 2021-2030 WACC tra 3,8% e 4,4% TV calcolato tramite <i>Exit multiple</i> EV/EBITDA tra 9,5x e 11,5x 	<ul style="list-style-type: none"> Media e mediana del multiplo EV/RAB da transazioni comparabili nel settore della distribuzione gas e elettricità Media e mediana del multiplo EV/EBITDA da transazioni comparabili nel settore del ciclo idrico e del calore 	<ul style="list-style-type: none"> Media e mediana del multiplo di mercato EV/EBITDA 2021 osservato per il panel <i>Regulated</i> applicati all'EBITDA di riferimento 	
AMBIENTE	<ul style="list-style-type: none"> DCF della BU Ambiente per il periodo 2021-2030 WACC tra 4,5% e 5,1% TV calcolato tramite <i>Exit multiple</i> EV/EBITDA tra 6,0x e 8,0x 	<ul style="list-style-type: none"> Media e mediana del multiplo EV/EBITDA da transazioni comparabili di società operanti nel settore <i>waste management, waste-to-energy</i> 	<ul style="list-style-type: none"> Media e mediana del multiplo di mercato EV/EBITDA 2021 osservato per il panel <i>Waste</i> applicati all'EBITDA di riferimento 	
CORPORATE	<ul style="list-style-type: none"> DCF della BU Corporate per il periodo 2021-2030 WACC tra 4,6% e 5,2% TV calcolato tramite <i>Exit multiple</i> EV/EBITDA tra 6,0x e 8,0x 	<ul style="list-style-type: none"> Media e mediana del multiplo di mercato relativo al panel delle <i>Multiutilities</i> 	<ul style="list-style-type: none"> Media e mediana del multiplo di mercato EV/EBITDA 2021 osservato per il panel <i>Local Utilities</i> applicati all'EBITDA di riferimento 	

Note: (1) Multiplo medio calcolato sulla base della capacità installata. Cogenerazione non considerata per LGH

ELEMENTI DEL BRIDGE-TO-EQUITY

DI SEGUITO SI EVIDENZIANO GLI ELEMENTI DEL «BRIDGE-TO-EQUITY» AL 31/12/2020. IL BRIDGE-TO-EQUITY INCLUDE TUTTI GLI ELEMENTI VALUTATIVI CHE DALL'ENTERPRISE VALUE PORTANTO ALL'EQUITY VALUE DELLE SOCIETÀ



Voce	Range (€m) Min - Max	Commento	Range (€m) Min - Max	Commento
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	424 [92]	<ul style="list-style-type: none"> Valore da bilancio al 31/12/2020 Rettifica investimenti M&A BU Ambiente 	3.472	<ul style="list-style-type: none"> Valore da bilancio al 31/12/2020
TFR	11	<ul style="list-style-type: none"> TFR considerato al 75% rispetto al valore da bilancio al 31/12/2020, ipotizzando un turnover completo dei dipendenti in 10 anni 	209	<ul style="list-style-type: none"> TFR considerato al 75% rispetto al valore da bilancio al 31/12/2020, ipotizzando un turnover completo dei dipendenti in 10 anni
FONDO RISCHI	112	<ul style="list-style-type: none"> Valore da bilancio al 31/12/2020 	752	<ul style="list-style-type: none"> Valore da bilancio al 31/12/2020
MINORITIES	7-10	<ul style="list-style-type: none"> Valore al <i>fair market value</i> del 4,4% di LD Reti calcolato tramite DCF 	237 - 278	<ul style="list-style-type: none"> Valore del 59% di ACSM AGAM calcolato tramite la capitalizzazione di mercato (spot, media 3, 6 e 12 mesi)
			74 - 221	<ul style="list-style-type: none"> Valore al <i>fair market</i> del 49% di LGH calcolato nelle diverse metodologie
			300	<ul style="list-style-type: none"> Valore indicato nella documentazione ricevuta per il 66% di AEB
			48	<ul style="list-style-type: none"> Valore iscritto in bilancio al 31/12/2020 delle altre <i>Minorities</i>
ASSOCIATES	(29) - (51)	<ul style="list-style-type: none"> Valore al <i>fair market</i> del 35,7% di Lomellina calcolato tramite DCF 	(20)	<ul style="list-style-type: none"> Valore iscritto in bilancio al 31/12/2020 delle <i>Associates</i>
	(186) - (241)	<ul style="list-style-type: none"> Valore al <i>fair market</i> del 12,8% di A2A Energia calcolato tramite DCF 		
	(13) - (18)	<ul style="list-style-type: none"> Valore al <i>fair market</i> del 4,4% di Smart City calcolato tramite DCF 		
	(8)	<ul style="list-style-type: none"> Valore iscritto in bilancio al 31/12/2020 delle altre <i>Associates</i> 		
TOTALE	238 - 318	Sulla base de rettifica di €92mln il BtE sarebbe pari a €mln 410 - 330	5.072 - 5.260	

SINTESI VALUTATIVA

	ENTERPRISE VALUE (€ M)	EQUITY VALUE (€ M)	CONCAMBIO (%)	MULTIPLO IMPLICITO (MIN-MAX)
DISCOUNTED CASH FLOW			<p>Concambio offerto 2,75%</p>	
PREZZI DI BORSA				
MULTIPLI DI TRANSAZIONE				
MULTIPLI DI MERCATO				

VALUTAZIONE DELLA CONVENIENZA ECONOMICA

ANALISI SUI DIVIDENDI PROSPETTICI

- Ai fini della valutazione della convenienza economica dell'Operazione sono state utilizzate le seguenti assunzioni:
 - Dividendi A2A come da Business Plan fornito dal management
 - Dividendi LGH pari all'ultimo dividendo approvato nel bilancio 2020 con un ipotesi di crescita in linea con quella di A2A – CAGR '21-30: +3,0%

€ m	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	CAGR '21-30
Dividendi A2A	248	256	263	271	279	288	296	305	314	324	3,0%
€ m	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	CAGR '14-20
Dividendi LGH	13	13	13	14	14	15	15	16	16	16	5,6%
Stake % di A2A in LGH	49%										
Dividendi LGH pro-quota	6,2	6,4	6,6	6,7	7,0	7,2	7,4	7,6	7,8	8,1	71
% Soci Pubblici LGH	2,75%										
Dividendo di LGH in A2A	6,8	7,0	7,2	7,5	7,7	7,9	8,1	8,4	8,6	8,9	78
Variazione Relativa (%)	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Variazione Assoluta	0,649	0,668	0,688	0,709	0,730	0,752	0,775	0,798	0,822	0,846	7

Sulla base di tali ipotesi, i Soci Pubblici avrebbero una convenienza a ricevere dividendi direttamente come soci di A2A

1. PREMESSE
 2. INTRODUZIONE
 3. ANALISI DEL BUSINESS PLAN
 4. VALUTAZIONE
 - a. SINTESI VALUTATIVA
 - b. DCF
 - c. PREZZI DI BORSA
- ALLEGATI
- i. CALCOLO DEL WACC
 - ii. MULTIPLI DI BORSA
 - iii. MULTIPLI DI TRANSAZIONE COMPARABILI

OVERVIEW SULLA METODOLOGIA DEL DCF

- L'analisi dei flussi di cassa si è basata sulle proiezioni finanziarie fornite dal management per ciascuna *business unit* per il periodo esplicito di piano 2021-2030
- Per A2A, i flussi di cassa sono stati rettificati per:
 - i. le operazioni di M&A previste nel piano per le *business unit* Reti e Ambiente
 - ii. Gli accantonamenti previsti per la *business unit* Mercato
- Data la peculiarità di ciascuna *business unit*, sono stati utilizzati dei WACC di riferimento considerando panel di società comparabili
- In assenza di informazioni specifiche riguardo valori a fine piano (vita utile impianti, scadenza concessioni), per i Terminal Value sono stati utilizzati i Multipli di Mercato specifici per ciascuna *business unit*

LGH – FLUSSI DI CASSA

FLUSSI DI CASSA AGGREGATI (€ MLN) – A FINI RAPPRESENTATIVI

MIN

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	TV
EBITDA	71	80	85	90	95	98	100	99	99	102	
Imposte	(7)	(8)	(9)	(11)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(13)	
Accantonamenti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Capex	(57)	(57)	(56)	(55)	(50)	(61)	(71)	(47)	(39)	(30)	
Δ CCN	3	1	(2)	(3)	(17)	17	(3)	(7)	(11)	11	
Δ Altre attività/passività	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
M&A	(92)	(7)	(6)	-	(35)	(2)	(44)	-	(3)	-	
FCFO	(81)	9	12	21	(20)	40	(30)	33	34	71	
FCFO - NPV	(77)	8	11	17	(15)	30	(21)	22	22	43	
Terminal Value											765
Terminal Value - NPV	481										
Enterprise Value	520										

MAX

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	TV
EBITDA	71	80	85	90	95	98	100	99	99	102	
Imposte	(7)	(8)	(9)	(11)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(13)	
Accantonamenti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Capex	(57)	(57)	(56)	(55)	(50)	(61)	(71)	(47)	(39)	(30)	
Δ CCN	3	1	(2)	(3)	(17)	17	(3)	(7)	(11)	11	
Δ Altre attività/passività	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
M&A	(92)	(7)	(6)	-	(35)	(2)	(44)	-	(3)	-	
FCFO	(81)	9	12	21	(20)	40	(30)	33	34	71	
FCFO - NPV	(78)	8	11	17	(16)	31	(22)	23	23	46	
Terminal Value											969
Terminal Value - NPV	644										
Enterprise Value	689										

A2A – FLUSSI DI CASSA

FLUSSI DI CASSA AGGREGATI (€ MLN) – A FINI RAPPRESENTATIVI

MIN

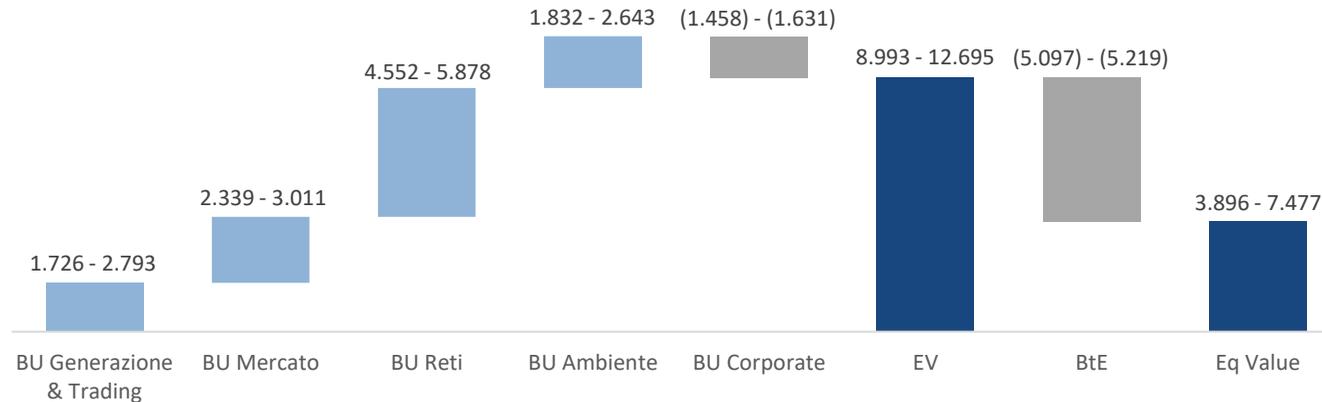
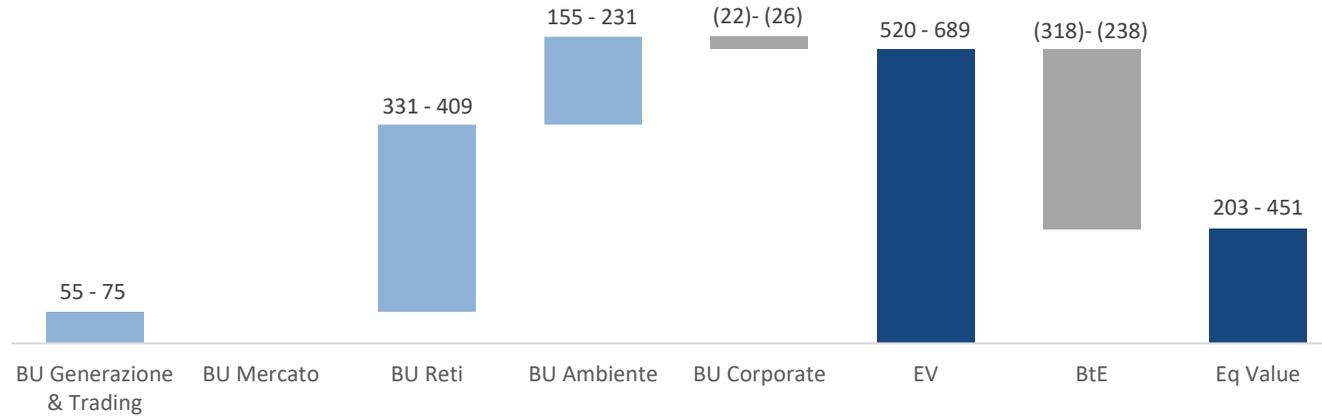
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	TV
EBITDA	1.204	1.376	1.525	1.675	1.840	1.898	2.121	2.042	2.219	2.369	
Imposte	(173)	(186)	(208)	(228)	(256)	(253)	(281)	(250)	(295)	(337)	
Accantonamenti	(16)	(20)	(25)	(26)	(28)	(28)	(29)	(31)	(32)	(34)	
Capex	(886)	(1.593)	(1.563)	(1.294)	(1.371)	(1.635)	(1.475)	(1.555)	(1.229)	(1.197)	
Δ CCN	25	(99)	(104)	(192)	17	(42)	(59)	(69)	(96)	(71)	
Δ Altre attività/passività	2	(2)	(58)	(76)	(93)	(93)	(83)	(163)	(208)	(160)	
M&A	(266)	257	(229)	(588)	(250)	(60)	(208)	-	(3)	-	
FCFO	(111)	(269)	(661)	(728)	(141)	(214)	(13)	(25)	355	571	
FCFO - NPV	(106)	(234)	(568)	(601)	(116)	(163)	(1)	(17)	222	342	
Terminal Value											16.487
Terminal Value - NPV	10.235										
Enterprise Value	8.993										

MAX

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	TV
EBITDA	1.204	1.376	1.525	1.675	1.840	1.898	2.121	2.042	2.219	2.369	
Imposte	(173)	(186)	(208)	(228)	(256)	(253)	(281)	(250)	(295)	(337)	
Accantonamenti	(16)	(20)	(25)	(26)	(28)	(28)	(29)	(31)	(32)	(34)	
Capex	(886)	(1.593)	(1.563)	(1.294)	(1.371)	(1.635)	(1.475)	(1.555)	(1.229)	(1.197)	
Δ CCN	25	(99)	(104)	(192)	17	(42)	(59)	(69)	(96)	(71)	
Δ Altre attività/passività	2	(2)	(58)	(76)	(93)	(93)	(83)	(163)	(208)	(160)	
M&A	(266)	257	(229)	(588)	(250)	(60)	(208)	-	(3)	-	
FCFO	(111)	(269)	(661)	(728)	(141)	(214)	(13)	(25)	355	571	
FCFO - NPV	(107)	(238)	(579)	(615)	(119)	(169)	(2)	(18)	234	364	
Terminal Value											21.224
Terminal Value - NPV	13.943										
Enterprise Value	12.695										

VALUTAZIONE TRAMITE DCF

BRIDGE VALUTAZIONE (€ MLN) – MIN E MAX



OVERVIEW DEL CALCOLO DEI WACC UTILIZZATI

- Il WACC è stato stimato applicando il Capital Asset Pricing Model (CAPM), a tal fine sono stati utilizzati dati di mercato disponibili per stimare il tasso Risk Free (Rf), il Costo del Debito (Kd), il Premio per il Rischio ed i Beta delle società comparabili
- L'attuale incertezza che caratterizza i mercati finanziari e la alta volatilità dei tassi di interesse e prezzi azionari potrebbe avere un impatto significativo sull'analisi del WACC e sulla affidabilità dei risultati

	Renewables	Integrated Utilities	Regulated	Waste Management	Local Utilities	Descrizione
Kd pre-tax	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	Media Oneri Finanziari/ Debito Finanziario Lordo
Tax rate	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	Aliquota IRES Italia
Kd after tax	1,88%	1,88%	1,88%	1,88%	1,88%	
Rf	2,15%	2,15%	2,15%	2,15%	2,15%	
Premio per il Rischio	4,72%	4,72%	4,72%	4,72%	4,72%	Damodaran - Ultimo aggiornamento Gennaio 2021
Debito / (Debito + Equity)	45,0% • 25,0%	40,0% • 20,0%	60,0% • 40,0%	50,0% • 30,0%	40,0% • 20,0%	MAX-min società comparabili
Equity / (Debito + Equity)	55,0% • 75,0%	60,0% • 80,0%	40,0% • 60,0%	50,0% • 70,0%	60,0% • 80,0%	MAX-min società comparabili
Beta Unlevered Adjusted	0,80 • 0,70	0,70 • 0,60	0,55 • 0,45	0,70 • 0,60	0,70 • 0,60	Beta Unlevered Adjusted 2Y - W - MAX-min società comparabili
Beta Relevered	1,30 • 0,88	1,05 • 0,71	1,18 • 0,68	1,23 • 0,80	1,05 • 0,71	MAX-min società comparabili
Ke	8,3% • 6,3%	7,1% • 5,5%	7,7% • 5,4%	8,0% • 5,9%	7,1% • 5,5%	
WACC	5,6% • 5,0%	5,2% • 4,6%	4,4% • 3,8%	5,1% • 4,5%	5,2% • 4,6%	
Ambito di applicazione	• BU Generation & Trading (avg)		• BU Reti	• BU Ambiente	• BU Corporate	
	• BU Mercato					

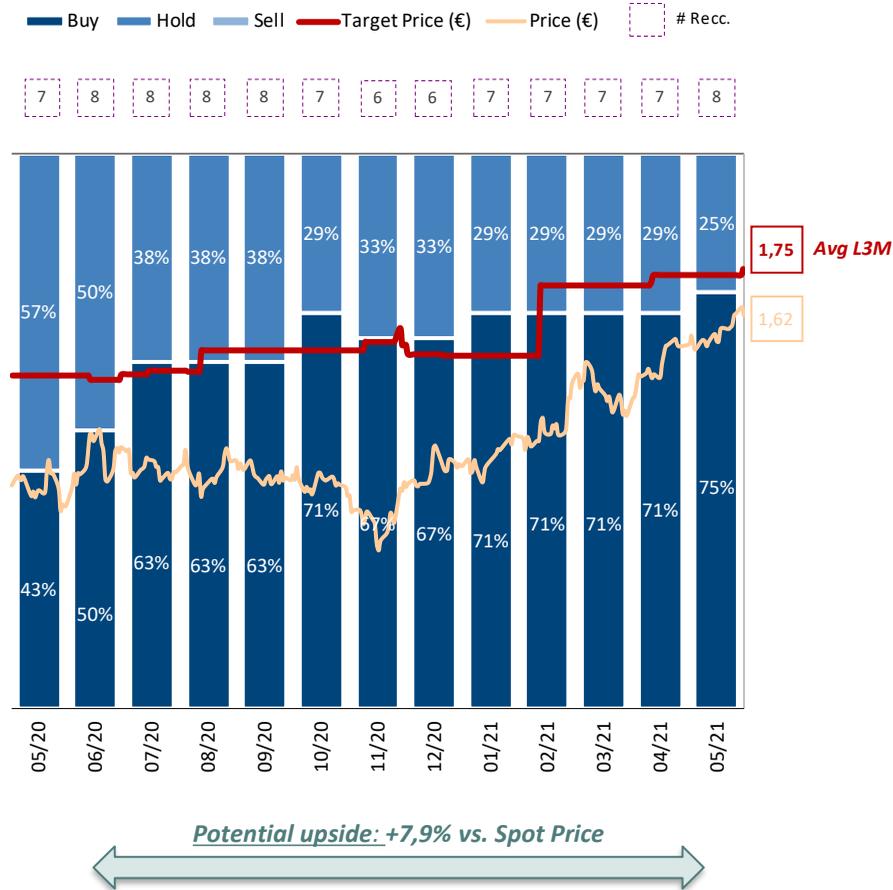
1. PREMESSE
 2. INTRODUZIONE
 3. ANALISI DEL BUSINESS PLAN
 4. VALUTAZIONE
 - a. SINTESI VALUTATIVA
 - b. DCF
 - c. PREZZI DI BORSA
- ALLEGATI
- i. CALCOLO DEL WACC
 - ii. MULTIPLI DI BORSA
 - iii. MULTIPLI DI TRANSAZIONE COMPARABILI

OVERVIEW SULLA METODOLOGIA DEI PREZZI DI MERCATO

- La metodologia dei prezzi di mercato ha previsto il calcolo dei multipli impliciti di A2A, società quotata, applicati all'EBITDA di riferimento di LGH
 - Sono stati analizzati i prezzi del titolo azionario di A2A considerando diverse finestre temporali, spot e media ponderata a 3, 6 e 12 mesi, al fine di calcolare la capitalizzazione di mercato
 - Alla capitalizzazione di mercato è stato sommato il *Bridge-to-Equity* ottenendo l'Enterprise Value di A2A. Applicando le proiezioni di EBITDA (i.e. 2021, 2022 e 2023) del piano di A2A, è stato calcolato un range di multipli impliciti EV/EBITDA
 - I multipli ottenuti dalle precedenti analisi sono stati applicati alle rispettive proiezioni di LGH al fine di ottenere un'indicazione dell'Enterprise Value
 - L'Equity Value, ottenuto sottraendo il *Bridge-to-Equity* di LGH, è stato preso pro quota al fine di tenere in considerazione la quota di minoranza del 49% dei soci di LGH

ANALISI DEL CONSENSUS DEGLI ANALISTI E DEI PREZZI DI BORSA – A2A

CONSENSUS DEGLI ANALISTI



DETTAGLIO TARGET PRICE

Broker	Data	Target Price (€)	Rec.
Intermonte	06/05/2021	1,90	Outperform
Banca Akros	04/05/2021	1,80	Accumulate
Kepler Cheuvreux	28/04/2021	1,80	Buy
Intesa Sanpaolo	22/04/2021	1,68	Buy
Mediobanca	22/03/2021	1,50	Neutral
Stifel	22/03/2021	1,50	Hold
Equita SIM	21/01/2021	1,55	Buy
Media		1,68	
Mediana		1,68	

ANALISI DI LIQUIDITÀ E PREZZO MEDIO PONDERATO (PMP)

	Spot	L1M	L3M	L6M	L12M
# azioni totale (mln)		239,8	783,1	1.605,0	2.992,2
% C. S. intermediata totale		7,7%	25,0%	51,2%	95,5%
Controvalore totale (€ mln)		379,9	1.179,6	2.248,1	3.967,2
# azioni medio die (k)		11.419,5	12.837,6	13.049,2	11.734,2
% C.S. media die		0,36%	0,41%	0,42%	0,37%
Controvalore medio die (€ k)		18.089,3	19.337,1	18.277,1	15.557,6
PMP (€)	1,62	1,58	1,51	1,40	1,33

APPLICAZIONE DELLA METODOLOGIA

		MIN				MAX			
		Spot	L3M	L6M	L12M	Spot	L3M	L6M	L12M
Prezzo azionario (€)	€	1,62	1,51	1,40	1,33	1,62	1,51	1,40	1,33
N. di azioni (#mld)	# mld	3,1				3,1			
Mkt. Cap (€m)	€m	5.043	4.683	4.355	4.122	5.043	4.683	4.355	4.122
BtE (€m)	€m	5.260	5.251	5.247	5.219	5.242	5.233	5.228	5.200
Enterprise Value	€m	10.303	9.934	9.601	9.341	10.285	9.916	9.583	9.323
EBITDA 2021	€m	1.204				1.204			
EV/EBITDA 2021	x	8,6x	8,3x	8,0x	7,8x	8,5x	8,2x	8,0x	7,7x
EBITDA 2022	€m	1.376				1.376			
EV/EBITDA 2022	x	7,5x	7,2x	7,0x	6,8x	7,5x	7,2x	7,0x	6,8x
EBITDA 2023	€m	1.525				1.525			
EV/EBITDA 2023	x	6,8x	6,5x	6,3x	6,1x	6,7x	6,5x	6,3x	6,1x

← Alla capitalizzazione di borsa viene sommato il BtE per calcolare l'Enterprise Value

Utilizzando l'EBITDA prospettico di A2A, viene calcolato il multiplo implicito EV/EBITDA di riferimento

EBITDA 2021	€m	71				71			
Enterprise Value	€m	611	589	569	554	610	588	568	553
EBITDA 2022	€m	80				80			
Enterprise Value	€m	596	574	555	540	595	573	554	539
EBITDA 2023	€m	85				85			
Enterprise Value	€m	573	553	534	520	572	552	533	519
BtE (€m)	€m	410				330			

Applicando i multipli impliciti di A2A ai rispettivi EBITDA prospettici di LGH, viene calcolato l'Enterprise Value di LGH

Una volta calcolato l'Equity Value totale di LGH si applica la quota del 49% dei soci di minoranza

Equity Value @49% - 2021				Equity Value @49% - 2021			
99	88	78	71	137	127	117	109
91	81	71	64	130	119	110	102
80	70	61	54	119	109	100	93

Quota soci minoranza LGH				Quota soci minoranza LGH			
1,96%	1,88%	1,80%	1,71%	2,72%	2,70%	2,68%	2,65%
1,81%	1,72%	1,64%	1,55%	2,57%	2,55%	2,52%	2,49%
1,59%	1,50%	1,40%	1,31%	2,35%	2,32%	2,29%	2,24%

Ai fini valutativi è stato considerato la media dei minimi e la media dei massimi



1. PREMESSE
2. INTRODUZIONE
3. ANALISI DEL BUSINESS PLAN
4. VALUTAZIONE
 - a. SINTESI VALUTATIVA
 - b. DCF
 - c. PREZZI DI BORSA

ALLEGATI

- i. CALCOLO DEL WACC
- ii. MULTIPLI DI BORSA
- iii. MULTIPLI DI TRANSAZIONE COMPARABILI

BENCHMARKING WACC

Peer	Broker	Data	WACC						
			Generale	Distribuzione	Reti	Ambiente	Idro	Gas	Generation / Heating
	 Banca Akros	04/05/2021	4,6%						
	 Kepler Cheuvreux	19/04/2021	4,5%	5,0%	4,0%	4,0%			
	 EQUITA	26/02/2020	4,7%						
	 Kepler Cheuvreux	10/03/2021	4,0%						
	 Banca Akros	28/10/2020	4,3%						
	 Kepler Cheuvreux	24/03/2021	4,0%	4,3%		5,0%	4,3%	4,3%	
	 Banca Akros	15/01/2021	5,0%	5,4%		6,3%	5,2%	5,9%	
	 Banca Akros	05/05/2021	4,1%						
	 Kepler Cheuvreux	25/03/2021	4,0%	5,0%					
	 EXANE BNP PARIBAS	09/02/2021	5,7%						
Media			4,4%						
Mediana			4,3%						

DATI DI SUPPORTO PER IL CALCOLO DEL WACC – RENEWABLES

Nome società	Paese	Mkt Cap (€ mln)	Net Debt (€ mln)	Net Debt / Equity	Beta Levered	Adj. Beta Levered	Tax rate 2019	Beta Unlevered	Adj. Beta Unlevered
Verbund		23.485,3	1.881,2	8%	0,65	0,77	25,0%	0,62	0,73
		18.403,4	3.449,0	19%	1,14	1,10	25,0%	1,00	0,96
fortum		19.924,4	7.023,0	35%	1,20	1,13	20,0%	0,93	0,88
		7.534,8	4.733,0	63%	0,75	0,83	25,0%	0,51	0,57
ERG		3.620,6	1.439,0	40%	0,70	0,80	24,0%	0,54	0,62
Falck Renewables		1.670,3	705,5	42%	0,91	0,94	24,0%	0,69	0,71
Media				34%	0,89	0,93		0,71	0,74
Mediana				37%	0,83	0,88		0,65	0,72

DATI DI SUPPORTO PER IL CALCOLO DEL WACC – REGULATED

Nome società	Paese	Mkt Cap (€ mln)	Net Debt (€ mln)	Net Debt / Equity	Beta Levered	Adj. Beta Levered	Tax rate 2019	Beta Unlevered	Adj. Beta Unlevered
 snam		15.334,7	12.887,0	84%	0,72	0,81	24,0%	0,44	0,50
 Terna		12.259,7	9.172,6	75%	0,61	0,74	24,0%	0,39	0,47
 IG Italgas		4.408,2	4.736,5	107%	0,58	0,72	24,0%	0,32	0,40
 REN		1.648,3	2.741,9	166%	0,61	0,74	21,0%	0,26	0,32
Media				108%	0,63	0,75		0,35	0,42
Mediana				96%	0,61	0,74		0,35	0,43

DATI DI SUPPORTO PER IL CALCOLO DEL WACC – INTEGRATED UTILITIES

Nome società	Paese	Mkt Cap (€ mln)	Net Debt (€ mln)	Net Debt / Equity	Beta Levered	Adj. Beta Levered	Tax rate 2019	Beta Unlevered	Adj. Beta Unlevered
		83.401,1	52.687,0	63%	0,98	0,98	24,0%	0,66	0,67
		29.969,9	22.500,0	75%	1,07	1,04	31,0%	0,70	0,69
		20.921,6	4.432,0	21%	0,81	0,87	30,0%	0,71	0,76
		5.043,1	3.472,0	69%	0,93	0,96	24,0%	0,61	0,63
		4.914,9	2.758,0	56%	0,65	0,77	24,0%	0,46	0,54
		3.815,2	4.008,9	105%	1,35	1,23	19,0%	0,73	0,67
		3.186,9	2.948,0	93%	0,81	0,87	24,0%	0,47	0,51
Media				69%	0,94	0,96		0,62	0,64
Mediana				69%	0,93	0,96		0,66	0,67

DATI DI SUPPORTO PER IL CALCOLO DEL WACC – WASTE MANAGEMENT

Nome società	Paese	Mkt Cap (€ mln)	Net Debt (€ mln)	Net Debt / Equity	Beta Levered	Adj. Beta Levered	Tax rate 2019	Beta Unlevered	Adj. Beta Unlevered
 VEOLIA		14.718,9	13.217,0	90%	1,07	1,04	31,0%	0,66	0,65
 SUEZ environnement		12.091,0	9.611,0	79%	0,80	0,87	31,0%	0,52	0,56
		542,3	151,7	28%	0,72	0,81	20,0%	0,59	0,66
Media				66%	0,86	0,91		0,59	0,62
Mediana				79%	0,80	0,87		0,59	0,65

DATI DI SUPPORTO PER IL CALCOLO DEL WACC – LOCAL UTILITIES

Nome società	Paese	Mkt Cap (€ mln)	Net Debt (€ mln)	Net Debt / Equity	Beta Levered	Adj. Beta Levered	Tax rate 2019	Beta Unlevered	Adj. Beta Unlevered
 aza		5.043,1	3.472,0	69%	0,93	0,96	24,0%	0,61	0,63
 GRUPPO HERA		4.914,9	2.758,0	56%	0,65	0,77	24,0%	0,46	0,54
 acea		4.039,4	3.528,0	87%	0,72	0,81	24,0%	0,43	0,49
 iren		3.186,9	2.948,0	93%	0,81	0,87	24,0%	0,47	0,51
Media				76%	0,78	0,85		0,50	0,54
Mediana				78%	0,76	0,84		0,47	0,53

1. PREMESSE
2. INTRODUZIONE
3. ANALISI DEL BUSINESS PLAN
4. VALUTAZIONE
 - a. SINTESI VALUTATIVA
 - b. DCF
 - c. PREZZI DI BORSA

ALLEGATI

- i. CALCOLO DEL WACC
- ii. MULTIPLI DI BORSA
- iii. MULTIPLI DI TRANSAZIONE COMPARABILI

MULTIPLI DI BORSA – RENEWABLES

Nome Società	Nazionalità	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			P / E		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Renewables													
		7,1x	6,8x	6,5x	20,3x	17,2x	16,3x	29,9x	24,4x	23,1x	40,1x	32,5x	30,2x
		11,8x	10,7x	9,7x	14,1x	13,0x	11,9x	22,6x	20,9x	19,0x	38,2x	33,7x	30,7x
		0,4x	0,4x	0,4x	9,1x	9,6x	9,3x	15,0x	16,5x	15,6x	14,7x	16,4x	15,1x
		1,5x	1,5x	1,4x	8,9x	8,0x	7,2x	17,3x	15,0x	13,0x	24,6x	20,4x	17,4x
		4,9x	4,7x	4,6x	10,2x	9,4x	9,0x	26,4x	22,6x	21,5x	32,7x	28,1x	26,5x
		6,3x	5,8x	5,6x	12,3x	11,1x	10,3x	22,6x	19,7x	17,9x	47,1x	34,7x	29,2x
Media		5,3x	5,0x	4,7x	12,5x	11,4x	10,7x	22,3x	19,9x	18,4x	32,9x	27,6x	24,9x
Mediana		5,6x	5,3x	5,1x	11,3x	10,4x	9,8x	22,6x	20,3x	18,5x	35,5x	30,3x	27,8x

MULTIPLI DI BORSA – REGULATED

Nome Società	Nazionalità	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			P / E		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Regulated													
		9,2x	9,0x	8,5x	11,7x	11,6x	11,2x	18,1x	18,2x	17,8x	13,2x	13,3x	13,2x
		8,4x	8,3x	8,0x	11,6x	11,6x	11,1x	17,8x	18,1x	17,2x	15,5x	16,0x	15,1x
		6,9x	6,8x	6,4x	9,4x	9,3x	8,7x	16,6x	16,6x	15,2x	12,4x	12,5x	11,5x
		5,7x	5,6x	5,6x	9,4x	9,3x	9,3x	19,6x	19,5x	19,3x	14,2x	13,7x	13,3x
Media		7,5x	7,4x	7,1x	10,5x	10,5x	10,1x	18,0x	18,1x	17,4x	13,8x	13,9x	13,3x
Mediana		7,6x	7,5x	7,2x	10,5x	10,4x	10,2x	17,9x	18,2x	17,5x	13,7x	13,5x	13,3x

MULTIPLI DI BORSA – INTEGRATED UTILITIES

Nome Società	Nazionalità	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			P / E		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Integrated Utilities													
		2,0x	2,0x	2,0x	8,1x	7,8x	7,4x	12,9x	12,2x	11,6x	15,4x	14,3x	13,3x
		1,0x	1,0x	1,0x	5,9x	5,8x	5,7x	11,0x	10,8x	10,2x	12,5x	11,6x	10,7x
RWE		1,7x	1,7x	1,7x	9,0x	8,3x	8,9x	17,6x	16,0x	18,0x	19,3x	17,2x	20,6x
		1,3x	1,2x	1,2x	7,8x	6,8x	6,0x	15,0x	14,0x	12,3x	16,6x	14,6x	13,8x
		1,0x	1,0x	1,0x	6,7x	6,5x	6,3x	13,7x	13,4x	13,0x	15,3x	14,9x	14,4x
centrica		0,4x	0,5x	0,5x	5,0x	4,7x	4,6x	11,9x	9,4x	8,9x	14,5x	9,1x	8,3x
		1,6x	1,5x	1,5x	6,8x	6,3x	6,1x	14,7x	13,2x	12,8x	13,2x	11,6x	11,0x
Media		1,3x	1,3x	1,3x	7,1x	6,6x	6,4x	13,8x	12,7x	12,4x	15,3x	13,3x	13,1x
Mediana		1,3x	1,2x	1,2x	6,8x	6,5x	6,1x	13,7x	13,2x	12,3x	15,3x	14,3x	13,3x

MULTIPLI DI BORSA – WASTE MANAGEMENT

Nome Società	Nazionalità	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			P / E		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Waste Management													
 VEOLIA		1,1x	0,9x	0,9x	7,3x	6,5x	6,0x	17,2x	13,1x	11,3x	21,7x	16,8x	13,3x
 SUEZ environnement		1,3x	1,3x	1,2x	7,2x	6,8x	6,5x	16,2x	14,3x	13,1x	26,6x	21,6x	18,6x
		0,9x	0,9x	0,9x	7,1x	6,9x	6,7x	15,7x	14,2x	13,3x	16,4x	15,1x	14,3x
Media		1,1x	1,0x	1,0x	7,2x	6,7x	6,4x	16,4x	13,9x	12,6x	21,6x	17,8x	15,4x
Mediana		1,1x	0,9x	0,9x	7,2x	6,8x	6,5x	16,2x	14,2x	13,1x	21,7x	16,8x	14,3x

MULTIPLI DI BORSA – LOCAL UTILITIES

Nome Società	Nazionalità	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			P / E		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Local Utilities													
		1,3x	1,2x	1,2x	7,8x	6,8x	6,0x	15,0x	14,0x	12,3x	16,6x	14,6x	13,8x
		1,0x	1,0x	1,0x	6,7x	6,5x	6,3x	13,7x	13,4x	13,0x	15,3x	14,9x	14,4x
		2,1x	2,0x	2,0x	6,3x	6,0x	5,7x	13,3x	12,7x	12,1x	13,6x	12,9x	12,2x
		1,6x	1,5x	1,5x	6,8x	6,3x	6,1x	14,7x	13,2x	12,8x	13,2x	11,6x	11,0x
Media		1,5x	1,5x	1,4x	6,9x	6,4x	6,0x	14,2x	13,3x	12,5x	14,7x	13,5x	12,8x
Mediana		1,4x	1,4x	1,4x	6,7x	6,4x	6,0x	14,2x	13,3x	12,5x	14,4x	13,7x	13,0x

1. PREMESSE
2. INTRODUZIONE
3. ANALISI DEL BUSINESS PLAN
4. VALUTAZIONE
 - a. SINTESI VALUTATIVA
 - b. DCF
 - c. PREZZI DI BORSA

ALLEGATI

- i. CALCOLO DEL WACC
- ii. MULTIPLI DI BORSA
- iii. MULTIPLI DI TRANSAZIONE COMPARABILI

MULTIPLI DI SELEZIONATE TRANSAZIONI – INTEGRATED UTILITIES

Data annuncio	Target	Stake	Descrizione Target	Bidder	EV (€ m)	EBITDA (€ m)	EV/EBITDA
01/06/2020	AIM Vicenza	100%	AIM Vicenza gestisce oltre 200.000 clienti elettrici/gas, detiene oltre 134.000 PdR nella distribuzione gas e oltre 70.000 POD nella distribuzione elettrica, servendo attraverso le attività ambientali un bacino di circa 115.000 abitanti	AGSM	414	49	8,4x
04/03/2016	LGH	51%	LGH è una multiutility che serve un bacino di oltre 1 milione di abitanti in circa 200 comuni nelle provincie del sud est della Lombardia (Brescia, Bergamo, Cremona, Lodi e Pavia)	A2A	265	77	3,4x
01/07/2015	Utilita	100%	Utilita è attiva nel mercato libero dell'energia elettrica e del gas naturale dal 2000	Metano Nord	n.d.	n.d.	n.d.
01/12/2014	Amiat	31%	Amiat opera nella raccolta e smaltimento rifiuti, pulizia delle città e servizi per aziende e privati nel campo del trattamento e selezione dei rifiuti, rimozione dei graffiti e bonifica di siti inquinati	Iren	157	24	6,6x
01/01/2014	AMGA Azienda Multiservizi	100%	AMGA Azienda Multiservizi opera come un insieme di aziende municipalizzate che offrono servizi come energia, acqua, raccolta e trattamento dei rifiuti	Hera	184	29	6,4x
01/12/2012	Amiat	49%	Amiat opera nella raccolta e smaltimento rifiuti, pulizia delle città e servizi per aziende e privati nel campo del trattamento e selezione dei rifiuti, rimozione dei graffiti e bonifica di siti inquinati	Iren	179	26	6,9x
01/07/2012	Acegas-APS Holding	100%	Acegas-APS Holdings è la prima utility del Nordest italiano che opera nei servizi ambientali, nel ciclo idrico integrato, nella distribuzione e gestione energetica e nell'illuminazione pubblica	Hera	722	119	6,1x
01/10/2008	Enia	100%	Enia è un'azienda attiva nel settore dei multiservizi nelle provincie di Parma, Piacenza e Reggio Emilia	Iride	1.233	159	7,8x
01/06/2008	AGAM	100%	AGAM è una delle principali multiutility del nord Italia e opera in 4 linee di business: reti, vendita, ambiente, energia e tecnologie smart	ACSM	52	7	7,6x
01/06/2007	A2A	100%	A2A è attiva nella vendita di energia elettrica e gas a grandi clienti industriali, PMI, conodmini e clienti domestici	AEM	14.899	1.833	8,1x
Media							6,8x
Mediana							6,9x

MULTIPLI DI SELEZIONATE TRANSAZIONI NEL SETTORE FOTOVOLTAICO

Data annuncio	Target	Stake	Descrizione Target	Bidder	MW	EV (€ m)	EV/EBITDA	EV/MW
14/02/2021	Octopus Renewables	100%	Portfolio composto da 17 impianti fotovoltaici, dei quali 9 in Lazio e 8 in Sardegna	A2A	173	205	n.a.	1,2x
22/01/2021	3 impianti fotovoltaici in Puglia	100%	3 impianti fotovoltaici localizzati in Puglia con una capacità di 3MW	Tages Capital	3	10	n.a.	3,4x
14/01/2021	Viridis Energia	100%	12 impianti fotovoltaici localizzati in Emilia Romagna e Marche con una capacità totale di 19MW	Tages Capital	19	80	n.a.	4,2x
08/01/2021	EF Solare Italia	30%	EF Solare è il primo operatore fotovoltaico in Italia con oltre 1.800MW installati ed in fase di sviluppo	Predica Energies Durables	900	2.000	7,8x	2,2x
21/12/2020	E2E	100%	E2E gestisce un portfolio di 43 impianti fotovoltaici con una capacità di 32.5MW	Obton A/S	33	147	9,8x	4,5x
30/11/2020	Dimensione Solare	100%	8 impianti fotovoltaici per una capacità installata totale di 8,2MW	AIM Vicenza	8	30	10,5x	3,7x
23/11/2020	Sonnedix	45%	Sonnedix gestisce un portafoglio di impianti fotovoltaici con una capacità totale di 250MW	Amundi Private Equity Funds	250	222	n.a.	0,9x
14/10/2020	Intersun	100%	Intersun gestisce un portafoglio di impianti fotovoltaici con una capacità totale di 3,5MW	Belex Holding	4	6	n.s.	1,8x
23/12/2019	Ellomay Capital	100%	12 impianti fotovoltaici per una capacità installata totale di 22,6MW	Undisclosed bidder	23	35	n.a.	1,5x
06/09/2019	Apollo Europe; Deltasol	100%	Produttori di energia elettrica attraverso impianti fotovoltaici nel centro-sud Italia	NextEnergy Capital	16	50	n.s.	3,1x
09/05/2019	Aega	100%	8 impianti fotovoltaici per una capacità installata totale di 8MW	Mareccio Energia	8	21	n.a.	2,6x
11/01/2019	Aream	79%	2 impianti fotovoltaici per una capacità installata totale di 51,4MW	ERG	51	221	7,1x	4,3x
10/01/2019	Graziella Green Power	100%	Graziella Green Power società specializzata nella produzione di energia rinnovabile	Sonnedix	53	124	n.s.	2,3x
10/01/2019	Murge Green Power	100%	5 impianti fotovoltaici per una capacità installata totale di 5MW	Clere	5	19	8,9x	3,7x

MULTIPLI DI SELEZIONATE TRANSAZIONI NEL SETTORE FOTOVOLTAICO^(2/2)

01/02/2019	Glennmont Partners	100%	Glennmont Partners ha ceduto tre progetti fotovoltaici operativi montati a terra situati in Veneto e Lazio, in Italia, per un totale di 85,4 MW, a Tages Capital	Tages	85	320	n.s.	3,7x
21/12/2018	EF Solare Italia	50%	Produttori di energia elettrica attraverso impianti fotovoltaici per una capacità installata totale di 410MW	F2i SGR	410	1.300	10,8x	3,2x
13/12/2018	TS Energy Italy	100%	Società che detiene 39 impianti fotovoltaici per una capacità installata totale di 43MW	A2A	43	40	n.a.	0,9x
29/11/2018	Serin	100%	6 impianti fotovoltaici per una capacità installata totale di 13,8MW	EF Solare Italia	14	52	n.a.	3,8x
26/07/2018	RTR Rete Rinnovabile	100%	Produttore e distributore di energia elettrica attraverso 134 impianti fotovoltaici distribuiti in tutta Italia	F2i SGR	334	1.340	10,0x	4,0x
27/03/2018	3 New	100%	6 impianti fotovoltaici per una capacità installata totale di 51,5MW	F2i SGR	52	180	10,0x	3,5x
16/03/2018	TerniEnergia	100%	Portafoglio di impianti fotovoltaici per una capacità installata totale di 11MW	Sonnedix France+	11	31	n.a.	2,8x
14/02/2018	Solar Energy Italia 1	100%	Produttori di energia elettrica attraverso impianti fotovoltaici per una capacità installata totale di 8,4MW	NextEnergy Capital	8	29	6,9x	3,5x
05/02/2018	Viridis Energia	100%	Portafoglio di impianti fotovoltaici dislocati nelle Marche e Abruzzo per una capacità installata totale di 22MW	Blue Elephant Energy	22	105	n.a.	4,8x
22/12/2017	Maccaferri Group	100%	Portafoglio di oltre 51 MW da 35 impianti in Puglia, Sicilia ed Emilia Romagna	Tages	51	191	n.s.	3,7x
16/11/2017	ForVEI	100%	Produttore di energia elettrica attraverso 30 impianti fotovoltaici dislocati in Piemonte, Emilia Romagna, Marche, Abruzzo, Campania, Calabria, Puglia e Sicilia	ERG Power Generation	89	336	9,1x	3,8x
16/10/2017	Novapower	100%	Novapower opera nella produzione di energia rinnovabili.A2A ha rilevato 16 impianti fotovoltaici nelle Marche, per una produzione annua di 23,4 GWh	A2A	18	70	n.s.	4,0x
01/11/2017	Portafoglio di impianti PV	100%	Portafoglio di impianti fotovoltaici per una capacità installata totale di 34,5MW	NextEnergy Solar Fund	35	132	n.a.	3,8x
10/03/2017	EcoEnergy Renewable 1	100%	31 impianti fotovoltaici per una capacità installata totale di 35MW	RGreen Invest	35	12	n.a.	0,3x
Media							9,1x	3,1x
Mediana							9,5x	3,5x

MULTIPLI DI SELEZIONATE TRANSAZIONI NEL SETTORE TERMO/IDRO ELETTRICO

	Data annuncio	Target	Stake	Descrizione Target	Bidder	MW	EV (€ m)	EV/EBITDA	EV/MW
Termo	16/03/2021	Elettra Investimenti	OPA	Elettra Investimenti opera nella produzione di energia elettrica e termica e nell'efficienza energetica	Cogeninfra	77	63	8,7x	0,8x
	01/10/2020	Agripower	100%	Agripower opera nello sviluppo e nella gestione di impianti di generazione di energia elettrica da biogas	LGH	18	10	n.s.	0,6x
	23/12/2019	Sorgenia	100%	Sorgenia è uno dei principali operatori del mercato libero dell'energia elettrica e del gas naturale	F2i SGR; Asterion Industrial Partners	3.170	1.030	5,7x	0,3x
	Media								7,2x
Mediana								7,2x	0,6x
	Data annuncio	Target	Stake	Descrizione Target	Bidder	MW	EV (€ m)	EV/EBITDA	EV/MW
Idroelettrico	30/04/2021	Appennino Energia Serchio Power	100%	Appennino Energia Serchio Power gestisce 3 impianti idroelettrici nella provincia di Lucca	In.Bre.	5	12	6,8x	2,6x
	15/04/2021	Hydro Dynamics	100%	Hydro Dynamics sviluppa, progetta, la costruisce ed effettua manutenzione di impianti idroelettrici	Edison	4	15	n.s.	3,7x
	10/08/2020	In.Bre.	16%	In.Bre. gestisce impianti idroelettrici di medie e piccole dimensioni localizzati nelle province di Brescia, Bergamo e Cremona	Dolomiti Energia	n.a.	155	10,0x	n.a.
	23/06/2017	Pac Pejo	60%	Pac Pejo è parte di un contratto di associazione in partecipazione con il Comune di Peio (TN) avente ad oggetto la realizzazione e l'esercizio di due centrali idroelettriche	Iniziativa Bresciane	12	31	13,8x	2,5x
	29/12/2015	Hydros/SelEdison	40%	Società che operano nella produzione di energia rinnovabile site a Bolzano	SEL	441	443	8,8x	1,0x
	29/12/2015	Cellina Energy	100%	Cellina Energy è la società che detiene il nucleo idroelettrico di Cellina in Friuli Venezia Giulia, comprendente 23 impianti per una potenza installata totale pari a 90MW	SEL	92	193	n.m.	2,1x
	13/11/2015	HDE	100%	HDE è una società impegnata nella produzione di energia da fonti rinnovabili	Macquarie	1280	704	2,8x	0,5x
	06/08/2015	E.ON Produzione (Terni hydro complex)	100%	E.ON è una società europea nel settore delle energie rinnovabili che opera in Europa, in Russia e in Nord America, ed è presente anche in Brasile e Turchia	ERG Power Generation	527	950	8,6x	1,8x
	07/11/2014	SE Hydropower; SF Energy	40% - 30%	SE Hydropower gestisce 10 centrali idroelettriche a grande derivazione e 7 centrali a piccola derivazione in Alto Adige	Società Elettrica Altoatesina	753	1.032	9,6x	1,4x
	06/01/2010	JV Enel-SEL	60%	JV per il settore idroelettrico nella provincia di Bolzano. Gestisce 10 concessioni caratterizzate da una durata trentennale e una potenza complessiva pari a circa 600MW	SEL	616	825	n.a.	1,3x
Media								8,6x	1,9x
Mediana								8,8x	1,8x

MULTIPLI DI SELEZIONATE TRANSAZIONI NEL SETTORE DISTRIBUZIONE GAS

Data annuncio	Target	Stake	Descrizione Target	Bidder	EV (€ m)	EV/RAB
14/01/2021	Infrastrutture Distribuzione Gas	100%	Infrastrutture Distribuzione Gas è attiva nella distribuzione gas in Veneto, Lombardia, Abruzzo, Emilia Romagna e Lazio	Zi Rete Gas	150	1,2x
10/03/2020	Alto Sangro Distribuzione Gas	51%	Alto Sangro Distribuzione Gas offre servizi per la distribuzione di gas metano ed opera in 24 comuni della Provincia dell'Aquila	Acea	40	1,1x
24/04/2019	Unigas Distribuzione	51%	Unigas Distribuzione è attiva nella distribuzione di gas metano ed opera nella Provincia di Bergamo	Ascopiave	52	0,8x
11/10/2018	Pescara Distribuzione Gas	51%	Pescara Distribuzione Gas opera nella distribuzione di gas metano ed è attiva nella gestione della rete, della sua posa e manutenzione	Acea	42	1,1x
01/07/2018	Zi Rete Gas ATEM: Foggia 1, Bari 2	n.a.	Zi Rete Gas opera nella distribuzione del gas in oltre 2000 comuni presenti sull'intero territorio nazionale, compresi quelli facenti parte dell'ATEM Foggia 1 e dell'ATEM Bari 2	Gruppo Estra	n.a.	1,2x
01/06/2018	EGN, Naturgas, Fontenergia	>60%	EGN, Naturgas e Fontenergia opera attraverso concessioni in esercizio per la distribuzione del gas in Sicilia, Calabria, Campania e Sardegna	Italgas	116	1,0x
01/12/2017	Medea	100%	Medea è attiva nella distribuzione del gas naturale e gestisce oltre 1000 km di rete	Italgas	24	1,1x
01/11/2017	Enerco Distribuzione	100%	Enerco Distribuzione è attiva nella distribuzione di gas naturale nelle provincie di Padova e Vicenza	Italgas	51	1,3x
01/11/2017	Amalfitana Gas	100%	Amalfitana Gas opera nella progettazione, costruzione e gestione della rete di distribuzione del gas metano	Italgas	19	1,2x
13/10/2017	GNF - Nedgia	100%	Nedgia è il nuovo brand di Gas Natural Fenosa che include le attività della compagnia nell'ambito della distribuzione di gas in Spagna	Zi Rete Gas	727	1,3x
01/04/2015	Acam Gas	51%	Acam Gas è attiva nella distribuzione del gas naturale e del GPL nel territorio spezzino	Italgas	90	0,9x
Media						1,10x
Mediana						1,12x

MULTIPLI DI SELEZIONATE TRANSAZIONI NEL SETTORE VENDITA GAS

Data Annuncio	Target	Stake acquisita	Descrizione target	Bidder	EV (€ mln)	EV/EBITDA
26/08/2019	Axopower	100%	Axopower è una società specializzata nella fornitura di energia elettrica e gas e nella vendita di servizi di mobilità elettrica	Axpo Italia	13	17,0x
01/08/2019	Medea	48%	Medea ha la concessione per la distribuzione e vendita di gas, servendo circa 45.000 clienti nell'area urbana di Sassari	Marguerite Adviser	52	n.s
19/06/2018	Gas Marca	49%	Gas Marca è una società attiva nel settore della vendita di gas ed energia elettrica. Ha un portafoglio di circa 16.000 clienti localizzati nelle province di Macerata e Fermo	Estra	12	7,8x
12/02/2019	Gesam Gas & Luce	60%	GESAM Gas & Luce ha oltre 60mila clienti ed opera nella vendita e distribuzione di gas ed energia a livello locale con uffici a Lucca, Pisa e prossimamente a Viareggio	Canarino	18	7,7x
04/10/2018	Vestina GAS	56%	Vestina Gas & Luce si occupa della fornitura di gas naturale e di energia elettrica	AIM Energy	8	14,7x
21/12/2017	Medea	100%	Medea ha la concessione per la distribuzione e vendita di gas, servendo circa 13.000 clienti nell'area urbana di Sassari. La rete si estende per oltre 190km	Italgas	24	10,5x
13/10/2017	Gas Natural Vendita Italia	100%	Gas Natural Vendita Italia (GNVI), controllata da Gas Natural Fenosa, commercializza gas naturale e elettricità in Italia	Edison S.p.A.	263	n.s.
05/10/2017	Totalgaz Italia	100%	Totalgaz Italia è una società operante nel settore dell'energia con particolare riferimento al trattamento industriale e la vendita di gas di petrolio liquefatti e metano	UGI Corporation	111	8,9x
30/12/2016	Astea Energia	70%	Astea Energia è una società di vendita di elettricità e gas a più di 65.000 clienti sparsi tra le province di Ancona e Macerata	Gruppo Società Gas Rimini	29	9,1x
26/01/2015	Alento Gas	100%	Alento Gas contava un portafoglio clienti di circa 13.000 contratti, in grado di generare circa 10 milioni di mc di gas venduto all'anno, distribuiti sul territorio comunale	Hera Comm Marche	5	7,1x
11/02/2014	Veritas Energia	49%	Veritas Energia svolge l'attività di vendita di gas ed energia elettrica nella provincia di Treviso	Ascopiave	16	5,1x
26/02/2014	ACAM Clienti	51%	Società attiva nella distribuzione e vendita di gas che opera principalmente nella provincia di La Spezia. Ha un portafoglio di 110.000 clienti	Eni	48	12,6x
Media						10,1x
Mediana						9,0x

MULTIPLI DI SELEZIONATE TRANSAZIONI NEL SETTORE AMBIENTE (1/2)

Data annuncio	Target	Stake	Descrizione Target	Bidder	EV (€ m)	EBITDA (€ m)	EV/EBITDA
27/11/2020	Lvs Group	45%	Lvs Group opera nella selezione, nel recupero e nel riciclo della plastica	Montello	51	5	11,3x
12/08/2020	I.Blu	80%	I.Blu opera nel recupero di rifiuti plastici con due centri di selezione secondaria in Friuli ed in Emilia-Romagna	IREN Ambiente	34	5	7,3x
20/07/2020	Unieco Holding Ambiente	100%	Unieco Holding Ambiente offre servizi personalizzati per la gestione di rifiuti, trattamento e smaltimento degli stessi in Toscana, Emilia Romagna e Piemonte	IREN Ambiente	90	17	5,3x
07/05/2020	Simam	70%	Simam è attiva nella progettazione, realizzazione e gestione di impianti per il trattamento dei rifiuti, delle acque e negli interventi ambientali	Acea	30	7	4,3x
22/04/2020	Cavallari; Ferrocarr	60%	Cavallari e Ferrocarr sono due società attive nello stoccaggio, trattamento e selezione di rifiuti. Le società operano nelle province di Terni e Ancona	Acea	25	5	5,6x
29/01/2020	I.Blu	80%	I.Blu è attiva nel mercato del recupero delle plastiche attraverso 2 Centri di Selezione Secondaria	Iren	47	8	6,3x
23/12/2019	Electrometal	90%	Electrometal è specializzata nel trattamento e recupero di rifiuti industriali. La società ha sede a Brescia	A2A	n.d.	n.d.	n.d.
21/11/2019	Iniziative Biometano	50%	Iniziative Biometano opera attraverso cinque impianti di biogas, per i quali c'è un piano di conversione a biometano	Snam	n.d.	n.d.	n.d.
21/11/2019	Renerwaste	83%	Renerwaste è attiva nel trattamento dei rifiuti urbani, TMB e trattamento di rifiuti organici differenziati	Snam	84	n.d.	n.d.
05/08/2019	Berg	60%	Berg è attiva nel trattamento e smaltimento dei rifiuti solidi e liquidi	Acea	10	2	6,3x
23/07/2019	Territorio e Risorse	100%	Territorio e Risorse gestisce un impianto di compostaggio e di digestione aerobica nel Comune di Santhià (Vercelli)	Iren	7	1	10,0x
04/07/2019	Demap	90%	Demap è attiva nella selezione e avvio al riciclo di imballaggi in plastica e metallo, provenienti dalla raccolta differenziata urbana in Valle d'Aosta e Piemonte	Acea	20	4	5,7x
02/07/2019	Ferrania Ecologia	100%	Ferrania Ecologia è una società di gestione dei rifiuti che gestisce 45.000 tonnellate/anno. La società ha sede a Savona	Iren	6	n.d.	n.s.
09/05/2019	Cosea Ambiente	100%	Cosea Ambiente gestisce il servizio rifiuti urbani e assimilati di proprietà di 20 Comuni dell'Appennino tosco-emiliano	HERA	n.d.	n.d.	n.d.
17/10/2018	San Germano	n.d.	San Germano è attiva nella raccolta, trasporto rifiuti e igiene del suolo per una clientela costituita prevalentemente da soggetti pubblici	Iren	25	2	11,5x
01/06/2018	EcoEridania	n.d.	EcoEridania è attiva nella raccolta, trasporto, stoccaggio, trattamento e smaltimento di rifiuti speciali	iCON Infrastructure	n.d.	n.d.	n.d.
14/12/2017	Aliplast	40%	Aliplast è attiva nella raccolta e riciclo della plastica e conseguente rigenerazione	Hera	135	12	11,3x
31/10/2017	Ecolfer	100%	Ecolfer è attiva nel campo del recupero metalli, della selezione delle plastiche da raccolta differenziata e della produzione di combustibili solidi secondari	Benfante e famiglia Cecotto	n.d.	n.d.	n.d.

MULTIPLI DI SELEZIONATE TRANSAZIONI NEL SETTORE AMBIENTE (2/2)

30/01/2017	Teseco	100%	Teseco è attiva nel trattamento e recupero dei rifiuti industriali, con un focus nel settore dei rifiuti speciali e impianti innovativi	Hera	n.d.	n.d.	n.d.
11/01/2017	Aliplast	40%	Aliplast è attiva nella raccolta e riciclo della plastica e conseguente rigenerazione	Hera	100	15	6,5x
21/12/2016	Ricupero Ecologici Industriali	0%	Ricupero Ecologici Industriali è una società proprietaria e gestore di una discarica per rifiuti anche pericolosi stabili	Iren	6	0	15,3x
23/11/2016	G.A.I.A.	45%	G.A.I.A. è attiva nel recupero, trattamento, smaltimento dei rifiuti urbani. La società dispone un impianto di TMB da circa 44.000 tonnellate	Iren	31	4	8,4x
09/11/2016	Sanitaria Group (Bedizzole)	n.d.	Impianto di Bedizzole con capacità di trattamento di circa 80.000 t/a di frazione verde proveniente dalla raccolta differenziata dei rifiuti solidi urbani	A2A	7	1	6,8x
20/07/2016	Reico - Resmal	100%	Rieco e Resmal sono attive nella raccolta, selezione e recupero di rifiuti speciali non pericolosi-plastica, biomasse con una capacità di trattamento pari a circa 400 mila t/a	A2A	25	5	5,0x
18/04/2016	La Bi.Co due	64%	La Bi.Co due opera nel settore dell'igiene urbana attraverso la raccolta, il trasporto e lo smaltimento dei rifiuti in vari Comuni della Provincia di Brescia	A2A	n.d.		n.d.
29/01/2016	TRM	51%	TRM dispone di un termovalorizzatore avente una capacità di circa 500.000 tonnellate di rifiuti urbani indifferenziati con una produzione di energia elettrica di circa 350 Gwh/a	Iren	425	48	8,9x
23/12/2015	Waste Recycling	100%	Waste Recycling è attiva nella raccolta, stoccaggio, trattamento, smaltimento e selezione di rifiuti speciali pericolosi e non pericolosi, sia solidi che liquidi	Hera	30	4	6,7x
21/12/2015	Ladurner	75%	Ladurner è attiva nel trattamento dei rifiuti urbani, TMB e trattamento di rifiuti organici differenziati. Inoltre, la società dispone di impianti a biogas e upgrade del biometano	Zoomlion; Mandarin	170	9	18,6x
03/12/2014	Amiat	31%	Amiat (Azienda Multiservizi Igiene Ambientale Torino) gestisce ed eroga in modo integrato i servizi di igiene del suolo, raccolta e smaltimento rifiuti della città di Torino	Iren	115	21	5,5x
02/12/2014	Benassi; Plasticarta; MagiEco	100%	Società attive nella raccolta e trattamento di plastica, carta e altri rifiuti	Benfante	n.d.	n.d.	n.d.
03/11/2014	Geotea	100%	Geotea opera nel trattamento e smaltimento dei rifiuti industriali speciali e dei rifiuti urbani e assimilabili da cui produce anche energia elettrica	Waste Italia	84	15	5,7x
18/06/2014	Gruppo Waste Italia	33%	Waste Italia è un'azienda privata italiana operante nel settore della gestione dei rifiuti speciali e dei servizi per l'ambiente	Kinexia	193	34	5,6x
10/06/2014	EcoEridania	32%	EcoEridania è attiva nella raccolta, trasporto, stoccaggio, trattamento e smaltimento di rifiuti speciali	Xenon; Andrea Giustini	n.d.	n.d.	n.d.
17/04/2014	Sostenya	100%	Sostenya è una holding che opera nei settori delle energie rinnovabili, dei rifiuti e dell'ambiente	Kinexia	183	50	3,7x
28/02/2014	Unieco (Div. Ambiente)	n.d.	Unieco Holding Ambiente offre servizi personalizzati per la gestione di rifiuti, trattamento e smaltimento degli stessi in Toscana, Emilia Romagna e Piemonte	Iren	n.d.	n.d.	n.d.
Media							7,9x
Mediana							6,5x

MULTIPLI DI SELEZIONATE TRANSAZIONI NEL SETTORE CICLO IDRICO

Data annuncio	Target	Stake	Descrizione Target	Bidder	EV (€ m)	EV/EBITDA
18/12/2020	Cart Acqua	100%	Cart Acqua offre servizi di progettazione, costruzione, installazione, gestione e manutenzione di impianti per la distribuzione del gas, di acque potabili e di scarico	Ascopiave	13	n.s.
29/12/2017	ACAM	91%	ACAM, con sede a La Spezia, gestisce i servizi di ciclo integrato dell'acqua, ciclo integrato dei rifiuti, gestione calore, produzione di energia da fonti rinnovabili, gas	Iren	183	9,9x
23/06/2017	Alto Vicentino Servizi	100%	Alto Vicentino Servizi gestisce il servizio idrico integrato (acquedotto, fognatura e depurazione) in 38 comuni della provincia di Vicenza	Acque Vicentine	n.d.	n.d.
29/07/2016	Acea	11%	Acea è una multiservizi che si occupa di: servizio idrico integrato, produzione e distribuzione di energia elettrica, vendita di energia e gas, gestione dei rifiuti	Suez	4.723	6,5x
27/05/2016	Atena	37%	Atena è una multiutility del Piemonte. Opera nei settori dell'energia elettrica, del gas, del servizio ambientale, della gestione dei servizi idrici integrati	IRETI	32	4,6x
16/04/2015	Acque Potabili (Impianti Liguri)	100%	Acque Potabili è attiva lungo l'intera catena del ciclo idrico, offrendo i servizi di acquedotto, fognatura e depurazione	Iren Acqua Gas	33	n.d.
Media						7,0x
Mediana						6,5x

AVVERTENZE

Il presente documento può contenere informazioni di natura strettamente riservata e confidenziale; pertanto i destinatari, ricevendolo, acconsentono a non riprodurre, riassumere, descrivere o consegnare a terzi, né ad esso far riferimento con qualunque persona senza la preventiva autorizzazione scritta di Equita. Per la preparazione del presente documento sono stati utilizzati dati e/o informazioni che Equita ritiene affidabili; tuttavia, né Equita né altro soggetto terzo indipendente ha verificato le informazioni utilizzate. Il presente documento non è, e non può essere inteso, come un'offerta, od una sollecitazione ad acquistare, sottoscrivere o vendere prodotti o strumenti finanziari, ovvero ad effettuare una qualsiasi operazione avente ad oggetto tali prodotti o strumenti. Equita non assume pertanto alcuna responsabilità in merito alla veridicità, completezza, accuratezza dei dati e delle informazioni poste a base delle valutazioni contenute in questo documento, né in relazione alle eventuali conseguenze dannose derivanti a soggetti che abbiano fatto affidamento su qualsiasi affermazione, conclusione od opinione contenuta in questo documento. Infine, nulla di quanto rappresentato nel presente documento può o potrà essere considerato una garanzia o un'indicazione dei futuri risultati economici, finanziari e patrimoniali di ciascuna società. Le opinioni e le stime contenute nel presente documento sono state espresse ed elaborate da Equita sulla base dei dati e delle informazioni ad oggi disponibili e delle attuali condizioni dei mercati finanziari nazionali ed internazionali. Tali opinioni e stime sono pertanto da considerarsi preliminari e soggette ad eventuali integrazioni e/o modifiche.



EQUITA GROUP S.P.A.

VIA FILIPPO TURATI 9, 20121 MILANO
TEL. +39 02 62041 | FAX +39 02 29001208
INFO@EQUITA.EU | WWW.EQUITA.EU



Spettabile

Azienda Energetica Municipale S.p.A.

Viale Trento e Trieste, 38

26100 Cremona

Alla c.a. del Presidente Dott. Massimo Siboni

Milano, 18 maggio 2021

Oggetto: **Parere di Congruità**

1. **Introduzione**

Premessa

Con mandato sottoscritto nella forma di scambio di corrispondenza in data 4 maggio 2021 (l'“**Incarico**”), Equita SIM S.p.A. (“**Equita**”) è stata formalmente incaricata da Azienda Energetica Municipale S.p.A. (“**AEM Cremona**” o la “**Società**”), per assisterla in qualità di consulente finanziario nell'ambito della potenziale operazione di fusione per incorporazione (la “**Fusione**”) di Linea Group Holding S.p.A. (“**LGH**”) in A2A S.p.A. (“**A2A**”) (nel complesso, l'“**Operazione**”).

Secondo i termini meglio precisati nell'Incarico, Equita è stata incaricata a redigere un parere di congruità (il “**Parere di Congruità**”) ad uso e beneficio esclusivo del Consiglio di Amministrazione di AEM Cremona e del Comune socio, sulla congruità, dal punto di vista finanziario, relativamente alla partecipazione, espressa in termini percentuali, (la “**Partecipazione**”) che AEM Cremona, COGEME – Servizi Pubblici Locali S.p.A. (“**COGEME**”), ASTEM S.p.A. (“**Astem**”), Società Cremasca Servizi S.r.l. (“**SCS**”) e ASM Pavia S.p.A. (“**ASM**”) (insieme i “**Soci Pubblici**” di LGH e, unitamente ad A2A, le “**Parti**”) verranno a detenere in A2A post fusione.

Resta inteso che le determinazioni del Consiglio di Amministrazione di AEM Cremona, in considerazione della piena autonomia di giudizio e di decisione dello stesso, potranno variare sulla base di ulteriori considerazioni e di elementi contingenti e soggettivi.

Nessuna sezione del Parere di Congruità potrà essere utilizzata disgiuntamente dalle altre e ciascuna di esse dovrà essere considerata solo ed esclusivamente congiuntamente alle altre sezioni della stessa, come un documento unico ed inscindibile. In particolare, le conclusioni espresse nel presente Parere di Congruità si basano sul complesso delle valutazioni in esso contenute e pertanto nessuna di esse può essere utilizzata per finalità differenti, né considerata singolarmente rispetto al contesto nel quale sono formulate né disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

Il Parere di Congruità potrà essere messo a disposizione degli altri Soci Pubblici di LGH e dei Comuni soci, da utilizzarsi esclusivamente nell'ambito degli organi deliberanti e nei Consigli Comunali dei Comuni soci (i Soci Pubblici e i comuni soci nel complesso i “**Beneficiari**”). Ad eccezione dei Beneficiari, il Parere di Congruità, in considerazione della sua destinazione e delle sue finalità, non potrà essere distribuito o divulgato, in tutto o in parte, a terzi, o utilizzato per scopi diversi da quelli indicati nello stesso. Resta inteso che Equita non assume pertanto alcuna responsabilità, diretta o indiretta, per gli eventuali danni che possano derivare da un non corretto utilizzo delle informazioni contenute nel Parere di Congruità ovvero per un non corretto utilizzo dello stesso.

Equita autorizza peraltro sin da ora il Consiglio di Amministrazione di AEM Cremona, insieme agli altri Beneficiari, ad includere il presente Parere di Congruità nei propri atti e documenti societari in ottemperanza a quanto previsto dalle disposizioni vigenti e dalla normativa in materia applicabile all'Operazione, come di seguito definita. Qualsiasi diverso utilizzo, in tutto o in parte, del presente Parere di

EQUITA SIM S.p.A.

Capitale Sociale € 26.793.000 - Numero Iscrizione Registro Imprese, Codice Fiscale e P. IVA 10435940159 - Albo Consob n. 67 - Via

Filippo Turati 9, 20121 Milano - Tel. +39 02 62.041 - Fax +39 02 29001208 - www.equita.eu

Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento da parte di Equita Group S.p.A.

Congruità dovrà essere preventivamente autorizzato per iscritto da Equita, salva l'ipotesi in cui la distribuzione o divulgazione della stessa sia prevista ai sensi di legge ovvero sia espressamente richiesta da una competente autorità di mercato.

Equita è un primario operatore finanziario che offre un'ampia gamma di servizi d'investimento e di servizi accessori, quali ad esempio, servizi di investment banking, consulenza in materia di investimenti, gestione, negoziazione, ricerca e *corporate broking*, a clientela istituzionale italiana ed estera. In particolare, la Società dichiara di essere al corrente del fatto che Equita, nello svolgimento delle proprie attività ordinarie, alla data di sottoscrizione dell'Incarico o del presente Parere di Congruità, può aver fornito, fornisce o potrà in futuro fornire servizi finanziari di vario titolo a favore di soggetti coinvolti nell'Operazione (e/o nelle diverse fasi della negoziazione ed esecuzione della stessa) e/o delle Parti e/o dei rispettivi azionisti e/o delle rispettive partecipate e/o di altre società operanti nel medesimo settore di attività. Equita potrebbe inoltre fornire servizi di banca di investimento alla Società in futuro, per i quali si aspetta di ricevere commissioni.

Finalità del presente Parere di Congruità

La valutazione circa la congruità, dal punto di vista finanziario, della Partecipazione è stata effettuata ad uso e beneficio esclusivi del Consiglio di Amministrazione della Società al fine di fornire elementi di supporto, dati e parametri di riferimento che, unitamente ad altri, siano utili a consentire allo stesso di valutare nella sua piena autonomia di giudizio, la congruità dal punto di vista finanziario della Partecipazione determinata all'interno della proposta preliminare inviata da A2A ai Soci Pubblici in data 16 aprile 2021 e formalizzata mediante lettere del 21 aprile 2021 e, da ultimo, del 30 aprile 2021 (**"Accordo di Risoluzione"**). In particolare, il presente Parere di Congruità si basa sull'assunto che (i) si verifichino tutti i presupposti e le condizioni indicate nell'ultimo Accordo di Risoluzione e, di conseguenza, in caso di accettazione dell'Accordo di Risoluzione (ii) il progetto di fusione che sarà depositato riproduca i termini indicati nell'Accordo di Risoluzione stesso.

Fermo restando quanto indicato nella premessa, il presente Parere di Congruità non è finalizzato ad esprimere alcuna considerazione di natura contabile o fiscale né alcuna opinione relativamente al merito strategico o imprenditoriale dell'Operazione. Il Parere di congruità inoltre non esprime alcuna considerazione in merito alla congruità di altri elementi diversi dal valore massimo ritenuto congruo per il Corrispettivo, né costituisce una raccomandazione circa l'opportunità o meno di perfezionare l'Operazione.

2. Descrizione dell'Operazione

In data 4 marzo 2016, A2A, da una parte, e i Soci Pubblici, dall'altra parte, hanno sottoscritto l'accordo di partnership (**"Accordo di Partnership"**) successivamente perfezionato il 4 agosto 2016, mediante ingresso di A2A nel capitale di LGH a fronte di una partecipazione pari al 51%.

L'Accordo di Partnership è stato successivamente modificato da una serie di accordi modificativi (complessivamente gli **"Accordi"**).

Nell'ambito delle più ampie intese raggiunte fra le Parti in merito alla Fusione, A2A ha inviato ai Soci Pubblici in data 21 aprile 2021 una proposta di accordo di risoluzione e di patti, al fine di risolvere consensualmente gli Accordi in relazione a quelle pattuizioni degli stessi che sono ancora vigenti tra le Parti, facendone venir meno ogni effetto, nonché di dare atto di talune intese tra le stesse, raggiunte al fine di mantenere comunque una prioritaria attenzione al territorio di riferimento di LGH a seguito della Fusione.

A seguito di successive interlocuzioni tra le Parti, queste hanno convenuto alcune modifiche alla proposta del 21 aprile 2021 e formalizzate mediante l'Accordo di Risoluzione inviato in data 30 aprile 2021.

Con riferimento ai termini finanziari inclusi all'interno dell'Accordo di Risoluzione è previsto che:

- a) post Fusione i Soci Pubblici detengano una Partecipazione pari al 2,75% del capitale sociale di A2A;
- b) A2A si impegni a proporre ed approvare la distribuzione parziale di riserve, disponibili, per non meno di euro 16.082.000 (sedicimilionitottantaduemila), nell'assemblea dei soci LGH che approverà il Progetto di Fusione di LGH in A2A;
- c) nel caso di eventuale acquisto di azioni proprie a servizio del concambio, il relativo esborso finanziario da parte di A2A sarà considerato convenzionalmente come un elemento a riduzione del valore economico di A2A. Pertanto, ferma la percentuale pari al 2,75% del capitale sociale di A2A che i Soci Pubblici deterranno post-fusione, l'effetto derivante da tale esborso sarà interamente compensato tramite una maggiore distribuzione di riserve

straordinarie da parte di LGH, sulla base di un concambio massimo fino a 0,928 azioni A2A per ogni azione LGH, qualora detto concambio venga interamente soddisfatto con azioni proprie.

L'Operazione è soggetta, tra le altre, alle seguenti condizioni:

- l'accettazione dell'Accordo di Risoluzione entro 30 giorni lavorativi da almeno il 70% dei Soci Pubblici;
- l'approvazione dell'Operazione da parte degli organi sociali competenti delle Parti e di LGH.

3. Avvertenze e Documentazione Utilizzata

L'analisi svolta da Equita si è basata (i) sui dati e le informazioni su LGH e A2A ricevuti dal management delle società e dai rispettivi consulenti ovvero (ii) sulle informazioni pubblicamente disponibili. Tali informazioni includono la seguente documentazione (i "Dati"):

- File .xls denominato «3 - CE x Bu e Legal Entity – Ebit» – dettaglio Ricavi e Costi per BU e Legal Entity di LGH;
- File .xls denominato «20210302_ LGH - Rett. CIN Ambiente 2020» – dettaglio rettifiche al CIN di LGH per il 2020;
- File .xls denominato «20210302_A2A - Minorities operazioni WTE Estero» – dettaglio delle partecipazioni di minoranza di A2A vs. l'estero;
- File .xls denominato «A2A - CIN & PFN per BU BP 21-30 v1» – dettaglio CF e P&L di A2A per BU;
- File .xls denominato «A2A - LGH - Minoranze e Partecipazioni v1» – dettaglio Associates e Minorities di A2A con relativo valore di carico;
- File .xls denominato «A2A - RAB e CAPEX v1» – dettaglio RAB e CAPEX per A2A;
- File .xls denominato «A2A - Recap operazioni straordinarie_SENT» – dettaglio operazioni M&A previste a piano per A2A;
- File .xls denominato «A2A-LGH - BP_LOMELLINA_Bdg2021-30» – dettaglio EBITDA e CAPEX Lomellina Energia;
- File .xls denominato «AEN-Accantonamenti BP 21-30» – dettaglio accantonamenti della BU Commerciale A2A Energia;
- File .xls denominato «BP2130 AEN_v.2» – dettaglio BP 2021-30 A2A Energia;
- File .xls denominato «CIN & PFN A2A per BU BP 21-30» – dettaglio Free Cash Flow A2A per BU e Consolidato;
- File .xls denominato «CIN 19-30 per LE e BU» – dettaglio CIN LGH 2021-2030 per BU e Legal Entity;
- File .xls denominato «Copia di BP_LOMELLINA_Bdg2021-30 ves» – dettaglio CE e Capex 2021-2030 Lomellina Energia;
- File .xls denominato «Ebitda da MA_v01» – Dettaglio Cash-out ed EBITDA aggiuntivo da M&A 2021-2030 per LGH;
- File .xls denominato «LGH -Lomellina Ammortamenti (ordinari) 2021-2030» – dettaglio piano di ammortamento 2021-2030 LGH;
- File .xls denominato «LGH_P&L per Legal Entity_bp2030 print» – dettaglio P&L 2021-2030 LGH per Legal Entity;
- File .xls denominato «LGH_RF e P&L per BU_bp2030 print rev2» – dettaglio P&L e Cash Flow 2021-2030 LGH per BU;
- File .xls denominato «Piano A2A GENT_Check v1» – dettaglio P&L, Balance Sheet e Cash Flow 2021-2020 Generazione e Trading A2A;
- File .xls denominato «schemi conso 180221» – dettaglio P&L e Balance Sheet 2020 LGH;

- File .xls denominato «Smartcity_BP2021-2030» – dettaglio BP Smart City;
- File .pdf denominato «Allegato 2 - LGH - Piano Industriale 2021-2030_A2A» – piano industriale LGH;
- File .pdf denominato «20201123_Matrice societaria A2A» – dettaglio struttura societaria A2A;
- File .pdf denominato «A2A energia 311220 bozza» – Bilancio di esercizio A2A Energia al 31/12/2020;
- File .pdf denominato «A2A Smart City fascicolo bilancio 2020» – Bilancio di esercizio Smart City al 31/12/2020;
- File .pdf denominato «LOMELLINA ENERGIA - Bozza Fascicolo 31.12.2020» – Bilancio di esercizio Lomellina Energia al 31/12/2020;
- ultimi bilanci civilistici e consolidati di LGH e A2A e delle società controllate e partecipate, direttamente o indirettamente dai rispettivi gruppi (bilanci per gli anni fiscali 2018, 2019 e 2020);
- report degli analisti di ricerca relativi a società quotate comparabili alle attività oggetto dell'Operazione;
- bilanci, report intermedi, prezzi di mercato e beta di società comparabili;
- piano strategico-industriale A2A 2021-2030
- informazioni pubbliche relative a transazioni comparabili;
- altri dati, documenti diversi ed informazioni forniti nel corso di specifiche riunioni in forma verbale o tramite email in forma scritta dal management delle Parti o dai rispettivi consulenti.

Nello svolgimento dell'attività di consulente finanziario nel contesto dell'Operazione e nella redazione del Parere di Congruità Equita ha fatto esclusivamente uso dei Dati, adottando criteri e metodologie proprie di un consulente finanziario indipendente e tenendo conto sia delle particolari caratteristiche delle società oggetto dell'Operazione, sia delle finalità connesse all'incarico. Il lavoro svolto e le considerazioni riportate nel presente Parere di Congruità devono essere interpretate alla luce delle seguenti considerazioni e limitazioni principali:

1. la valutazione è stata effettuata assumendo come data di riferimento il 31 dicembre 2020;
2. gli advisor finanziari che hanno assistito le Parti hanno svolto un'analisi valutativa analitica prendendo a riferimento le proiezioni finanziarie elaborate per ogni singola *business unit* di LGH e A2A per il periodo di piano esplicito 2021-2030 e contenute all'interno degli ultimi business plan approvati dalle rispettive società;
3. la predisposizione dei business plan delle due società su base *stand alone*, si basa, ove possibile, su ipotesi di stima omogenee;
4. l'incarico conferito a Equita non ha comportato lo svolgimento di alcuna attività di revisione contabile dei dati delle società oggetto dell'Operazione, né verifiche di natura tecnica, fiscale, previdenziale, commerciale, legale, regolamentare, amministrativa o connesse a problematiche di tipo ambientale;
5. Equita ha assunto che tutte le autorizzazioni e approvazioni governative, regolamentari o di altra natura necessarie per l'esecuzione dell'Operazione saranno ottenute senza alcun impatto negativo per le Parti.
6. Equita ha fatto esclusivo e pieno affidamento sulla veridicità, correttezza, accuratezza, aggiornamento e completezza dei Dati (come di seguito definiti) ad essa forniti ai fini dello svolgimento dell'incarico, senza procedere ad alcuna verifica autonoma e/o indipendente degli stessi. Equita non è pertanto in grado di esprimere alcun giudizio, né si assume alcuna responsabilità, circa la veridicità, la correttezza, l'accuratezza, l'aggiornamento e la completezza dei Dati contenuti e/o riflessi nel presente Parere di Congruità, dei dati contenuti nei documenti economico-finanziari storici e prospettici, né degli altri elementi conoscitivi utilizzati ai fini della valutazione, la cui attendibilità potrebbe variare qualora dovesse emergere la non veridicità, correttezza, accuratezza, aggiornamento e completezza, anche solo parziale, dei Dati forniti alla, ed utilizzati dalla, Società ai fini dello svolgimento dell'incarico. L'attendibilità del Parere di Congruità potrebbe dunque venire

meno qualora dovesse emergere la non veridicità, correttezza, accuratezza, aggiornamento e completezza, anche solo parziale, dei Dati forniti ed utilizzati da Equita, nonché di tutti gli altri dati e informazioni di mercato utilizzati per l'analisi da parte di Equita, rispetto ai quali Equita non assume alcuna responsabilità.

Il presente Parere di Congruità si basa necessariamente anche sulle condizioni economiche, di mercato ed altre condizioni esistenti e valutabili fino alla data di redazione dello stesso. In particolare, Equita ha assunto che eventuali rischi contabili/fiscali e legali siano stati completamente rappresentati nei Dati forniti e pertanto non è stata considerata la possibilità che si verifichino eventi che abbiano effetti economici sull'Operazione.

Resta inoltre inteso che successivi sviluppi potrebbero influenzare le conclusioni espresse nel presente Parere di Congruità, fermo restando che non è previsto alcun obbligo di Equita di aggiornare il presente parere, rivederlo o modificarlo sulla base di circostanze od eventi successivi alla data di rilascio dello stesso. Equita non assume, inoltre, alcuna responsabilità in ordine ad eventuali carenze o difetti delle analisi o delle conclusioni espresse nel Parere di Congruità dipendenti dall'intervallo temporale tra la data del Parere di Congruità stesso e quella in cui l'Operazione sarà efficace.

Le variazioni di altri fattori ovvero il verificarsi di altri eventi successivi alla data di redazione del Parere di Congruità potrebbero influenzare il valore delle società oggetto dell'Operazione sia prima che dopo il completamento dell'Operazione, tra cui a titolo esemplificativo:

- mutamenti nei tassi di interesse prevalenti;
- cambiamenti relativi all'attuale mercato dei capitali;
- il verificarsi di cambiamenti in relazione alle condizioni finanziarie, alle singole attività, a specifiche operazioni straordinarie o alle prospettive future;
- qualsiasi azione promossa o restrizione imposta da enti statali o governativi o autorità di regolamentazione e vigilanza, incluse variazioni del quadro regolatorio del settore;
- la mancata realizzazione dell'Operazione in base a termini e tempi previsti.

4. Metodologie di valutazione

L'individuazione delle metodologie da applicare nel processo di valutazione viene effettuata in base alle caratteristiche delle attività oggetto dell'Operazione, nonché della tipologia di operazione e della finalità della valutazione stessa.

Le metodologie prescelte devono essere considerate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. L'analisi dei risultati ottenuti con ciascuna metodologia in modo indipendente, e non alla luce del rapporto di complementarietà che si crea con gli altri criteri, comporta infatti la perdita di significatività del processo di valutazione stesso.

Ai fini dell'elaborazione del presente Parere di Congruità, si è fatto riferimento a principi valutativi largamente diffusi nella prassi nazionale ed internazionale con riferimento a valutazioni redatte nell'ambito di operazioni di fusione. In particolare, in considerazione dello scopo delle valutazioni, si è privilegiato il principio della sostanziale omogeneità dei criteri applicati, allo scopo di ottenere valori significativamente paragonabili ai fini della determinazione della Partecipazione.

Secondo la migliore prassi valutativa, gli esercizi valutativi sono stati condotti secondo i seguenti principi metodologici:

- stime di valore relativo: nell'ambito di un'operazione di fusione, le valutazioni sottostanti al Parere di Congruità non sono finalizzate alla determinazione dei valori economici assoluti delle società interessate all'Operazione, quanto all'ottenimento di valori tra loro confrontabili al fine di esprimere un parere sul rapporto di cambio; pertanto, è stato seguito il principio di omogeneità relativa e confrontabilità dei criteri di valutazione applicati. Le valutazioni alla base del Parere di Congruità, pertanto, assumono significato nel loro profilo relativo e non possono essere considerate rappresentative di una valutazione assoluta e a sé stante di LGH e/o di A2A;
- ottica cd. "stand-alone": in linea con la prassi nell'ambito di un'operazione di fusione, l'analisi è stata condotta considerando LGH e A2A in ottica cd. *stand-alone*, ossia senza tener conto di eventuali sinergie o altri effetti derivanti dall'Operazione. LGH e A2A sono state altresì considerate in condizioni di normale funzionamento, in ipotesi di continuità aziendale e autonomia operativa, senza

sostanziali mutamenti di gestione dovuti all'Operazione. Ai fini della predisposizione del presente Parere di Congruit , pertanto sono state analizzate le metodologie di seguito evidenziate:

- la metodologia della Somma delle Parti (c.d. *Sum of the Parts* o "SOTP") attraverso la quale   stata effettuata una valutazione separata delle singole societ /business adottando il metodo dei Flussi di Cassa Attualizzati (c.d. *Discounted Cash Flow* o "DCF");
- l'applicazione dei prezzi di mercato (i "Prezzi di Mercato") espressi per A2A in archi temporali differenti al fine di determinare il valore implicito di LGH;
- la metodologia dei multipli di transazioni comparabili di societ  operanti nel medesimo settore di attivit  di LGH e A2A ("Multipli di Transazioni Comparabili");
- la metodologia dei multipli di borsa di societ  comparabili operanti nel medesimo settore di attivit  di LGH e A2A ("Multipli di Mercato").

Le metodologie del DCF e dei Prezzi di Mercato sono state utilizzate quali metodologie di riferimento.

Tali metodologie risultano essere quelle maggiormente utilizzate nell'ambito della valutazione delle societ  *multi-utility*, come per il caso di LGH e A2A. La Somma delle Parti   stata considerata la metodologia di riferimento. Quali metodologie di controllo   stato fatto riferimento alla metodologia dei multipli di Transazioni Comparabili e alla metodologia dei Multipli di Mercato.

Il metodo della Somma delle Parti

L'analisi SOTP consiste nel valutare separatamente ciascuna societ  e/o business unit e/o asset il cui valore deve essere stimato utilizzando la metodologia di valutazione e/o metrica pi  appropriata per ciascuna societ  e/o business unit considerando il profilo di rischio specifico.

In particolare, l'analisi   stata effettuata prevalentemente attualizzando i flussi di cassa stimati sulla base delle proiezioni finanziarie contenute nel business plan di LGH e A2A forniti dal management di ciascuna delle societ  per il periodo 2021-2030 e applicando quale valore terminale, il multiplo di uscita specifico per ciascuna business unit.

I flussi di cassa derivanti dal business plan delle societ  sono stati scontati ad un tasso di sconto che riflette il costo medio ponderato delle risorse finanziarie (mezzi propri e di terzi) dell'azienda a fronte del capitale investito, sulla base del grado di rischio dell'investimento stesso.

Il metodo dei Prezzi di Mercato

La metodologia dei Prezzi di Mercato determina il valore del capitale economico di una societ  in funzione della capitalizzazione di mercato dei relativi titoli negoziati sui mercati regolamentati. Tale metodologia assume che il mercato sia sufficientemente efficiente e liquido e che il mercato esprima sempre il *fair market value* della societ .

Al fine di cogliere le possibili variazioni del contesto temporale sono stati analizzati, oltre al prezzo spot, anche la media a 3, 6 e 12 mesi.

Il metodo dei Multipli di Transazioni Comparabili

La metodologia dei multipli di transazioni comparabili consiste nell'applicazione alla societ  oggetto di valutazione di multipli calcolati sulla base di valori di transazioni comparabili a taluni parametri operativi, reddituali, finanziari e patrimoniali delle societ  oggetto dell'Operazione. Nel caso in oggetto   stato utilizzato il multiplo Enterprise Value/EBITDA in linea con la prassi di mercato per societ  operanti nel medesimo settore di attivit .

Nel caso di specie il campione utilizzato   costituito da transazioni comparabili aventi ad oggetto societ  operanti nel settore *multi-utility*. La confrontabilit  con le societ  e l'applicabilit  di tale metodologia risulta in ogni caso limitata a causa di: (i) specificit  delle singole societ  oggetto di acquisizione, in particolare dovute al livello di sinergie raggiungibili in caso di operazioni di aggregazione di dimensioni strategiche; (ii) numero limitato di recenti transazioni precedenti nel settore. Inoltre,   importante considerare che i termini economici delle transazioni comparabili sono strettamente connessi e influenzati da termini e condizioni contrattuali negoziati dalle parti.

Il metodo dei Multipli di Mercato

La metodologia dei Multipli di Mercato si basa sull'analisi delle quotazioni di Borsa di societ  comparabili, raffrontate a determinati parametri economici attesi delle stesse. Nel caso in oggetto   stato fatto riferimento al multiplo Enterprise Value/EBITDA in linea con la prassi di mercato per societ  operanti

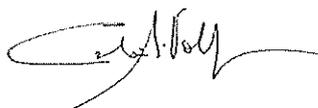
nel medesimo settore di attività, prendendo come riferimento altre società multi-utility quotate operanti in Italia.

L'applicabilità di tale metodologia risulta limitata a causa dell'influenza dello scenario macroeconomico sulle prospettive di redditività di lungo termine delle società comparabili quotate analizzate, dal business model, dal livello di liquidità dei titoli, ecc..

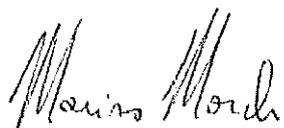
5. Conclusioni

In considerazione dei Dati, sull'elaborazione dei quali si fonda il presente Parere di Congruità, e dei risultati espressi dal complesso dei metodi di valutazione utilizzati, nonché delle finalità per le quali l'Incarico è stato conferito secondo i termini nello stesso indicati, Equita, alla data del presente Parere di Congruità, sulla base e condizionatamente a quanto sopra esposto ed in particolare tenendo in considerazione anche gli ulteriori termini finanziari inclusi all'interno dell'Accordo di Risoluzione di cui ai punti b) e c) del capitolo 2 del presente Parere di Congruità, ritiene congrua da un punto di vista finanziario per AEM Cremona, e più in generale per i Soci Pubblici, la percentuale di Partecipazione dei Soci Pubblici in A2A post Fusione pari al 2,75%.

Equita SIM S.p.A.



Carlo Andrea Volpe
Co-Head of Investment Banking
Head of Corporate Advisory
Equita SIM S.p.A.



Marino Marchi
Investment Banking
Director M&A
Equita SIM S.p.A.