

RICCARDO RANALLI  
DOTTORE COMMERCIALISTA  
REVISORE CONTABILE  
CONSULENTE TECNICO DEL GIUDICE

CORSO RE UMBERTO, 8 - 10121 TORINO  
TEL +39 011 5625400 - FAX +39 011 5620489  
e-mail riccardo.ranalli@studiogmr.it

Codice Fiscale RNL RCR 55R17 L219Q  
Partita IVA 08515550013

Spett.le Acque Potabili S.p.A.  
Corso XI febbraio, 22  
10152 Torino

Alla c.a. del Collegio Sindacale nella sua funzione di Presidio Alternativo Equivalente del Comitato Parti Correlate

Torino, li 31 marzo 2015

**OGGETTO: PARERE DELL'ESPERTO INDIPENDENTE IN ORDINE ALLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE AVENTI AD OGGETTO IL TRASFERIMENTO DEI RAMI AZIENDALI DENOMINATI "ATO 3 TORINESE" E "RAMO LIGURE" DI TITOLARITÀ DI ACQUE POTABILI S.P.A. AI SOCI SOCIETÀ METROPOLITANA ACQUE TORINO S.P.A. E IREN ACQUA GAS S.P.A.**

Il sottoscritto Riccardo Ranalli, professionista con studio in Torino, Corso Re Umberto I n. 8, incaricato in data 16 marzo 2015 in qualità di esperto indipendente a supporto del Collegio Sindacale di Acque Potabili S.p.A. (di seguito anche "SAP" o la Società) in funzione di Presidio alternativo equivalente del Comitato per la valutazione delle Operazioni con le parti Correlate (di seguito anche il Comitato),

in relazione alle due seguenti operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate<sup>1</sup>:

- a. trasferimento, mediante cessione a titolo oneroso, al socio Società Metropolitana Acque Torino S.p.A. (di seguito anche "SMAT") del ramo d'azienda denominato "ATO 3 Torinese" (di seguito anche "Ramo ATO 3") afferente al servizio idrico integrato dell'ATO 3 Torinese, previo trasferimento da Acquedotto Monferrato S.p.A., interamente controllata da SAP, a SAP, dei cespiti relativi alle gestioni scadute di San Sebastiano e

---

<sup>1</sup> La nozione di operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza è contenuta nel § 3.1 della Procedura per la gestione delle operazioni con parti correlate, ed. 2 del 16.2.2015 pubblicata sul sito internet della Società e fa, tra l'altro riferimento, agli indici di rilevanza del controvalore, dell'attivo e delle passività



Casalborgone, con allocazione al ramo d'azienda ATO 3 Torinese delle attività e passività ad esso afferenti nonché del personale diretto e indiretto di pertinenza;

- b. trasferimento mediante cessione a titolo oneroso al socio Iren Acqua Gas S.p.A. (di seguito anche "IAG") del ramo d'azienda denominato "Ramo Ligure" formato da (i) le concessioni, gestite direttamente da SAP, nei Comuni di Camogli, Rapallo, Coreglia e Zoagli relative all'ATO Genova, (ii) la concessione nel Comune di Bolano (SP) e (iii) la partecipazione integrale di SAP nella Società Acquedotto di Savona (di seguito anche "SAV"), previo conferimento alla stessa della concessione nel Comune di Cairo Montenotte (SV), con allocazione al ramo d'azienda Ramo Ligure delle attività e passività ad esso afferenti nonché del personale diretto e indiretto di pertinenza,

essendo stato richiesto di esprimere il proprio parere in ordine alle suddette operazioni, avuto particolare riguardo ai seguenti profili:

- indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la società delle operazioni;
- modalità di determinazione del corrispettivo delle operazioni e valutazioni circa la congruità di questi rispetto ai valori di mercato di operazioni similari,

espone quanto in appresso.

## 1. Svolgimento dell'incarico e documentazione esaminata.

Il sottoscritto esperto indipendente, anche avvalendosi di un *team* di collaboratori, ha svolto il proprio incarico acquisendo notizie e scambiando informazioni con il *management* e con esponenti del Comitato per le operazioni con parti correlate (Presidio alternativo equivalente costituito dal Collegio Sindacale di SAP) ed esaminando la seguente documentazione:

- bilancio di esercizio e consolidato al 31 dicembre 2013 di SAP;
- bozza del progetto di bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014 di SAP;
- "Documento di lavoro riservato" datato 27 febbraio 2015 avente ad oggetto l'identificazione dei perimetri dei rami aziendali e la determinazione dei relativi valori di trasferimento;
- documento della società datato 30.3.2015, avente ad oggetto "Chiarimenti metodologici – Capitale Circolante Netto e Surplus Assets";
- il foglio di calcolo gestionale in formato excel recante la ricostruzione del conto economico riclassificato per ciascuno dei rami oggetto di valutazione, previa allocazione dei costi e dei ricavi di pertinenza e l'individuazione delle poste patrimoniali afferenti o

comunque attribuite ai suddetti rami, con riferimento ai dati contabili consolidati degli esercizi 2013 e 2014;

- bozza del 30 marzo 2015 del “Documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate” redatto dalla Società ai sensi dell’art. 5 del Regolamento Consob adottato con delibera 17221 del 12 marzo 2010 e ss.mm.;
- Informazioni pubbliche relative alla Società compresi ultimi tre bilanci individuali e consolidati;
- Informazioni pubbliche e di mercato rilevanti per l’espressione del presente parere, comprese le informazioni sui multipli di settore;
- la Procedura per la gestione delle operazioni con parti correlate, seconda edizione, approvata dal Consiglio di Amministrazione di SAP in data 16 febbraio 2015.

Lo scrivente non ha invece esaminato, in quanto non disponibile, un *business plan* o documento pluriennale equivalente relativo ai rami aziendali oggetto di trasferimento dal quale poter estrapolare i flussi di cassa prospettici attribuibili ai due compendi.

In ogni caso le analisi svolte hanno avuto ad oggetto informazioni e documenti predisposti in data antecedente il 31 marzo 2015.

## **2. Descrizione delle operazioni e modalità di determinazione dei corrispettivi.**

### **2.1. Considerazioni comuni ai due rami di azienda.**

La Società ha individuato e valorizzato gli elementi che compongono i compendi aziendali oggetto di trasferimento sulla base dei dati del bilancio consolidato al 31 dicembre 2014 (**data di riferimento**), ricorrendo, ove non diversamente specificato, ai seguenti criteri di allocazione e valorizzazione:

- Immobilizzazioni materiali e immateriali ed altre componenti patrimoniali regolate (ivi incluse le immobilizzazioni in corso): allocate secondo il criterio dell’afferenza;
- Immobili: allocati secondo il criterio dell’afferenza e valutati sulla base del valore rivalutato utilizzato nel bilancio consolidato di SAP redatto secondo i principi IAS-IFRS, in linea con i valori di mercato;
- Avviamento: allocato secondo una metodologia che rispecchia la redditività ed il peso dei rami, tenuto conto della media di tre metodi: in percentuale sull’EBITDA, in percentuale sull’EBIT ed in percentuale sull’asset regolato;



- Capitale Circolante Netto (crediti verso utenti, magazzino, debiti vs comuni o enti gestori, debiti verso utenti per anticipi, debiti verso fornitori, etc.): allocato secondo il criterio dell'afferenza ai rami d'azienda, sulla base dei valori di bilancio;
- Personale dipendente: individuato e allocato sulla base della documentazione e informazioni trasmesse ai soggetti competenti (Comuni, ATO, Gestori d'ambito) ed alla AEEGSI in applicazione della delibera AEEGSI n. 585/2012, n. 88/2013 e 643/2013 e tenuto conto del costo unitario del personale al 2013 delle effettive unità trasferite ai rami;
- TFR: ai fini della determinazione del valore dei compensi, allocato non in modo specifico ma sulla base del numero di risorse attribuite a ciascun ramo di azienda;
- Fondo Svalutazione Crediti: determinato sulla base del Fondo Svalutazioni crediti di SAP esistente al 31 dicembre 2014 e allocato ai Rami d'Azienda, al netto di riserve specifiche costituite sulle concessioni critiche e/o cedute e/o in via di dismissione, sulla base del fatturato ponderato per l'aliquota di morosità di cui all'art. 30.2 della Delibera AEEGSI 643/2013.

Ai rami aziendali oggetto di trasferimento sarà inoltre convenzionalmente allocata una Posizione Finanziaria Netta negativa di circa 29 milioni di euro, riferibile per 18,5 milioni a finanziamenti a MLT (BPN per 10,9 milioni di euro e Intesa Sanpaolo per 7,6 milioni di euro) e per il residuo a linee di credito a breve termine, suddivisa tra i compensi in modo da rendere equivalenti i corrispettivi di cessione.

In merito alle altre condizioni rilevanti dei trasferimenti, lo scrivente prende atto che:

- il prezzo dei rami d'azienda sarà pagato in unica soluzione entro il giorno della formalizzazione dei relativi trasferimenti;
- le differenze di valore delle poste tra la data di riferimento del 31 dicembre 2014 e quella di efficacia giuridica dei trasferimenti saranno conguagliate entro tre mesi dalla data di efficacia;
- le cessioni saranno effettuate senza alcuna garanzia e/o dichiarazione di alcun tipo, esplicita o implicita, da parte di SAP in qualità di cedente, con riferimento allo stato di fatto e di diritto di ciascun Ramo di Azienda e/o a quanto ad essi connesso, inerente e/o conseguente.

## **2.2. Trasferimento a SMAT del Ramo ATO 3 Torinese.**

L'operazione consiste nella cessione a SMAT del ramo di azienda di proprietà di SAP afferente al servizio idrico integrato dell'ATO 3 Torinese. Al compendio in esame fanno capo le convenzioni per i servizi di distribuzione acqua, di depurazione e di fognatura relativi all'ATO3 e derivanti dall'accordo quadro tra ATO 3 Torinese, SMAT e SAP e valido sino al 30 giugno 2021.

Il compendio aziendale risulta così configurato:

Ramo ATO 3 (€/0000)	valore regolato	altri valori	totale
Valore netto contabile delle immobilizzazioni	28.119		28.119
Differenziale accordo SAP/ATO3/SMAT	17.471		17.471
Avviamento allocato		5.832	5.832
Attività destinate alla vendita		1.012	1.012
Crediti finanziari		66	66
Capitale Circolante Netto		-1.059	-1.059
Fondo TFR		-1.226	-1.226
Fondo beni gratuitamente devolvibili		-2.134	-2.134
Fondo svalutazione crediti		-550	-550
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>45.590</b>	<b>1.941</b>	<b>47.531</b>
Debito allocato (PFN)			-14.647
<b>Corrispettivo del ramo</b>			<b>32.884</b>

Valgono, in particolare, le seguenti precisazioni:

- la voce "Differenziale accordo SAP/ATO3/SMAT" è contabilmente allocata, nel bilancio separato di SAP al 31 dicembre 2014, tra i ratei attivi e si riferisce all'applicazione dell'accordo quadro ATO3-Acque Potabili-SMAT, firmato nel 2008, che riconosce a SAP un'integrazione tariffaria, nell'ottica del conseguimento dell'equilibrio economico-finanziario delle concessioni per l'ATO 3, consentendo il recupero delle componenti contrattuali di investimento e di gestione del servizio;
- l'avviamento complessivamente iscritto nel bilancio consolidato di SAP ammonta a 9.870 mila euro ed è allocato ai due rami aziendali in base ad un criterio che tiene conto della media dell'incidenza dei valori regolati, dell'EBITDA e dell'EBIT di ciascun ramo;
- le attività destinate alla vendita allocate al ramo si riferiscono ai cespiti delle concessioni scadute di Casalborgone e di San Sebastiano Po, facenti capo alla società interamente partecipata da SAP Acquedotto Monferrato S.p.A. e dei quali è prevista l'acquisizione al ramo ATO 3 Torinese prima del suo trasferimento a SMAT. Secondo quanto rappresentato dal *management* le concessioni in parola non hanno concorso nell'esercizio 2014 alla formazione dell'EBITDA e dell'EBIT del ramo;
- i crediti finanziari riguardano il solo credito di SAP nei confronti del Comune di Condove;
- il Capitale Circolante Netto allocato al ramo è così configurato:

<b>CCN Ramo ATO 3</b>	<b>-1.059</b>
<b>Crediti Commerciali ATO 3 Torinese</b>	<b>20.990</b>
Crediti verso clienti	23.096
Depositi cauzionali	-3.370
Credito verso SMAT	1.264
<b>Debiti verso SMAT</b>	<b>-20.991</b>
<b>Debiti verso fornitori</b>	<b>-1.058</b>

Sono convenzionalmente esclusi i debiti verso SMAT, relativi a prestazioni di *service* amministrativo, e verso IREN, relativamente a prestazioni di *service* per la gestione dei clienti.

Non sono, inoltre, convenzionalmente allocati al ramo crediti e debiti tributari, né attività e passività fiscali differite;

- il Fondo TFR allocato al ramo è una quota del TFR consolidato complessivo di SAP al 31 dicembre 2014 e corrisponde al rapporto tra le risorse FTE trasferite (67) e quelle totali al 31 dicembre 2014 (232);
- l'allocazione del fondo svalutazione crediti di SAP ha avuto luogo sulla base delle aliquote di morosità di cui all'art. 30.2 della Delibera AEEGSI 643/2013 e precisamente:

	morosità	pond.
Nord	1,6%	1,0
Centro	3,0%	1,9
Sud	6,5%	4,1

- la quota di PFN negativa allocata al ramo è convenzionalmente pari a 14,647 milioni di euro.

### 2.3. Trasferimento a IAG del Ramo Ligure.

L'operazione consiste nella cessione a IAG del ramo di azienda di proprietà di SAP afferente le concessioni di distribuzione di acqua potabile nei Comuni di Camogli, Rapallo<sup>2</sup>, Coreglia, Zoagli nell'ATO Genova, nonché nel Comune di Bolano<sup>3</sup> (La Spezia) e nella cessione da SAP a IAG della Partecipazione SAV, rappresentante l'intero capitale sociale di SAV, società attiva nel servizio di distribuzione di acqua potabile nelle province di Savona e Imperia,

<sup>2</sup> Con estensione alla frazione di Santa Margherita Ligure.

<sup>3</sup> Compresa, per estensione della concessione di Bolano, le frazioni di Follo, Aulla e Podenzana.



integralmente posseduta da SAP, previo conferimento alla stessa della concessione di distribuzione di acqua potabile nel Comune di Cairo Montenotte (Savona).

La configurazione del compendio oggetto di trasferimento in appresso riportata assume gli elementi patrimoniali attivi e passivi di pertinenza di SAV su base consolidata, pur essendo gli stessi trasferiti a IAG non direttamente ma mediante cessione della relativa partecipazione totalitaria:

Ramo Ligure (€/0000)	valore regolato	altri valori	totale	di cui SAV
Valore netto contabile delle immobilizzazioni	36.940	2.154	39.093	23.358
Avviamento allocato		4.038	4.038	2.372
Attività destinate alla vendita	1.630		1.630	0
Capitale Circolante Netto		5.983	5.983	
Fondo TFR		-1.526	-1.526	-1.014
Fondo beni gratuitamente devolvibili		-604	-604	-604
Fondo svalutazione crediti		-1.177	-1.177	-871
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>38.570</b>	<b>8.867</b>	<b>47.437</b>	<b>23.241</b>
Debito allocato (PFN)			-14.552	
<b>Corrispettivo del ramo</b>			<b>32.884</b>	

Valgono, in particolare, le seguenti precisazioni:

- la Società ha indicato la presenza nel Ramo Ligure (ed in particolare presso la controllata SAV) di immobili non strumentali plusvalenti (*surplus asset*), per i quali il *management* riporta un'autonoma valutazione di mercato di 2.452 mila euro, cui corrisponde la rivalutazione indicata nella colonna "altri valori" di 2.154 mila euro;
- l'avviamento complessivamente iscritto nel bilancio consolidato di SAP ammonta a 9.870 mila euro ed è allocato ai due rami aziendali in base ad un criterio che tiene conto della media dell'incidenza dei valori regolati, dell'EBITDA e dell'EBIT di ciascun ramo;
- le attività destinate alla vendita allocate al ramo si riferiscono alla concessione del Comune di Zoagli prevista in dismissione, la quale, tuttavia, secondo le indicazioni ricevute dal *management*, ha contribuito a formare l'EBITDA e l'EBIT del Ramo Ligure nel 2014;
- il Capitale Circolante Netto allocato al ramo è così configurato:

<b>CCN Ramo Ligure</b>	<b>5.983</b>
<b>Crediti Commerciali Ramo Ligure</b>	<b>26.014</b>
Crediti verso clienti	25.092
Depositi cauzionali	-1.218
Credito verso Gruppo Iren	2.139
<b>Debiti verso Gruppo Iren, Comuni ed Enti</b>	<b>-19.412</b>
<b>Debiti verso fornitori</b>	<b>-619</b>

Sono convenzionalmente esclusi i debiti verso SMAT, relativi a prestazioni di *service* amministrativo, e verso IREN, relativamente a prestazioni di *service* per la gestione dei clienti.

Non sono, inoltre, convenzionalmente allocati al ramo crediti e debiti tributari, né attività e passività fiscali differite;

- il Fondo TFR allocato al ramo è una quota del TFR consolidato complessivo di SAP al 31 dicembre 2014 e corrisponde al rapporto tra le risorse FTE trasferite (89 di cui 61 ex SAV) e quelle totali al 31 dicembre 2014 (232);
- l'allocazione del fondo svalutazione crediti di SAP ha avuto luogo sulla base delle aliquote di morosità di cui all'art. 30.2 della Delibera AEEGSI 643/2013 e precisamente:

	morosità	pond.
Nord	1,6%	1,0
Centro	3,0%	1,9
Sud	6,5%	4,1

- la quota di PFN negativa allocata al ramo è convenzionalmente pari a 14,552 milioni di euro. Al riguardo occorre precisare che a fronte dell'allocazione di PFN al Ramo Ligure, è presente in SAV un debito finanziario verso la Capogruppo SAP di 14,8 milioni di euro e che pertanto sarà necessario che SAP trasferisca a IAG, unitamente alla partecipazione totalitaria in SAV, anche il relativo credito, peraltro con effetto neutrale sulla determinazione del prezzo.

### **3. Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'operazione.**

Secondo quanto rappresentato dal *management* di SAP, le operazioni di trasferimento di rami aziendali in esame sono finalizzate alla riorganizzazione delle attività sino ad oggi gestite da SAP tramite l'integrazione con le attività gestite dai propri soci di riferimento e si collocano in continuità con il percorso che ha portato al *delisting* di SAP dal mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana S.p.A.



Nello specifico, SAP non è più in grado di sostenere lo sviluppo industriale caratteristico e necessario per la valorizzazione economica delle concessioni in proprio possesso, anche a seguito delle recenti evoluzioni del contesto normativo di riferimento.

Sul punto, in particolare lo scrivente si riferisce alla sentenza della Corte Costituzionale del 20 luglio 2012, n.199, che elimina le norme che disciplinavano le modalità di affidamento dei servizi pubblici locali e, in particolare, il regime transitorio degli affidamenti in essere non conformi ai principi comunitari in materia di concorrenza, incluso il meccanismo di scadenze anticipate ivi previsto. A seguito di tale sentenza, il legislatore, al fine di colmare il vuoto normativo è nuovamente intervenuto sulla regolamentazione dei servizi pubblici locali con l'art. 34, commi da 20 a 27, del D.L. 18 ottobre 2012, n.179, convertito nella legge 17 dicembre 2012, n. 221, il quale attualmente contiene la disciplina generale del settore. Con particolare riferimento al settore idrico, inoltre, le deliberazioni dell'Autorità per l'energia elettrica, il gas ed il sistema idrico adottate a partire dal 2012 in relazione ai servizi idrici tendono a privilegiare un modello di business fondato sull'attribuzione al gestore del servizio idrico integrato di un forte ruolo all'interno dell'Ambito Territoriale di riferimento al fine, tra l'altro, di: (i) consentire economie di scala e di differenziazione idonee a massimizzare l'efficienza del servizio; e (ii) ridurre la forte frammentazione delle gestioni sul territorio nazionale, la quale, insieme alla carenza di infrastrutture, costituisce una delle principali criticità del sistema idrico nazionale.

Le operazioni di cessione in oggetto mirano quindi a superare i limiti connessi alla gestione frammentata delle concessioni attualmente in capo a SAP ottenendo le efficienze derivanti da una gestione integrata delle concessioni, con quelle gestite in via autonoma da IAG e SMAT.

Inoltre, a seguito dell'operazione, SAP avrebbe la possibilità di valorizzare il proprio portafoglio di Concessioni, che nell'attuale contesto normativo, risultano esposte ad un maggior rischio di mercato, focalizzandosi, tra l'altro, sulla dismissione delle concessioni *non performing* situate in particolare nel Sud del Paese.

È necessario sottolineare che l'operazione si inserisce in un più ampio scenario di riorganizzazione intrapreso dai soci IAG e SMAT che prevede nelle "Linee guida strategiche" anche la dismissione delle concessioni situate nella Regione Calabria e l'attuazione di un ulteriore piano di incentivi all'esodo.

#### **4. Presupposti della valutazione.**

Presupposti della presente valutazione sono:

- a) la veridicità, affidabilità ed accuratezza della documentazione esaminata che lo scrivente ha assunto senza compiere verifiche o accertamenti specifici;

- b) è stata oggetto di disamina la sola documentazione esaminata e in particolare lo scrivente non ha avuto a disposizione alcun parere specifico sui dati contabili, su quelli previsionali, sulle vicende giuridiche, contabili, ambientali, concessorie, informatiche o fiscali che possono avere interessato la Società e le sue partecipate;
- c) nessuna verifica è stata condotta in ordine alla corretta e puntuale individuazione degli elementi rientranti nei perimetri aziendali oggetto di trasferimento. L'indicazione dei valori contabilmente allocati ai predetti elementi, nonché degli eventuali *surplus asset* è, del pari, a cura del *management*;
- d) le proiezioni economico-finanziarie sono state assunte dallo scrivente quali affidabili e ritenute redatte con ragionevolezza dal *management* della Società sulla base delle migliori stime ed opinioni ad oggi disponibili;
- e) lo scrivente ha assunto che nessuna informazione rilevante ai fini del presente parere sia stata omessa dagli amministratori della Società;
- f) lo scrivente ha inoltre assunto che le operazioni si svolgeranno secondo i termini descritti nel Documento Informativo e che consensi ed autorizzazioni eventualmente occorrenti saranno ottenuti in tempo utile.

Allo scrivente non potrà essere imputata alcuna responsabilità in merito alla veridicità, completezza ed accuratezza delle informazioni utilizzate, né fornisce alcuna garanzia al riguardo e tanto meno alcuna raccomandazione a chicchessia in relazione all'acquisto od alla vendita delle azioni o di strumenti finanziari in genere della Società. In ogni caso, lo scrivente non ha svolto alcuna valutazione comparativa tra l'operazione prospettata ed altre operazioni alternative astrattamente praticabili.

## 5. Metodologia adottata.

Lo scrivente ha ritenuto coerente con le finalità della presente *fairness opinion* adottare il criterio di stima dei Multipli di Mercato e, in particolare, il multiplo dell'Ebitda (*Earnings Before Interests Taxes Depreciations and Amortizations*). Questo metodo è stato utilizzato anche dal Consiglio di Amministrazione della Società a fini di controllo dei Prezzi di cessione, determinati come somma del valore contabile netto dei compendi oggetto di dismissione, secondo la cosiddetta logica dei "multipli impliciti".

L'impiego del metodo del multiplo dell'Ebitda è stato ritenuto il più adeguato nel caso di specie per il seguente ordine di motivi:

- i. esiste un sufficiente numero di aziende operanti nel settore nazionale delle *utilities* le cui azioni sono quotate in mercati regolamentati;



- ii. l'Ebitda è un'attendibile e riconosciuta metrica di *performance* per le imprese operanti nel predetto settore e costituisce pertanto una corretta base per un multiplo da assumere a riferimento nelle valutazioni;
- iii. il quadro informativo disponibile non consente un'adeguata applicazione di altri metodi valutativi, ed in particolare di metodi cosiddetti "assoluti".

Con i multipli di mercato, come noto, il valore di stima si ottiene moltiplicando una metrica espressiva delle *performance* o del valore patrimoniale dell'entità oggetto di valutazione per uno specifico coefficiente (il multiplo). Questo coefficiente è ottenuto rapportando il valore di mercato di imprese quotate ritenute comparabili con l'entità oggetto di valutazione per l'importo che la metrica economica o patrimoniale prescelta assume in capo alle stesse. Il metodo è considerato di tipo "relativo" proprio perché utilizza coefficienti derivati dai *prezzi* rilevati sul mercato del capitale di rischio.

Poiché il multiplo dell'Ebitda è un multiplo di tipo *asset side* la configurazione di valore ottenuta dalla sua applicazione corrisponde al cosiddetto *Enterprise Value*, ovvero al valore del capitale economico dell'impresa in ipotesi di assenza di indebitamento finanziario. Sottraendo all'*Enterprise Value* il valore della posizione finanziaria netta dell'entità oggetto di stima, si perviene al valore dell'*Equity* della medesima.

Quanto sopra osservato in termini generali, si precisa che il procedimento estimativo seguito dallo scrivente si è articolato nei seguenti principali passaggi metodologici:

- i. verifica dei criteri di allocazione seguiti dalla Società nell'attribuzione degli elementi patrimoniali attivi e passivi costitutivi dei Rami d'Azienda oggetto di cessione;
- ii. verifica del grado di congruenza tra l'Ebitda 2014 e 2013 indicato nei prospetti contabili elaborati dalla Società con riferimento a ciascun Ramo d'Azienda ed il perimetro patrimoniale degli stessi, come rilevato al punto precedente;
- iii. selezione delle imprese comparabili quotate (cosiddetto *peer group*) e determinazione del multiplo da utilizzare nella stima;
- iv. quantificazione del valore economico dei Rami d'Azienda mediante applicazione del multiplo rilevato nel passaggio precedente all'Ebitda 2014 dei Rami d'Azienda, e successiva sottrazione della posizione finanziaria netta allocata agli stessi;
- v. espressione del giudizio di congruità oggetto della *fairness opinion* mediante comparazione del valore ottenuto dall'esecuzione del passaggio precedente con i Prezzi di cessione stabiliti dal Consiglio di Amministrazione.

L'esecuzione dei passaggi metodologici indicati sub i. e ii. assume particolare rilevanza in quanto i multipli di mercato sono ottenuti da società quotate il cui patrimonio non è definito in



termini "convenzionali" ma comprende tutti gli elementi di attivo e passivo necessari per realizzare le *performance* economiche sintetizzate dall'Ebitda. E' pertanto necessario accertare, preliminarmente all'applicazione del metodo valutativo individuato, che il perimetro dei Rami d'Azienda sia definito in termini analoghi a quello dei *comparables* e sia coerente con l'Ebitda indicato nei conti economici di *segment* elaborati dalla Società.

Gli accertamenti eseguiti dallo scrivente in relazione ai predetti passaggi metodologici sono sinteticamente descritti nei paragrafi successivi.

#### **6. I criteri di allocazione degli elementi patrimoniali attivi e passivi ai Rami d'Azienda e la coerenza con l'Ebitda generato dagli stessi.**

Le logiche di attribuzione degli elementi patrimoniali attivi e passivi di SAP ai Rami d'Azienda oggetto di dismissione sono indicati dalla Società nel documento intitolato "*Documento di lavoro - Identificazione del Perimetro "ATO 3 Torinese" e "Ramo Ligure"*" del 27 febbraio 2015. L'analisi svolta in questo documento è fondata sui valori di bilancio consolidato di SAP al 31.12.2013. E' stato tuttavia previsto, come già in precedenza segnalato, l'adeguamento dei risultati sulla base dei dati del bilancio consolidato al 31.12.2014, che assume valore di "Data di Riferimento" dell'operazione. L'utilizzo di dati consolidati consente di fare riferimento direttamente agli elementi patrimoniali attivi e passivi della partecipata Società Acquedotto di Savona S.p.A., di pertinenza del Ramo d'Azienda denominato "Ramo Ligure".

Nel rinviare a quanto in precedenza illustrato per la descrizione della configurazione dei due Rami d'Azienda oggetto della presente relazione, si espongono di seguito le logiche di assegnazione degli elementi patrimoniali attivi e passivi ai Rami d'Azienda ed i relativi criteri di valutazione indicati nel documento sopra citato.

Per le *Immobilizzazioni materiali e immateriali* e le altre componenti patrimoniali "regolate" l'allocazione è stata fondata sul principio di afferenza ai singoli Rami d'Azienda ed i valori assunti sono quelli di bilancio. Con riferimento agli immobili, il valore è quello rivalutato ai sensi dei principi IAS-IFRS adottati in sede di redazione del bilancio consolidato, mentre per quelli non rivalutati il riferimento è costituito da stime di mercato.

La posta contabile dell'*Avviamento*, di carattere "non regolato", è suddivisa tra i due Rami d'Azienda sulla base della media risultante dall'applicazione di tre distinti *driver* di allocazione, rispettivamente costituiti dall'Ebit, dall'Ebitda e dal valore totale degli *asset* "regolati". Si precisa che è allocata sui Rami d'Azienda l'intera posta contabile indicata, in quanto SAP post operazione sarà caratterizzata da una bassa redditività, incompatibile con la permanenza di un avviamento residuo. Si osserva altresì che l'analisi di *impairment test* sui dati di bilancio 2014 resa disponibile allo scrivente evidenzia una moderata necessità di svalutazione dello stesso, sulla base dei risultati complessivi della Società, assunta a tali fini quale *cash generating unit*.

I *Crediti finanziari* non correnti sono allocati secondo il principio dell'afferenza e sulla base dei valori di bilancio, analogamente alle *Attività destinate alle vendite*, costituite da alcune concessioni comunali.

Le poste del *Capitale Circolante Netto* sono allocate secondo il principio di afferenza ed in base al loro valore contabile. I *Fondi svalutazione crediti* sono in parte allocati in modo specifico ed in parte in funzione del *driver* della morosità delle singole aree geografiche di appartenenza delle concessioni di ciascun Ramo d'Azienda, e pertanto sulla base di un criterio ragionevole ed oggettivo. Non sono invece oggetto di allocazione alcune poste di pertinenza della voce in questione che sono considerate "comuni" alle attività svolte dalla Società. Si tratta, in particolare, dei crediti e debiti fiscali e dei fondi imposte e di altri crediti e debiti relativi a prestazioni *corporate* nonché di *service* nell'area amministrazione e gestione clienti erogate dai Soci di SAP alla Capogruppo. Questa circostanza rende di natura parzialmente "convenzionale" il capitale circolante netto allocato ai Rami d'Azienda in quanto li rende privi, all'atto della cessione, di alcuni elementi di attivo e passivo che sono invece presenti nelle realtà aziendali comparabili dalle quali sono assunti i multipli.

La natura parzialmente convenzionale del CCN assegnato ai Rami emerge, peraltro, anche dal confronto con il CCN consolidato complessivo di SAP, di valore sostanzialmente trascurabile nel 2013 (16 mila euro) o non particolarmente significativo nel 2014 (4,6 milioni di euro a fronte di un CIN di circa 100 milioni di euro). Analoga situazione, di limitata incidenza del valore del CCN rispetto all'EV, pare riscontrabile presso società quotate (come Hera e Acea) nelle quali è significativo il contributo dei business regolati.

Il *Trattamento di Fine Rapporto* è allocato in modo oggettivo, in funzione delle risorse effettivamente trasferite ai singoli Rami d'Azienda. In proposito, si precisa che questi ultimi comprendono non solo le risorse dirette ma anche quelle indirette, necessarie per la completa esecuzione dei processi produttivi.

I *Fondi Rischi ed Oneri* ed il *Fondo Ammortamento Finanziario* dei beni gratuitamente devolvibili sono allocati secondo il principio dell'afferenza e sulla base dei valori di bilancio.

Ai Rami d'Azienda verrà allocata una *Posizione Finanziaria Netta* rappresentata da finanziamenti bancari (ovvero, in assenza del consenso al trasferimento da parte delle banche creditrici, da finanziamenti sostituiti di tali passività erogati dagli stessi Soci acquirenti dei Rami) che, sulla base dei dati al 31.12.2014, ammonta ad euro 29,2 milioni. La distribuzione di questa posta tra i Rami d'Azienda è di tipo convenzionale e consente di ottenere un valore patrimoniale degli stessi identico per le due realtà oggetto di analisi.

In sintesi, pertanto, è possibile affermare che l'approccio adottato dal Consiglio di Amministrazione per la definizione dei perimetri dei Rami d'Azienda è fondato sul principio oggettivo dell'afferenza, con l'eccezione di alcune poste contabili di pertinenza del Capitale Circolante Netto, tra loro parzialmente compensative, non oggetto di allocazione in quanto



ritenute di natura "comune" alle attività svolte e di pertinenza della Società in quanto tale. Si tratta principalmente, come già segnalato, di debiti e crediti di natura tributaria o derivanti da prestazioni erogate dai Soci e non riconducibili direttamente ai Rami d'Azienda. La definizione in termini convenzionali della Posizione Finanziaria Netta allocata ai Rami d'Azienda non genera alcuna interferenza con il metodo valutativo prescelto dallo scrivente, non avendo tale voce alcuna relazione con l'Ebitda ed essendo destinata ad essere sottratta direttamente dall'*Enterprise Value* in sede di stima.

Per quanto riguarda il metodo di valorizzazione dei Rami d'Azienda, si osserva che l'approccio adottato dal Consiglio di Amministrazione sembrerebbe riconducibile ad un metodo patrimoniale integrato dalla considerazione dell'avviamento. L'espressione a valore "corrente" del patrimonio aziendale è in parte assicurata dalla rappresentazione al *fair value* di alcune categorie di beni che talvolta incorporano plusvalenze latenti (beni immobili). L'avviamento, ancorché non oggetto di stima autonoma ma assunto sulla base dei dati contabili, è sostanzialmente allineato al valore risultante dalla verifica di *impairment* che è stata svolta da soggetti terzi su incarico della Società. Il criterio di allocazione di questa posta contabile tra i Rami d'Azienda, essendo costruito su *driver* di *performance* e patrimoniali può a sua volta essere considerato fondato su basi di ragionevolezza.

Infine, è possibile affermare che esiste una sostanziale coerenza tra l'Ebitda dei Rami d'Azienda esposti nei documenti aziendali resi disponibili allo scrivente ed il perimetro patrimoniale degli stessi definito nei termini in precedenza esposti.

## **7. La selezione delle imprese comparabili e del multiplo sull'Ebitda.**

Al fine di selezionare il multiplo da utilizzare nella valutazione dei Rami d'Azienda si è ritenuto di fare riferimento alle società italiane quotate operanti nel comparto delle *utilities* e pertanto: (i) A2A; (ii) Iren (socia di SAP); (iii) Acea; (iv) Hera.

Lo scrivente è consapevole delle significative differenze tra le realtà sopra menzionate e i Rami d'Azienda. Le società individuate come comparabili, in particolare, hanno un fatturato 2013 superiore ai 3 miliardi di euro, realizzato non solo nel comparto del ciclo idrico integrato nel quale operano i Rami d'Azienda, ma anche in quelli dell'energia, del gas, delle telecomunicazioni, dell'illuminazione pubblica ed altri. Alcune di queste società realizzano quote importanti di ricavi in attività non regolamentate. Queste caratteristiche differenzianti inducono tuttavia a ritenere che il multiplo sull'Ebitda dalle stesse ottenuto sovrastimi e non sottostimi il multiplo "ideale" applicabile ai Rami d'Azienda considerati nella loro attuale configurazione ed assetto strategico in capo a SAP. Poiché il risultato della valutazione eseguita nella presente relazione è finalizzato ad esprimere un giudizio di congruità del prezzo di cessione dei Rami d'Azienda, utilizzando i multipli delle società comparabili sopra esposte si adotta, di fatto, un'impostazione prudentiale.



Lo scrivente non ha invece ritenuto opportuno considerare i multipli di mercato di società quotate europee operanti in via esclusiva nel comparto del ciclo idrico integrato, in ragione del differente quadro regolamentare ed ambiente operativo di riferimento dei rispettivi mercati.

I multipli di fonte Datastream delle società italiane *multiutilities* sono esposti nella tabella seguente (ultimo aggiornamento disponibile sulla base delle capitalizzazioni del 20 marzo 2015):

Società	EV in €/mln	EV / Ebitda 2013	EV / Ebitda 2014	EV / Ebitda 2015
A2A	6,9	6,0x	6,4x	6,3x
IREN	3,7	6,4x	7,1x	7,1x
ACEA	4,6	6,1x	6,1x	6,0x
HERA	6,0	7,4x	7,0x	6,7x

Il multiplo medio del *peer group* è pari a 6,5 nel 2013, 6,7 nel 2014 e 6,5 nel 2015. Il multiplo *leading* 2015 evidenzia una tendenziale stabilità degli stessi, con la parziale eccezione di Hera.

Ai fini della presente valutazione si assume pertanto un multiplo sull'Ebitda corrispondente al dato medio 2014 del campione selezionato, pari a 6,7.

Lo scrivente rileva, ai fini della successiva comparazione, che i multipli elaborati da Datastream tengono conto di aggiustamenti del valore di mercato in relazione al TFR, al patrimonio netto di terzi e agli eventuali investimenti in *associates*.

#### 8. La valutazione dei Rami d'Azienda con il metodo dei multipli di mercato

Sulla base dei dati forniti dalla Società, ed in particolare degli Ebitda dei conti economici di *segment* dei Rami d'Azienda al 31.12.2014 è possibile stimare il valore economico degli stessi ai fini dell'espressione della *fairness opinion* oggetto della presente relazione nei termini seguenti:

	"ATO 3 Torinese"	"Ramo Ligure"
EBITDA 2014 in €/1.000 (A)	6.913	5.718
Multiplo medio di mercato (B)	6,7x	6,7x
Enterprise Value in €/1.000 (A x B)	46.317	38.311
Rettifiche all'EV in relazione a:		
(+) Surplus Asset	1.078	2.452
(+) CCN convenzionale	-1.609	4.806
(-) TFR	-1.226	-1.527
Posizione Finanziaria Netta allocata in € /1.000	-14.647	-14.552
<b>Valore economico dei Rami in €/1.000</b>	<b>29.913</b>	<b>29.490</b>
<b>Prezzo di prevista vendita dei Rami in €/1.000</b>	<b>32.884</b>	<b>32.884</b>
<b>Premio implicito</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>

Le rettifiche apportate rispetto all'applicazione del multiplo medio di mercato riguardano

- i *surplus asset*, come individuati e valorizzati al precedenti §§ 2.2 e 2.3, in quanto gli stessi non hanno contribuito alla formazione dell'EBITDA 2014 dei Rami;
- il fondo TFR, in quanto non concorre alla determinazione del multiplo elaborato da Datastream, avendo natura assimilabile a quella di posta debitoria a medio-lungo termine;
- il CCN, assunto al netto del relativo fondo svalutazione crediti, in quanto, per le ragioni esposte, ai fini della determinazione dei perimetri aziendali allo stesso è attribuita una configurazione di tipo convenzionale.

Dal confronto si desume la congruità dei prezzi di prevista vendita dei rami aziendali rispetto al valore economico agli stessi attribuibile, con attribuzione di un premio pari al 10-12% rispetto ai valori economici. Agli stessi prezzi corrisponde, infine, un multiplo implicito

(calcolato rideterminando l'Enterprise Value sulla base delle medesime rettifiche) pari a 7,1-7,3.

## 9. Conclusioni.

Il sottoscritto esperto indipendente,

avuto riguardo alla disamina svolta in ordine a (i) le motivazioni economiche e le valutazioni di convenienza per la società delle prospettate operazioni nonché a (ii) le modalità di determinazione dei corrispettivi previsti per i trasferimenti dei compendi aziendali,

in base all'approccio metodologico al quale si è ispirato nell'espletamento del presente incarico ed alle osservazioni sopra svolte,

**ritiene**

di poter confermare la congruità economica dei prezzi previsti per i trasferimenti di rami aziendali di cui al presente parere, ed in particolare:

- del prezzo di euro 32.884 mila previsto per il trasferimento a SMAT del Ramo ATO 3 Torinese, come sopra meglio definito, comprensivo di una posizione finanziaria netta negativa oggetto di accollo di euro 14.647 mila;
- del prezzo di euro 32.884 mila previsto per il trasferimento a IAG del Ramo Ligure, come sopra meglio definito, comprensivo di una posizione finanziaria netta negativa oggetto di accollo di euro 14.552 mila.

In fede

Riccardo Ranalli

