

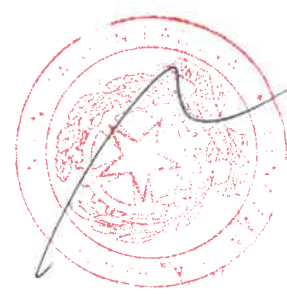


**PERIZIA
DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO
DELLA PARTECIPAZIONE DETENUTA DA BIM GESTIONE SERVIZI
PUBBLICI S.P.A.
IN
ASCOTRADE S.P.A.**

al 31/12/2020



BUTTIGNON ZOTTI MILAN & CO.
Largo Europa 12, 35137 Padova, IT
www.bzm-advisory.com



prof. Fabio Buttignon

Sommario

1	Oggetto, finalità e svolgimento dell'incarico.....	2
1.1	Oggetto e finalità dell'incarico.....	2
1.2	Base informativa, data di riferimento della valutazione e limitazioni	3
2	Contesto della valutazione e profilo di Ascotrade	5
2.1	Sintetico profilo di Ascotrade e contesto della valutazione.....	5
2.2	Evoluzione recente del settore di riferimento.....	8
2.3	Risultati economico-patrimoniali e finanziari consuntivi 2015-2019 di Ascotrade	11
3	La valutazione delle aziende e delle partecipazioni.....	20
3.1	Principi e metodologie di valutazione del capitale.....	20
3.2	La scelta dei metodi valutativi.....	21
4	La valutazione della partecipazione in Ascotrade	24
4.1	Il metodo reddituale.....	24
4.2	Il metodo dei multipli di borsa.....	29
4.3	Il metodo dei multipli delle transazioni comparabili	32
4.4	Sintesi valutative: il valore dalla partecipazione.....	35
5	Conclusioni.....	38
6	Integrazione a seguito esame bilancio 2020 Ascotrade S.p.A.....	39

1 Oggetto, finalità e svolgimento dell'incarico

1.1 Oggetto e finalità dell'incarico

Il sottoscritto, Fabio Buttignon, professore ordinario di Finanza Aziendale presso l'Università degli Studi di Padova, dottore commercialista e revisore legale, ha ricevuto l'incarico ("Incarico") di stimare il valore economico della partecipazione (la "Partecipazione") detenuta da BIM Gestione Servizi Pubblici S.p.A. ("GSP"), con sede legale in Belluno, Via Tiziano Vecellio 27/29, Codice Fiscale 00971870258, nell'11% del capitale di Ascotrade S.p.A. ("Ascotrade"), con sede legale in Pieve di Soligo (Treviso), via Verizzo 1030, Codice Fiscale 01201910260, al 31/12/2020.

Per lo svolgimento dell'Incarico mi sono avvalso della collaborazione del dott. Paolo Bortoluzzi e del dott. Pierfrancesco Cisotto dell'Associazione professionale Buttignon Zotti Milan & Co.

L'Incarico rientra nel processo di alienazione della Partecipazione avviato da GSP da completarsi attraverso procedura ad evidenza pubblica. La presente perizia di stima, pertanto, ha lo scopo di determinare un valore equo di mercato dell'interessenza nell'11% del capitale di Ascotrade in capo a GSP funzionale alla fissazione del prezzo base d'asta.

Ai sensi dei Principi Italiani di Valutazione (PIV, § I.4.3), la stima in oggetto si configura come una *valutazione*, ossia un giudizio sul valore che scaturisce da un processo valutativo che si sviluppa nelle seguenti fasi:

- Raccolta, analisi e apprezzamento della base informativa;
- Analisi dei dati consuntivi e prospettici;
- Definizione della metodologia di valutazione che meglio si adatta al caso in esame;
- Disamina dei principali fattori di rischio e loro traduzione in coerenti parametri valutativi applicati;
- Espressione di un giudizio valutativo di sintesi.

Considerate le caratteristiche della Partecipazione, il livello di valore di riferimento ai fini della sua stima è riconducibile al "*valore di minoranza di una società per la quale non esista un mercato attivo dei titoli (il valore riflette i benefici, i rischi e l'informazione a disposizione di un azionista di minoranza di una società non quotata o comunque priva di mercato attivo)*" (§ III.3.8 PIV).

Per quanto concerne la configurazione di valore, il valore economico oggetto della presente stima deve essere inteso come valore congruo di scambio in una transazione ordinaria tra soggetti di mercato (*fair market value*), tra loro indipendenti e adeguatamente (simmetricamente) informati sulle condizioni di funzionamento dell'azienda e del mercato in cui essa si colloca (PIV, § I.6.3). Tale valore prescinde, pertanto, dalla natura particolare delle parti coinvolte, dalla loro forza contrattuale e da specifici interessi in una eventuale transazione, incluse eventuali sinergie, e tende a convergere con il *valore intrinseco*, ossia il valore che un qualsiasi soggetto razionale dovrebbe esprimere in funzione dei benefici economici e dei relativi rischi attesi dall'azienda alla data della stima (PIV I.6.8), tenuto conto delle caratteristiche della Partecipazione che concorrono a qualificare il livello di valore di riferimento.

Nello svolgimento dell'incarico, il sottoscritto precisa di aderire al Codice Etico dell'IVSC (*Code of Ethical Principles for Professional Valuers*) emanato da IVSC nel dicembre 2011, e di avere elaborato la presente stima nel rispetto dei principi internazionali di valutazione (IVS) e di quelli nazionali (PIV).

1.2 Base informativa, data di riferimento della valutazione e limitazioni

Per l'espletamento dell'incarico si è utilizzata documentazione di natura pubblica, integrata da alcuni elementi informativi interni alla Società, fornita da GSP o raccolta da fonti terze su Ascotrade. Sempre da GSP sono state acquisite le informazioni utili per qualificare profilo storico e caratteristiche della Partecipazione alla data della valutazione, mentre sono stati analizzati i report di analisti sulle utilities, oltre a studi concernenti il settore della distribuzione e vendita di energia, al fine di definire il contesto della valutazione e identificare il perimetro della recente operazione tra i gruppi Hera e Ascopiave, che ha interessato direttamente anche Ascotrade.

Nel dettaglio, le fonti informative analizzate possono essere riepilogate come segue:

- Bilanci d'esercizio al 31/12/2016, 31/12/2017, 31/12/2018 e 31/12/2019 di Ascotrade;
- Budget economico 2020 di Ascotrade di dicembre 2019;
- Verbale dell'assemblea ordinaria e straordinaria di Ascotrade del 19/12/2019;
- Statuto di Ascotrade approvato dall'assemblea straordinaria del 19/12/2019;

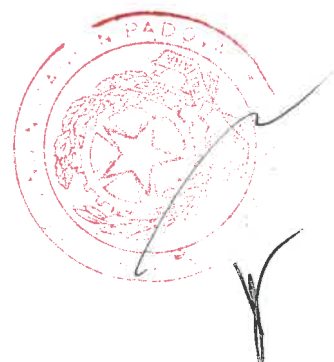
- Estratto verbale del Consiglio di Amministrazione di GSP del 27/11/2020 concernente il punto 4 all'odg, ossia "Indirizzi dell'Assemblea in merito alla valorizzazione della partecipazione in Ascotrade S.p.A.: determinazioni";
- Visura storica di Ascotrade aggiornata al 23/12/2020;
- Bilancio consolidato 2019 Gruppo Hera e relazioni finanziarie trimestrali 2019 e 2020;
- Report ARERA 2020.

Per la derivazione dei parametri valutativi si è ricorsi a S&P Capital IQ, ai report di analisti e ai bilanci delle società comparabili.

La stima è effettuata al 31/12/2020 ("Data di riferimento"), data cui si riferiscono i parametri valutativi impiegati nel processo estimativo, muovendo dalle situazioni economiche e patrimoniali consuntive 2017-2019 e dal budget economico 2020 di Ascotrade.

La valutazione si fonda, strettamente, sui documenti ricevuti e raccolti, oltre che sui dati di mercato disponibili alla Data di riferimento. Sull'informazione economico-patrimoniale, derivata dai bilanci pubblicati di Ascotrade, peraltro sottoposti a revisione contabile da società di revisione indipendente, e sulle altre informazioni contenute nei documenti richiamati, il sottoscritto non ha condotto alcuna indagine specifica volta a verificarne autenticità, origine, accuratezza e completezza.

La stima non può essere utilizzata per finalità differenti da quelle per cui è stata elaborata. Il sottoscritto non potrà essere ritenuto in alcun modo responsabile per perdite o danni subiti da terzi per l'utilizzo non autorizzato della presente stima.



2 Contesto della valutazione e profilo di Ascotrade

2.1 Sintetico profilo di Ascotrade e contesto della valutazione

Le origini di BIM Gestione Servizi Pubblici S.p.A. e della sua partecipazione nell'11% del capitale di Ascotrade S.p.A. risalgono al 1955, con la costituzione del Consorzio dei Comuni del Bacino Imbrifero Montano del Piave appartenenti alla provincia di Belluno, Ente Pubblico finalizzato a promuovere lo sviluppo dei 67 comuni consorziati grazie ai proventi derivanti dal sovracanone idroelettrico. Il Consorzio, che nel 1983 avvia la metanizzazione di Belluno e degli altri comuni consorziati, nel 1999 conferisce l'attività di vendita del gas alla società che sarebbe poi diventata BIMetano Servizi S.r.l. ("BIMetano").

Il 16 dicembre 2002, nel quadro della più generale riforma dei servizi pubblici locali e della liberalizzazione del settore del gas, il Consorzio si scinde in due società partecipate dai 67 comuni del BIM Piave, ossia BIM Infrastrutture S.p.A., proprietaria della rete, degli impianti e degli altri asset nel settore del gas naturale, e BIM Gestione Servizi Pubblici S.p.A., che riceve anche la partecipazione in BIMetano. Fin dall'inizio, attraverso la partecipata BIMetano, GSP gestisce in affidamento diretto la distribuzione del gas naturale e le attività di vendita, mentre dal 2004 è anche a capo del servizio idrico integrato.

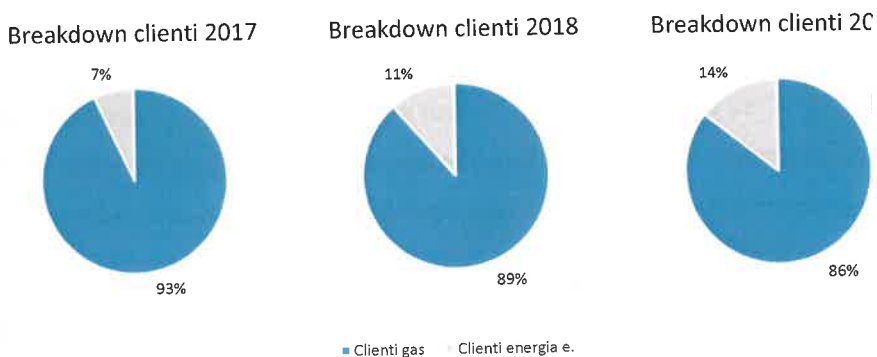
L'1 gennaio 2007, il ramo d'azienda relativo alla vendita del gas, che allora conta circa 29.000 clienti, è conferito da BIMetano ad Ascotrade, a fronte dell'emissione di nuove azioni pari all'11% del capitale sociale di quest'ultima. La partecipazione nell'11% di Ascotrade il 28/03/2008 è, infine, trasferita a GSP.

Ascotrade segue un percorso analogo. In questo caso, dal Consorzio BIM Piave Treviso, dapprima, nasce l'Azienda Speciale Consorziale del Piave (A.S.CO) e poi, con passaggi successivi, Ascopiave S.p.A., controllata da 93 comuni delle province di Treviso, Belluno, Venezia e Pordenone. Nel 2003, in attuazione di quelle stesse previsioni del Decreto Letta che portano alla costituzione di GSP, le attività di vendita di gas naturale di Ascopiave sono conferite a Ascotrade S.p.A.. Da allora Ascotrade cresce progressivamente diventando uno degli operatori di riferimento nel settore della vendita del gas e, in subordine, dell'energia elettrica, fino a servire circa 350mila clienti, costituiti per lo più da utenze domestiche e piccole e medie imprese, distribuiti tra Veneto, Friuli Venezia

Giulia, Emilia Romagna e Lombardia, con ricavi che negli ultimi esercizi si sono assestati attorno a € 300-350 mln e con un organico di circa 90 persone (92 al 31/12/2019, di cui 89 impiegati).

Più specificatamente, a fine 2019 la struttura della Società, oltre che sulla sede di Pieve di Soligo, poteva contare su 22 sportelli distribuiti nel nord est del paese, principalmente in Veneto (77% del totale), e su 297mila clienti gas e 50mila clienti energia elettrica. Negli ultimi anni (Figura 1) in termini di clienti il peso del segmento energia elettrica è progressivamente aumentato, pur rimanendo minoritario rispetto a quello relativo alla vendita di gas naturale.

Figura 1 - Evoluzione numero clienti per linea di business Ascotrade 2017- 2019



Fonte: elaborazione da bilanci Ascotrade

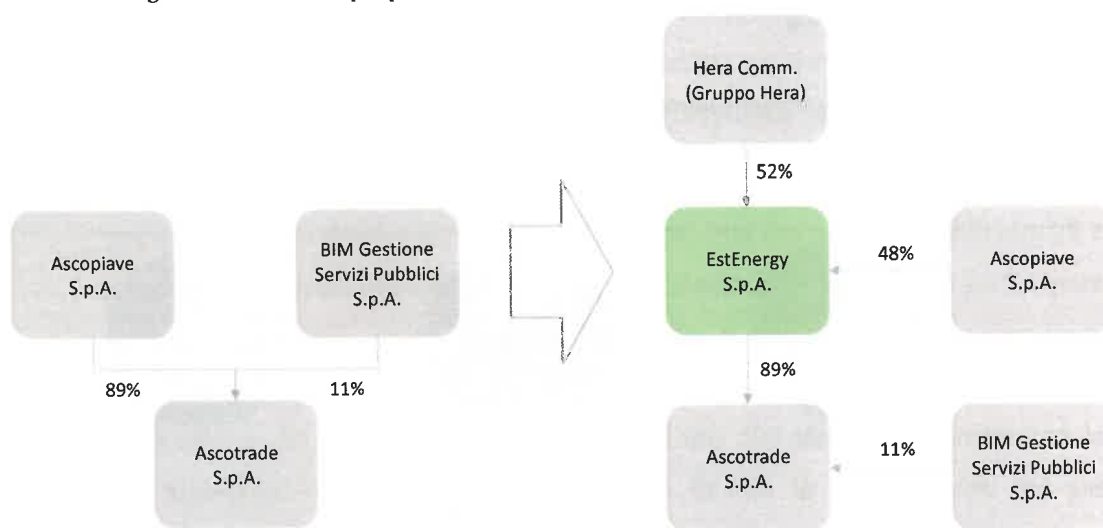
Come illustrato dettagliatamente oltre nel testo, i clienti business sono relativamente poco numerosi (circa 0,4%), ma sviluppano una parte non trascurabile del fatturato gas (23,8%) ed energia elettrica (11,4%)¹.

Quanto alla struttura proprietaria, Ascotrade è rimasta nel perimetro di Ascopiave (Figura 2) fino a dicembre 2019, quando si è completato il suo passaggio al Gruppo Hera attraverso un articolato deal. L'operazione, annunciata a giugno 2019, ha previsto lo scambio di asset tra il Gruppo Ascopiave ed Hera con la concentrazione della distribuzione del gas in capo alla prima e della vendita di gas ed energia elettrica in capo alla seconda. Con riferimento a questo secondo segmento di business, che ha interessato direttamente anche Ascotrade, sono confluite in un unico veicolo, EstEnergy S.p.A., le attività commerciali *energy* di Veneto, Friuli-Venezia Giulia e Lombardia, dando vita a un

¹ Fonte: Budget Ascotrade 2020.

primario operatore a livello nazionale, con oltre un milione di clienti serviti tra gas (795 mila) ed energia elettrica (265 mila). Da dicembre 2019, pertanto, Ascotrade è controllata all'89% da EstEnergy, che a sua volta è controllata, con una quota del 52% da Hera Comm. S.p.A. del Gruppo Hera, mentre il rimanente 48% è detenuto da Ascopiave. GSP ha conservato la partecipazione nell'11% del capitale di Ascotrade, ma ha perso la rappresentanza nel Consiglio di Amministrazione della Società che aveva sotto la guida Ascopiave.

Figura 2 - Struttura proprietaria di Ascotrade pre e post deal con Gruppo Hera



Fonte: visura storica Ascotrade e AIDA - Bureau Van Dijk

Dopo aver mantenuto in portafoglio l'interessenza in Ascotrade per oltre 15 anni, nel corso del 2020 GSP ha maturato la decisione di cederla. A incidere su tale scelta è stata soprattutto l'operazione del 2019, che ha sancito il passaggio di Ascotrade al Gruppo Hera. Anche alla luce dei cambiamenti in atto nel comparto, con il prospettato, quantunque a lungo rinviato, venir meno del regime della maggior tutela, l'inserimento della Società in un Gruppo di maggiori dimensioni può essere inteso come un passaggio che permette di valorizzare al meglio gli asset di Ascotrade, in particolare la base clienti, rendendola attrice e non passiva spettatrice dei processi di concentrazione in atto dell'offerta.

Con il mutamento di assetto proprietario, tuttavia, la Partecipazione ha assunto per GSP ancora più la natura di investimento puramente finanziario, circostanza che l'ha spinto a ritenere più opportuno, nell'ambito delle più generali linee strategiche perseguite, procedere con la sua cessione. In tale contesto il CdA di GSP ha incaricato il sottoscritto di stimare il valore di mercato della partecipazione nell'11% di Ascotrade al 31/12/2020,

valore da porre a base d'asta nel caso in cui l'Assemblea deliberi di procedere con la sua cessione.

2.2 Evoluzione recente del settore di riferimento

Il settore *utility*, e in particolare la vendita di luce e gas, in Italia è caratterizzato dalla presenza di regolamentazioni e normative specifiche. Nel 1995, il governo italiano ha istituito l'autorità di regolazione per energia reti e ambienti (ARERA), un'autorità amministrativa indipendente che ha l'obiettivo di garantire la concorrenza e l'efficienza nei servizi di pubblica utilità e la tutela dei consumatori. Fra le competenze di ARERA vi è la determinazione delle tariffe per l'utilizzo delle infrastrutture nei settori energetici, nonché la definizione dei requisiti minimi di qualità dei servizi. Ad oggi, i consumatori italiani hanno la possibilità di scegliere fra mercato libero e mercato tutelato per l'acquisto di energia elettrica e gas. I due mercati si differenziano per il diverso livello di intervento dell'autorità nella determinazione delle tariffe. Nel mercato libero, infatti, l'autorità interviene solo nella regolamentazione dei cosiddetti "oneri passanti", ovvero i costi di trasporto, di distribuzione della materia prima e gli oneri di sistema. Nel mercato tutelato, invece, le tariffe sono interamente definite dall'autorità. Ad oggi, l'abolizione del mercato tutelato è prevista a partire da gennaio 2022.

Il comparto in cui opera la Società è dominato da tre grandi operatori (Eni, Edison ed Enel) che controllano oltre il 44% del mercato (sommando le diverse controllate riportate nel panel), mentre il restante 56% è diviso fra una moltitudine di player con quote per lo più inferiori all'1%.

Ascotrade ricopre la 17esima posizione, con una *market share* nel 2019 dello 0,9% che, sommata a quella di Hera, porta il Gruppo al 4% del mercato italiano del gas, immediatamente alle spalle dei player di maggiori dimensioni.

La polarizzazione del mercato tra pochi grandi e molti piccoli operatori è ben evidenziata dalla Figura 4, da cui si nota come le 26 grandi società di vendita controllino il 74% della domanda, mentre le 377 piccole e piccolissime arrivino appena all'8%.

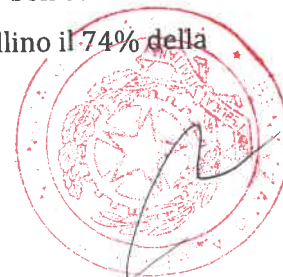


Figura 3 - Vendite al mercato finale gas dei principali operatori nel 2019

Rank	Società	A grossisti e		Totale M(m ³)	Quota mercato (%)
		A clienti finali M(m ³)	venditori M(m ³)		
1	Eni	5.820	35.592	41.412	10,0%
2	Edison Energia	5.514	1.981	7.495	9,5%
3	Eni Gas e Luce	5.444	44	5.488	9,4%
4	Enel Energia	4.270	0	4.270	7,4%
5	Iren Mercato	2.634	170	2.804	4,5%
6	Enel Global Trading	2.524	20.380	22.904	4,3%
7	EP Commodities	2.183	465	2.648	3,8%
8	Edison	2.083	14.291	16.374	3,6%
9	Hera Comm	1.788	159	1.947	3,1%
10	A2A Energia	1.711	65	1.776	2,9%
11	Sorgenia	1.665	654	2.319	2,9%
12	Axpo Italia	1.515	3.242	4.757	2,6%
13	Engie Italia	1.169	14.922	16.091	2,0%
14	Shell Energy Italia	1.134	938	2.072	2,0%
15	Estra Energie	1.040	1.810	2.850	1,8%
16	E.ON Energia	971	113	1.084	1,7%
17	Solvay Energy Services Italia	696	0	696	1,2%
18	Unogas Energia	678	154	832	1,2%
19	Vivigas	598	128	726	1,0%
20	Ascotrade	503	380	883	0,9%
21	Dolomiti Energia	498	0	498	0,9%
22	Soenergy	434	109	543	0,7%
23	Egea Commerciale	418	25	443	0,7%
24	ArcelorMittal Italia	376	0	376	0,6%
25	Alperia Smart Services	373	33	406	0,6%
26	Bluenergy Group	320	202	522	0,6%
27	Repower Vendita Italia	314	0	314	0,5%
28	Consorzio Toscana Energia	310	9	319	0,5%
29	Duferco Energia	307	1.354	1.661	0,5%
30	MET Energia Italia	304	4	308	0,5%
n.d.	Altri	10.429	26.477	36.906	18,0%
TOTALE		58.023	123.701	181.724	100%

Fonte: ARERA, Indagine annuale sui settori regolati, 2020

Figura 4 - Dettaglio volumi per tipologia di operatore nel settore gas

Operatori	2015	2016	2017	2018	2019
Numero	378	402	420	417	446
Grandi	7%	6%	6%	6%	6%
Medi	15%	14%	12%	12%	10%
Piccoli	79%	80%	81%	82%	85%
Volume venduto - G(m³)	54	58	60	57	58
Grandi	67%	69%	71%	70%	74%
Medi	24%	22%	21%	20%	18%
Piccoli	9%	8%	8%	9%	8%

Fonte: ARERA, Indagine annuale sui settori regolati, 2020. Le società grandi hanno volumi di vendita superiori a 1.000 M(m³), le società medie compresi tra 100 e 1.000 M(m³) e quelle piccole inferiori a 100 M(m³)

Inizialmente previsto per luglio 2020, con la Legge n. 8 del 28 febbraio 2020 di conversione del Decreto Legge n. 162/2019 il termine dei regimi di tutela è stato rinviato tra il 2021 e il 2022. Nel dettaglio per il settore energia elettrica la fine è stata differenziata

per tipologia di cliente: 1 gennaio 2021 per le piccole imprese e 1 gennaio 2022 per i clienti domestici e per le microimprese. Per quanto concerne il settore gas, il termine ultimo e unico è l'1 gennaio 2022. La fine del regime della maggior tutela dovrebbe accentuare ulteriormente le dinamiche competitive già in atto ossia, da un lato, lasciare un certo spazio a iniziative di minori dimensioni, spesso con un raggio d'azione locale e, dall'altro, favorire l'ulteriore sviluppo delle società che già oggi sono protagoniste di processi di concentrazione dell'offerta, anche attraverso operazioni di M&A, che sembrano agevolate dalla notevole frammentazione di una parte del mercato.

Altre tendenze di medio periodo e di carattere generale che stanno interessando il comparto si muovono lungo le direttrici dettate dall'Unione Europea, ossia, il *green deal*, con l'obiettivo di tagliare la produzione di CO₂, la digitalizzazione dei processi e la *just transition*, con la più generale responsabilizzazione delle società sui temi ESG (*Environmental, Social and Governance*).

Queste tendenze di fondo, a partire dai fenomeni di concentrazione dell'offerta, non sembra siano state sostanzialmente intaccate dall'esplosione della pandemia di Covid-19 del 2020. L'anno appena concluso è stato caratterizzato da: (i) misure di contenimento della mobilità delle persone e delle attività produttiva per fermare e controllare il diffondersi della pandemia; (ii) tempesta sfavorevole che ha condotto ad un sostanziale calo dei consumi di gas naturale e di energia elettrica, accompagnato da una diminuzione dei prezzi di tali materie prime.

Queste dinamiche, pur avendo generato incertezza nel breve termine, non sembrano aver modificato le attese in merito all'evoluzione delle prestazioni delle società (e di Hera nello specifico) nel medio-lungo periodo. Ne è prova che gli analisti IMI hanno mantenuto sostanzialmente inalterate, rispetto ai valori *forecasted* pre-Covid, le previsioni di fatturato sul Gruppo Hera dal 2021 in poi, ritoccando addirittura verso l'alto il target price (da € 4,4 ad agosto 2019 a € 4,7 a gennaio 2021). La pandemia in atto dovrebbe determinare soprattutto un allungamento delle dilazioni medie di incasso dei crediti verso clienti e un certo deterioramento della qualità del credito.

mi di
piccole

2020 di
rinvio
renziata



A handwritten signature in black ink is located in the bottom right corner of the page, below the red circular stamp.

2.3 Risultati economico-patrimoniali e finanziari consuntivi 2015-2019 di Ascotrade

Ad oggi Ascotrade commercializza principalmente nel triveneto gas naturale ed energia elettrica. La Società vende ai clienti finali che nella maggioranza dei casi sono utenze residenziali.

Figura 5 - Evoluzione utenze Ascotrade 2015-2020

Analisi clienti - Gas	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Cagr 15-19
	Cons.	Cons.	Cons.	Cons.	Cons.	Budget	
Numero	321.553	317.498	313.862	307.607	296.993	289.150	-2,0%
Ricavi (€.000)	334.451	261.570	268.958	306.967	298.457	224.348	-2,8%
Ric. medio (€.000)	1,04	0,82	0,86	1,00	1,00	0,78	-0,9%
Analisi clienti - Energia e.	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Cagr 15-19
	Cons.	Cons.	Cons.	Cons.	Cons.	Budget	
Numero	19.759	26.381	32.371	39.832	49.883	53.885	26,1%
Ricavi (€.000)	18.421	19.757	21.537	25.990	36.098	37.730	18,3%
Ric. medio (€.000)	0,93	0,75	0,67	0,65	0,72	0,70	-6,1%

Fonte: elaborazione dai bilanci 2015-19 e dal budget 2020 Ascotrade

A fine 2019 Ascotrade aveva circa 347 mila clienti, sostanzialmente in linea con quelli del 2018. Analizzando più nel dettaglio la base di clienti, appare immediata la sostituzione che sta avvenendo fra i clienti gas e quelli dell'energia elettrica. Tale fenomeno può essere spiegato, da un lato, dalla progressiva perdita di clienti del mercato del gas tutelato e, dell'altro, dai risultati positivi generati dall'attività di sviluppo del mercato dell'energia elettrica.

Spostando il focus sul ricavo medio generato per cliente, emergono due trend differenti per le due *business unit* (BU). Nella BU gas, la dimensione del cliente medio resta stabile fra il 2015 e il 2019. Un trend negativo invece si è registrato sia nel fatturato medio e sia nel volume venduto medio per cliente nella BU energia elettrica. Tale andamento indica dunque che la Società sta acquisendo clienti mediamente più piccoli rispetto al passato.

Le Figure seguenti riportano i risultati conseguiti da Ascotrade nel quinquennio 2015-2019 ed il budget 2020, rielaborati a partire dai dettagli forniti nella nota integrativa dalla Società.

Sul fronte dei risultati di conto economico, i ricavi di vendita si assestano nell'ultimo esercizio (2019) a € 338,6 mln, in contrazione dell'1,1% rispetto al 2018. Il decremento è da ascrivere alla diminuzione dei volumi commercializzati di gas naturale, che passano da mc 513,8 mln a mc 501,5 mln, per effetto della diminuzione dei clienti (296.993 rispetto ai 307.607 al 31/12/2018).

Figura 6 - Conto economico riclassificato consuntivo 2015-19 e budget 2020 Ascotrade

Conto economico	2015	2016	2017	2018	2019	2020
€.000	Cons.	Cons.	Cons.	Cons.	Cons.	Budget
Ricavi da vendita gas - Mercato fin.	334.451	261.570	268.958	306.967	298.457	224.348
Costi di acquisto gas - Mercato fin.	(236.782)	(161.803)	(181.043)	(219.663)	(210.085)	(137.499)
Costo del vettorialemento gas	(58.629)	(49.829)	(53.273)	(53.006)	(55.087)	(55.403)
Primo margine gas - Mercato fin.	39.040	49.938	34.642	34.298	33.285	31.446
% su Ricavi da vendita gas - Mercato fin.	11,7%	19,1%	12,9%	11,2%	11,2%	14,0%
Ricavi da vendita gas - Trading	982	0	1.941	9.490	4.051	0
Costi di acquisto gas - Trading	0	0	(1.897)	(9.240)	(4.020)	0
Costo di trasporto gas - Trading	0	0	19	(282)	(10)	0
Primo margine gas - trading	982	0	63	(32)	21	0
% su Ricavi da vendita gas - Trading	100,0%	-	3,2%	-0,3%	0,5%	-
Ricavi da vendita energia e.	18.421	19.757	21.537	25.990	36.098	37.730
Costi di acquisto energia e.	(17.587)	(18.255)	(19.368)	(23.243)	(32.456)	(32.732)
Primo margine energia e.	834	1.502	2.169	2.747	3.642	4.998
% su Ricavi energia e.	4,5%	7,6%	10,1%	10,6%	10,1%	13,2%
Totale ricavi	353.854	281.327	292.436	342.447	338.606	262.078
% crescita annua		-20,5%	3,9%	17,1%	-1,1%	-22,6%
Totale costi primo margine	(312.998)	(229.887)	(255.562)	(305.434)	(301.658)	(225.633)
Totale primo margine	40.856	51.440	36.874	37.013	36.948	36.444
% su Ricavi	11,5%	18,3%	12,6%	10,8%	10,9%	13,9%
Altri ricavi	3.488	4.638	4.784	5.185	4.651	4.324
Costi per servizi	(12.625)	(12.327)	(14.619)	(14.249)	(13.003)	(12.626)
Costi del personale	(3.987)	(4.606)	(4.887)	(4.888)	(5.129)	(5.109)
Costi godimento beni di terzi (*)	(764)	(777)	(841)	(784)	(917)	(751)
Oneri diversi di gestione	(470)	(416)	(396)	(453)	(349)	(335)
Svalutazioni e accantonamenti	(1.186)	(1.108)	(835)	(828)	(1.886)	(888)
EBITDA	25.312	36.844	20.080	20.996	20.315	21.060
% su Ricavi	7,2%	13,1%	6,9%	6,1%	6,0%	8,0%
Ammortamenti imm.ni mat.li	(27)	(34)	(33)	(35)	(35)	(37)
EBITA	25.285	36.810	20.047	20.961	20.280	21.023
% su Ricavi	7,1%	13,1%	6,9%	6,1%	6,0%	8,0%
Ammortamenti imm.ni immat.li	(365)	(365)	0	0	0	0
EBIT	24.920	36.445	20.047	20.961	20.280	21.023
% su Ricavi	7,0%	13,0%	6,9%	6,1%	6,0%	8,0%
Proventi e oneri finanziari	74	127	138	123	89	88
EBT	24.994	36.572	20.185	21.084	20.369	21.111
% su Ricavi	7,1%	13,0%	6,9%	6,2%	6,0%	8,1%
Imposte	(7.952)	(11.528)	(5.702)	(5.967)	(5.847)	(5.887)
Risultato netto	17.042	25.044	14.483	15.117	14.522	15.225
% su Ricavi	4,8%	8,9%	5,0%	4,4%	4,3%	5,8%

Fonte: elaborazione dai bilanci 2015-19 e dal budget 2020 Ascotrade. (*) nel 2019 include Ammortamento diritti d'uso per prima adozione IFRS 16

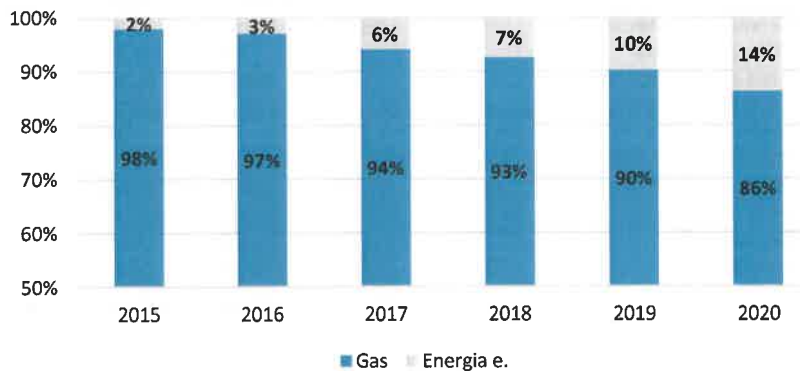
Come richiamato in precedenza, la Società nel 2019 genera oltre l'88% dei suoi ricavi dal business del gas naturale, pari a € 302 mln. La restante parte, € 36 mln, deriva dalla vendita di energia elettrica.

Il Primo margine, dato dalla differenza tra ricavi e i costi della materia prima e gli oneri di distribuzione, con l'eccezione del 2016, tra il 2015 e il 2019 si è mantenuto tra l'11% e il 12,6% dei ricavi, mentre era previsto in aumento al 13,9% nel 2020. Si evidenzia, inoltre, come negli ultimi esercizi l'incidenza del Primo margine delle due linee di business tenda a convergere al 10-11%.



Figura 7 - Breakdown del Primo margine per linea di business consuntivo 2015-19 e budget 2020

Ascotrade



Fonte: elaborazione dai bilanci 2015-19 e dal budget 2020 Ascotrade

A livello di struttura, nel 2019 si segnala la contrazione dei costi per servizi per € 1,2 mln, soprattutto per interventi sull'attività di invio delle bollette (- € 209 mila), per consulenze amministrative e tecniche (- € 677 mila) e per servizi commerciali e pubblicità (- € 191 mila). I principali costi che nel 2019 compongono questa voce sono: i servizi di consulenza per € 5,3 mln, le altre spese di gestione per € 3,6 mln e i servizi commerciali e pubblicità per € 1,5 mln.

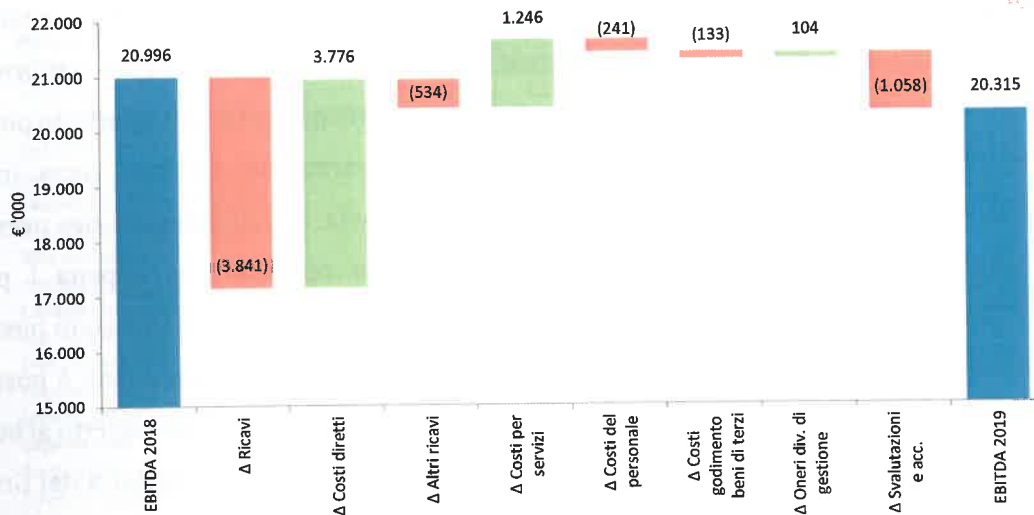
Figura 8 - Dettaglio dipendenti consuntivo 2015-19 e budget 2020 Ascotrade

Dettaglio dipendenti €.000	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Cons.	Cons.	Cons.	Cons.	Cons.	Budget
Dirigenti	2	2	2	2	3	n.d.
Impiegati	80	81	85	89	89	n.d.
Totale dipendenti	82	83	87	91	92	n.d.
Totale ricavi	353.854	281.327	292.436	342.447	338.606	262.078
Costi del personale	(3.987)	(4.606)	(4.887)	(4.888)	(5.129)	(5.109)
Dipendenti medi nell'anno	79	97	99	93	99	n.d.
Ricavi/dipendenti	4.479	2.900	2.954	3.682	3.420	n.d.
Costo del personale/dipend.	(50)	(47)	(49)	(53)	(52)	n.d.

Fonte: elaborazione dai bilanci 2015-19 e dal budget 2020 Ascotrade

Negli ultimi cinque esercizi, Ascotrade ha incrementato l'organico di 10 unità, portandolo a 92 dipendenti a fine 2019. Il costo medio per addetto nel periodo preso in analisi è variato da un minimo di € 49 mila nel 2017 a un massimo di € 53 mila nel 2018, mentre nel 2019 si è assestato a € 52 mila.

Figura 9 - EBITDA bridge 2018-2019

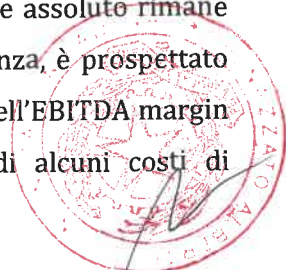


Fonte: elaborazione da bilanci Ascotrade

A seguito dell'adozione dell'IFRS 16, nel 2019 sono iscritti a conto economico Ammortamenti di diritti d'uso per € 268 mila (soprattutto di immobili in locazione): per favorire la comparabilità con gli esercizi precedenti e con il budget 2020, predisposto senza seguire le previsioni dell'IFRS 16, tali ammortamenti sono stati riclassificati tra i costi per godimento beni di terzi.

Gli altri costi di struttura hanno avuto un andamento maggiormente in linea con quello del fatturato, permettendo alla Società di conseguire nel 2019 un EBITDA di € 20,3 mln, sostanzialmente analogo a quello dei due esercizi precedente. Anche il Reddito netto, influenzato oltre che dalla gestione fiscale, dai (pochi) ammortamenti materiali e dai proventi finanziari netti, nel triennio 2017-2019 si mantiene stabile, tra € 14,5-15 mln.

Nel budget 2020, redatto nel dicembre 2019 prima dello scoppio della pandemia di Covid-19, è prevista una leggera contrazione del numero clienti (-1,1%), che deriva dalla perdita di 8 mila clienti gas e dall'acquisizione di 4 mila clienti energia. Pur essendo prevista una significativa contrazione dei ricavi, soprattutto per effetto della riduzione dei prezzi (di acquisto e di vendita) della materia prima, il Primo margine in valore assoluto rimane stabile e in linea con quello dei precedenti tre esercizi. Di conseguenza, è prospettato l'incremento dell'incidenza del Primo margine sui ricavi al 13,9% e dell'EBITDA margin all'8,0%, quest'ultimo positivamente influenzato dalla riduzione di alcuni costi di struttura.



Come premesso, il budget 2020 è stato sviluppato prima del fenomeno pandemico. La diffusione del Covid-19 e il lock-down della primavera 2020 hanno esacerbato le tensioni sui mercati della materia prima, portando a un repentino calo dei prezzi. Nel breve, la riduzione del costo di approvvigionamento della materia può generare un effetto positivo sui margini delle utenze del mercato tutelato, verso cui c'è una certa inerzia nell'adeguamento dei prezzi di vendita. Si tratta, tuttavia, di un fenomeno, ove presente, temporaneo e compensato da dinamiche di segno opposto non appena i prezzi ricominciano ad aumentare. Per la redazione della presente perizia non è stato possibile accedere a resoconti intermedi della gestione di Ascotrade e, pertanto, non è possibile valutare se e in che misura la pandemia abbia determinato scostamenti rispetto al budget 2020 predisposto a dicembre 2019. Dalla lettura della relazione finanziaria del Gruppo Hera al 30 settembre 2020, si apprende che l'indice dei prezzi per il gas naturale all'hub olandese, riferimento dei prezzi breve termine in Europa, ha segnato un calo nei primi nove mesi del 2020 pari al 45% rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente, mentre il mercato dell'energia ha evidenziato una riduzione del prezzo del 34%.

Come descritto in precedenza, nel dicembre 2019 si è perfezionata l'operazione tra Hera S.p.A. e Ascopiave S.p.A. che ha comportato per la Società un cambio di governance i cui effetti saranno verosimilmente visibili nei prossimi esercizi. Nel dettaglio, il Gruppo Hera ha iniziato un processo di integrazione di Ascotrade volto ad armonizzare strutture, prodotti, politiche di marketing, canali di vendita, processi, procedure e approcci gestionali. In tale contesto sono state identificate tre principali linee di intervento²:

- Accelerazione commerciale, attraverso lo sviluppo dei canali di vendita e degli strumenti di marketing, il potenziamento del portafoglio offerte e lo studio di offerte ai clienti di servizi innovativi *energy-related*;
- Massimizzazione della *customer experience*;
- Ottimizzazione delle strutture di costo e ricerca di sinergie operative ed economie di scopo e di scala.

² Fonte: Ascotrade S.p.A. – Relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2019.

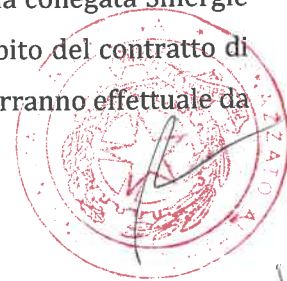
Figura 10 - Stato Patrimoniale consuntivo 2015-19 e budget 2020 Ascotrade

Stato patrimoniale	2015	2016	2017	2018	2019	2020
€ 000	Cons.	Cons.	Cons.	Cons.	Cons.	Budget
Magazzino	1.418	1.945	1.608	2.659	1.493	1.544
Crediti vs clienti	102.600	81.575	86.757	97.270	80.155	73.276
Debiti vs fornitori	(80.844)	(60.859)	(65.794)	(75.574)	(58.767)	(48.667)
Depositi cauzionali	(4.641)	(4.724)	(4.684)	(4.622)	(4.485)	(4.588)
Capitale circolante netto comm.le	18.533	17.937	17.887	19.733	18.396	21.565
% su Ricavi	47,5%	35,9%	51,6%	57,5%	55,3%	68,6%
Altri crediti operativi	5.283	3.294	7.019	6.315	4.884	3.419
Altri debiti operativi	(6.106)	(12.738)	(9.685)	(8.574)	(7.065)	(6.580)
Capitale circolante netto	17.710	8.493	15.221	17.474	16.215	18.403
% su Ricavi	45,4%	17,0%	43,9%	50,9%	48,7%	58,5%
Imm.ni immat.li	4.514	4.149	4.149	4.149	4.149	4.149
Imm.ni mat.li	124	102	100	115	128	178
Imm.ni IFRS 16	0	0	0	0	1.234	1.234
Capitale fisso	4.638	4.251	4.249	4.264	5.511	5.561
Fondi rischi e oneri	0	(157)	(251)	(152)	(354)	(252)
Depositi cauzionali Sinergie Italia	8.193	8.193	7.510	7.510	7.510	7.510
Capitale investito netto	30.541	20.780	26.729	29.096	28.882	31.222
% su Ricavi	78,2%	41,6%	77,2%	84,8%	86,8%	99,3%
Disponibilità liquide	(7.773)	(1.925)	(2.732)	(4.333)	(5.885)	1.633
Altre attività finanziarie	0	(16.704)	0	0	0	0
Debiti vs banche	0	0	12	11	12	0
Altre passività finanziarie	6.742	0	637	3.567	5.511	0
Posizione finanziaria netta	(1.031)	(18.629)	(2.083)	(755)	(362)	1.633
Strumenti derivati	254	(1.764)	(1.449)	1.037	385	
Fondo TFR	405	465	525	583	536	564
PFN allargata	(372)	(19.928)	(3.007)	865	559	2.196
Capitale sociale	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Riserve	12.871	14.664	14.253	12.114	12.801	12.801
Utile del periodo	17.042	25.044	14.483	15.117	14.522	15.225
Patrimonio netto	30.913	40.708	29.736	28.231	28.323	29.026
Totale fonti	30.541	20.780	26.729	29.096	28.882	31.222

Fonte: 2015-2019 elaborazioni da bilanci Ascotrade; 2020 proiezione BZM

Passando all'analisi dello stato patrimoniale, si osserva come il capitale circolante, che costituisce larga parte del capitale investito netto, con l'eccezione del 2016, oscilla tra il 45% e il 50% circa del fatturato. Nell'ultimo biennio è leggermente diminuito in valore assoluto e come incidenza sui ricavi sia per effetto della contrazione del volume d'affari sia per la riduzione dei giorni medi di incasso, in parte compensata dalla flessione dei giorni medi di pagamento ai fornitori.

Dalla voce Altri crediti operativi sono stati scorporati ed isolati i depositi cauzionali per € 7,5 mln. Questa somma si riferisce al deposito cauzionale versato alla collegata Sinergie Italiane S.r.l. (in liquidazione) in ragione di quanto previsto nell'ambito del contratto di approvvigionamento del gas naturale, a garanzia delle vendite che verranno effettuate da Sinergie Italiane S.r.l. ad Ascotrade S.p.A..



Dal lato del capitale fisso si segnala che la quasi totalità delle immobilizzazioni è costituita da avviamento, del valore contabile netto di € 4,1 mln nel 2019. Tale valore deriva dai conferimenti: (i) dei rami vendita gas effettuato da Ascopiave S.p.A. (2003 e 2005), (ii) del ramo d'azienda di vendita del gas naturale da parte di Bimetano Servizi S.r.l. avvenuto nel 2003 e incrementato nel 2007.

Figura 11 - Cash flow consuntivo 2015-19 e budget 2020 Ascotrade

Cash flow €.000	2016	2017	2018	2019	2020
	Cons.	Cons.	Cons.	Cons.	Budget
EBITDA	36.844	20.080	20.996	20.315	21.060
Imposte	(11.528)	(5.702)	(5.967)	(5.847)	(5.887)
Cash flow gestione corrente	25.316	14.378	15.029	14.468	15.174
Variaz CCN comm.le	596	50	(1.846)	1.337	(3.169)
Variazione altri crediti operativi	1.989	(3.725)	704	1.431	1.465
Variazione altri debiti operativi	6.632	(3.053)	(1.111)	(1.509)	(485)
Cash flow gestione operativa	34.533	7.650	12.776	15.727	12.985
Capex nette (*)	(12)	(31)	(50)	(48)	(87)
Cash flow operativo totale	34.521	7.619	12.726	15.679	12.898
Proventi finanziari netti	127	138	123	89	88
Proventi/Oneri straordinari	0	0	0	0	0
Var. Depositi cauzionali Sinergie Italia	0	683	0	0	0
Variazione fondi	157	94	(99)	202	(102)
Cash flow al servizio del debito	34.805	8.534	12.750	15.970	12.885
Variazione TFR	60	60	58	(47)	
Variazione attività finanziarie	(16.704)	16.704	0	0	
Variazione debit vs banche MLT	0	12	(1)	1	
Variazione strumenti derivati	(2.018)	315	2.486	(652)	
Variazione altre pass. finanziarie (*)	(6.742)	637	2.930	710	
Cash flow al servizio dell'equity	9.401	26.262	18.223	15.982	
Variazioni PN	(15.249)	(25.455)	(16.622)	(14.430)	(14.522)
Cash flow netto	(5.848)	807	1.601	1.552	(7.518)
Cassa BoY	7.773	1.925	2.732	4.333	
Cassa EoY	1.925	2.732	4.333	5.885	
Variazione PFN (*)	19.556	(16.921)	(3.872)	306	(1.637)
PFN iniziale	372	19.928	3.007	(865)	(559)
PFN finale	19.928	3.007	(865)	(559)	(2.196)

Fonte: 2015-2019 elaborazione da bilanci Ascotrade; 2020 proiezione BZM. La Variazione PFN è data dalla somma algebrica del Cash flow al servizio del debito e delle Variazioni di PN. () Valori depurati degli effetti indotti dall'adozione dell'IFRS 16*

Essendo il budget 2020 sprovvisto di una previsione patrimoniale, se ne è elaborata una al solo scopo di quantificare la probabile (o verosimile) posizione finanziaria netta al termine del 2020. Il capitale circolante netto commerciale è stato ricostruito basandosi sui giorni medi di rotazione degli ultimi tre anni di magazzino (*Days Inventory Outstanding - DIO*), crediti (*Days Sales Outstanding - DSO*) e debiti (*Days Purchase Outstanding - DPO*). A causa della pandemia di Covid-19, si è ipotizzato un peggioramento di circa il 20% delle dilazioni medie di incasso dei crediti verso clienti. I depositi cauzionali sono stati ricostruiti sulla base del valore medio per cliente il 2017-2019 e riproporzionati sulla base clienti 2020, mentre le altre voci operative del CCN, le

i è costituita
e deriva dai
005), (ii) del
venuto nel

immobilizzazioni e i fondi rischi e oneri sono stati proiettati in continuità con i trend rilevati nell'ultimo biennio o triennio. La PFN, in mancanza di elementi di dettaglio sull'evoluzione delle singole voci che la compongono, nel 2020 è stata proiettata in modo complessivo a tappo rispetto alle altre variazioni, come illustrato nel cash flow.

A dicembre 2019 Ascotrade evidenzia una PFN di € 362 mila composta per € 5,9 mln da disponibilità liquide e per € 5,5 mln da debiti finanziari a breve. Come si evince dal rendiconto finanziario, il cash flow al servizio dell'equity risulta sempre ampiamente positivo. Peraltro, la Società nel periodo analizzato ha sempre distribuito dividendi pari all'utile dell'anno precedente³.

Il cash flow 2020, frutto del budget 2020 realizzato dalla società e della stima dello stato patrimoniale ricostruita da BZM, evidenzia una generazione di cassa inferiore agli ultimi tre anni a causa del peggioramento dei DSO causato dalla contingenza Covid-19.

2020
Budget
21.060
(5.887)
15.174
(3.169)
1.465
(485)
12.985
(87)
12.898
88
0
0
(102)
12.885
(14.522)
(7.518)
(1.637)
(559)
(2.196)

Figura 12 - PFN mensile 2015-19 Ascotrade



ione PFN è
(*). Valori

borata una
ia netta al
basandosi
Inventory
Purchase
ioramento
I depositi
17-2019 e
el CCN, le

PFN	2016	2017	2018	2019	2020
€ 000	Cons	Cons	Cons	Cons	Cons
31/12	(18.629)	(2.083)	(755)	(362)	1.633
Media nell'anno	(16.958)	(18.829)	(23.804)	(26.438)	n.d.

Fonte: elaborazione da bilanci Ascotrade



³ Nel rendiconto finanziario, la Variazione PN non coincide sempre con i dividendi pagati nell'anno perché, essendo calcolata in modo indiretto, incorpora tutte le variazioni di patrimonio netto del periodo.

L'andamento mensile della PFN di Ascotrade, coerentemente con quella osservata in altre società del settore, è caratterizzato da una elevata stagionalità. In particolare, la PFN tende a peggiorare verso la fine dell'anno, in corrispondenza con l'aumento delle vendite del gas e della corrispondente crescita dei crediti commerciali, e a migliorare in primavera, quando, al termine della stagione invernale, il circolante comincia a scaricarsi e a liberare cassa. Il fenomeno nel caso di Ascotrade è particolarmente rilevante, ove si consideri che la cassa media mensile degli ultimi tre esercizi (in crescita) è oscillata tra € 19 mln ed € 26 mln, a fronte di disponibilità liquide (nette) di fine esercizio del tutto marginali.



3 La valutazione delle aziende e delle partecipazioni

3.1 Principi e metodologie di valutazione del capitale

La dottrina e la pratica professionale hanno elaborato differenti metodi per la stima del valore economico delle aziende e delle partecipazioni, con l'indicazione di fondo che la valutazione deve essere impostata seguendo il metodo più appropriato con riferimento alle caratteristiche intrinseche della realtà economica oggetto di stima, nonché dello scopo della valutazione medesima, verificandone la sostenibilità con opportune procedure di confronto e verifica.

Al di là della loro articolazione, tutti i criteri sono riconducibili a tre metodiche generali.

- a) Metodi di mercato (*market approach*), che forniscono indicazioni di valore attraverso la comparazione dell'attività oggetto di valutazione con altre simili per le quali siano disponibili indicazioni di prezzo recenti. Nel caso di aziende, i criteri comparativi di mercato si fondano tipicamente sul riferimento ai prezzi che si formano nel mercato borsistico (multipli di borsa) e nel mercato del controllo (multipli di transazioni comparabili).
- b) Metodi dei flussi di risultati attesi (*income approach*), che fondano la stima sulla capacità di un'attività reale o finanziaria di generare flussi di risultato nel futuro. Nel caso di aziende, i flussi possono essere configurati come flussi di reddito (criteri reddituali), tipicamente applicabili nei casi in cui il reddito normalizzato sia espressione della capacità reddituale media attesa futura, o come flussi di cassa (criteri finanziari), che riflettono le prospettive reddituali, al netto delle variazioni (di capitale fisso e circolante) necessarie a sostenere la dinamica dei redditi attesi. Questi ultimi appaiono quindi più adatti ad esprimere il valore del capitale nel caso di aziende in sviluppo e/o in fase di cambiamento. Appartengono a questa categoria anche i metodi che considerano i redditi e il costo del capitale investito (a titolo di debito e di *equity*), qualificandosi, quindi, come criteri che esplicano la creazione di valore nell'esercizio (*residual income, economic profit o economic value added*). Dato che il costo del capitale è calcolato a partire dal valore patrimoniale, questi ultimi rappresentano una versione (aggiornata) dei criteri misti patrimoniali-reddituali, sovente utilizzati nel passato per le valutazioni d'azienda. È utile precisare che tutti i criteri fondati sui risultati attesi (inclusi quelli "misti", che esplicano la creazione di valore), se correttamente applicati, debbono condurre al medesimo valore. La loro

applicazione congiunta può essere però utile, per porre in evidenza le relazioni tra le diverse componenti del processo di generazione di valore in azienda (capitale investito, redditività e costo del capitale; capitale investito, reddito e flussi di cassa), nonché per verificare tecnicamente la coerenza applicativa dei diversi criteri che elaborano i risultati attesi futuri.

- c) Metodi del costo (*cost o asset approach*), che si basano sulla stima dell'onere che dovrebbe essere sostenuto per sostituire o rimpiazzare l'attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente. Nelle valutazioni d'azienda, appartengono a quest'ambito i criteri patrimoniali, che stimano il valore economico del capitale sulla base del valore corrente degli elementi attivi e passivi che compongono il patrimonio aziendale (nella versione "complessa", inclusivi degli elementi intangibili identificabili). Le valutazioni patrimoniali, nel caso di aziende in funzionamento, non sono mai applicabili senza una verifica (integrazione o correzione) reddituale (così come proposto nei criteri che esplicitano la creazione di valore). Questa esprime l'attitudine dell'insieme degli elementi patrimoniali (materiali e immateriali) a generare valore nel tempo, tenuto conto dei loro caratteri e delle loro relazioni specifiche (alla luce del modello di funzionamento aziendale e della struttura e dinamica del contesto ambientale/competitivo di riferimento). Nonostante queste limitazioni e puntualizzazioni, l'accertamento della consistenza del patrimonio aziendale, a valori correnti, è comunque utile (e necessario) ai fini di una corretta analisi dei risultati realizzati e di una sostenibile proiezione dei risultati futuri attesi (sui quali si fondano, oltre ai criteri sub b), anche quelli di mercato).

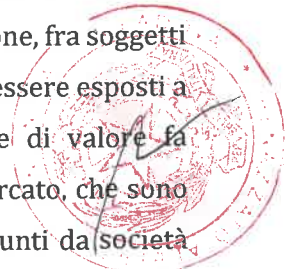
3.2 La scelta dei metodi valutativi

Per scegliere i metodi più appropriati per la stima del valore equo di mercato della partecipazione nell'11% del capitale di Ascotrade, si è tenuto conto delle caratteristiche della Società, della base informativa disponibile e della configurazione di valore adottata. Quanto al primo punto, negli ultimi esercizi la Società ha conseguito prestazioni piuttosto stabili, con l'EBITDA che nel triennio 2017-19 si è mantenuto nell'intorno dei € 20-21 mln, valore peraltro confermato anche nel budget 2020 predisposto a dicembre 2019. A conclusioni analoghe si perviene osservando l'andamento del Reddito netto, che negli ultimi esercizi si è posizionato tra € 14,5 e € 15 mln. Questo pur a fronte di un certo cambiamento nel mix delle utenze servite, con la crescita dei clienti energia elettrica e la

riduzione di quelli del gas, e di oscillazioni significative dei prezzi di vendita e conseguentemente dei ricavi. Sebbene, quindi, la Società operi in un contesto competitivo dinamico, attraversato da processi di concentrazione dell'offerta (di cui Ascotrade stessa è stata parte nel deal con Hera), da cambiamenti nel mix dei prodotti/servizi erogati e da una certa volatilità dei prezzi di approvvigionamento e di vendita, finora ha avuto la capacità di generare flussi di reddito relativamente costanti. Da un punto di vista valutativo, il valore di aziende con un tale profilo si presta ad essere catturato dalle metodiche dei flussi di risultati attesi, in particolare nella variante dei metodi reddituali basati su configurazioni di reddito medio-normali.

Quanto al secondo aspetto, ossia le informazioni disponibili, la presente perizia, che si basa su dati pubblici, non ha avuto accesso ad eventuali piani in cui sia prospettata l'evoluzione della gestione e delle prestazioni economico-finanziarie dal 2021 in poi. In mancanza di proiezioni esplicite, le attese di risultato non possono che derivare dall'analisi e dall'apprezzamento della dinamica consuntiva (in questo caso completata dal budget 2020), che in termini valutativi si traducono nella quantificazione di flussi medio-normali di reddito e quindi nell'adozione di metodi di tipo reddituale. Si tratta di un approccio, come evidenziato commentando il profilo di Ascotrade, che appare adeguato anche rispetto ai risultati degli ultimi esercizi, anche se non permette di apprezzare il valore di eventuali sinergie che dovessero derivare dall'ingresso della Società in un Gruppo con una presenza ancora più radicata nel business della vendita di gas ed energia elettrica.

Ancora, la presente perizia ha lo scopo di stimare il valore equo di mercato della partecipazione in Ascotrade detenuta da GSP, al fine di fornire agli organi di governo di quest'ultima un supporto nella definizione del prezzo da porre a base d'asta nell'ambito della procedura di dismissione della Partecipazione ad evidenza pubblica. La configurazione di valore, pertanto, è quella del valore di mercato che, come richiamato in apertura della relazione, secondo i PIV corrisponde "al prezzo al quale verosimilmente la medesima (attività o passività oggetto di valutazione, *n.d.r.*) potrebbe essere negoziata alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni" (PIV, § I.6.3). L'adozione di tale configurazione di valore fa assumere, nel caso di specie, particolare rilevanza alle metodiche del mercato, che sono pertanto declinate in entrambe le varianti, ossia: quella dei multipli desunti da società quotate che presentino elementi di somiglianza con Ascotrade; quella dei multipli tratti



A handwritten signature or mark is located at the bottom right corner of the page, below the red stamp.

tra transazioni di società comparabili che, nel settore in cui opera la Società, sono solitamente espressi dal rapporto tra l'Enterprise Value e il numero di utenze attive, asset da cui dipende, insieme ad altri fattori, la capacità delle imprese di generare flussi di reddito.

In sintesi, considerate le caratteristiche di Ascotrade e l'indisponibilità nella base informativa della presente perizia del piano economico-finanziario, la valutazione della Società e della Partecipazione è condotta con il metodo reddituale, declinato nella variante con la formula della rendita perpetua e tasso di crescita (o decrescita) g . Inoltre, alla luce della configurazione di valore adottata - il valore equo di mercato -, la stima è realizzata anche attraverso le metodiche di mercato, in entrambe le declinazioni (multipli di quotate e di transazioni). Queste ultime non vanno intese come strumento di verifica del valore ottenuto con il metodo reddituale, ma a tutti gli effetti come elemento informativo fondamentale (al pari di quello reddituale) per la stima del valore di mercato della partecipazione.

A seguire, sono illustrati i parametri utilizzati, i procedimenti di calcolo seguiti e i risultati ottenuti dall'applicazione dei metodi di valutazione selezionati. Successivamente, i valori derivanti da tali stime sono rettificati per tener conto della limitata negoziabilità della interessenza detenuta da GSP in Ascotrade, attraverso l'impiego di un opportuno sconto per limitata negoziabilità/liquidità.

4 La valutazione della partecipazione in Ascotrade

4.1 Il metodo reddituale

Il metodo reddituale cui si fa riferimento per la stima del valore economico di Ascotrade, funzionale alla determinazione del valore della partecipazione in essa detenuta da GSP, è quello declinato nella variante *equity side*, che prevede la capitalizzazione del Reddito netto medio-normale al costo del capitale proprio.

Il costo del capitale proprio

Per la capitalizzazione del Reddito netto medio-normale, si è scelta una misura di costo del capitale proprio, determinata ricorrendo al *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, *unlevered*, assumendo quindi la struttura finanziaria effettiva della Società che, come illustrato in precedenza, è caratterizzata da una posizione finanziaria netta negativa (disponibilità liquide superiori a debiti finanziari).

Secondo il modello del CAPM, il tasso di rendimento atteso è pari alla somma dei rendimenti di strumenti finanziari privi di rischio (R_f , *risk free rate*) e di un differenziale che esprime la rischiosità sistematica dell'investimento. Tale premio è ottenuto moltiplicando il premio di mercato (MRP: sovra-rendimento atteso dei titoli rischiosi che compongono il portafoglio di mercato rispetto al *risk free rate*) per un coefficiente ($Beta - \beta$) che esprime la variabilità del rendimento atteso dallo specifico investimento rispetto a quello di mercato, in assenza di indebitamento.

Il tasso *risk free rate* (R_f) è stato fissato al valore, normalizzato, del 2%, superiore ai livelli, alla data della valutazione, dei tassi di interesse di mercato presi a riferimento per R_f ⁴. L'attuale livello dei tassi di interesse, infatti, che si posiziona al di sotto delle medie storiche degli ultimi anni, risente di fenomeni contingenti quali l'adozione a livello comunitario e internazionale di politiche monetarie espansive (*Quantitative Easing*) e di

⁴Il rendimento al 31/12/2020 dei Titoli di Stato Italia a 10 anni è pari a: 0,52%, valore puntuale alla data; 0,54% media 1 mese; 0,62% media 3 mesi. Alla medesima data, l'*Interest Rate Swap (IRS)* presenta i seguenti valori: -0,26%, valore puntuale; -0,26% media 1 mese; -0,25% media 3 mesi.

misure di stimolo volte a contrastare le tendenze recessive indotte dalla pandemia di Covid-19.

Il premio per il rischio di mercato (MRP) è stato assunto pari al 5,0% (valore arrotondato), così come desunto dalle stime di mercato aggiornate alla Data di riferimento⁵.

Il coefficiente β è stato determinato assumendo il β del Gruppo Hera, cui appartiene Ascotrade, a sua volta stimato confrontando l'andamento del titolo con quello dell'indice MSCI World nei cinque anni precedenti la Data di riferimento (osservazioni mensili), *deleverato* sulla base della struttura finanziaria media di Hera nello stesso periodo. Tale procedimento di calcolo ha portato a stimare il β *unlevered* al 0,45⁶.

Il costo del capitale proprio *unlevered* è stato dunque determinato applicando la formula del CAPM:

$$K_u = R_f + \beta_u * MRP$$

Considerati il procedimento di calcolo e i parametri illustrati, ne è derivato un costo del capitale proprio *unlevered* del 4,3%, come al seguito dettagliato.

Figura 13 - Stima del costo del capitale proprio unlevered (K_u)

Risk free rate (R_f)	2,00%
Market risk premium (MRP)	5,00%
Beta unlevered (β_u)	0,45
Costo del capitale proprio unlevered	4,26%

La normalizzazione del reddito

L'applicazione del metodo reddituale, oltre alla stima del costo del capitale, richiede di identificare una misura adeguatamente normalizzata del reddito, nella configurazione presa a riferimento. Nel caso di specie, essendo il metodo reddituale declinato nella

⁵ Damodaran ed elaborazioni BZM su indice MSCI World.

⁶ Il beta *levered* di Hera calcolato sul MSCI World Index (Price Return, USD) al 31/12/2020 (osservazioni mensili a cinque anni) è pari a 0,72 (p-value 0,001), in linea con il beta *levered* del settore utility Europa (0,71, fonte: Damodaran). Il beta *levered* di Hera nel 2020 è in crescita rispetto al biennio 2018-19, quando con la medesima metodologia di calcolo si posizionava a 0,40-0,45 circa, e maggiormente in linea con quello calcolato al 31/12/2017 e 31/12/2016.

variante *equity side*, il reddito di riferimento è quello netto. Analizzando l'evoluzione delle prestazioni di Ascotrade negli ultimi esercizi, si è già avuto modo di evidenziare come la Società consegua risultati piuttosto stabili a livello di EBITDA, EBITA e Reddito netto. Anche esaminando nel dettaglio le singole voci di ricavo e di costo, compatibilmente con il grado di approfondimento reso possibile dalla base informativa disponibile che, si ricorda, utilizza quasi esclusivamente dati pubblici, non emergono poste di natura non ricorrente significative. L'unica eccezione è costituita dall'accantonamento al fondo svalutazione crediti che subisce un balzo nel 2019, con valori doppi rispetto a quelli dei due anni precedenti e anche di quelli previsti nel budget 2020.

Tale voce di costo è stata normalizzata sulla base della media dell'incidenza degli accantonamenti del triennio sui rispettivi crediti commerciali. La differenza tra l'accantonamento stanziato nell'esercizio e quello normalizzato è stata, quindi, sommata algebricamente, al netto dell'effetto fiscale, al Reddito netto di bilancio, determinando per tale via il Reddito netto normalizzato di ciascun anno (Reddito netto Adj in Figura 14). Non sono state operate rettifiche, invece, al Reddito netto di budget, assumendo che le proiezioni del Management contengano già una valutazione medio-normale del grado di insolvenza dei clienti.

Figura 14 – Reddito netto reported e adjusted

€ .000	2017	2018	2019	2020	media 17-19
Reddito netto reported	14.483	15.117	14.522	15.225	
Acc.to f.do sval. crediti	(835)	(828)	(1.886)	(888)	
Acc.to f.do sval. crediti normalizzato	(1.289)	(1.200)	(1.135)	(888)	
Reddito netto Adj	14.156	14.849	15.064	15.225	14.689

Ai fini della valutazione, si è assunta come misura del Reddito medio normale della Società la media dei Redditi netti Adj del triennio 2017-19, pari a € 14.698 migliaia, valore di poco superiore al reddito reported 2019 e inferiore di circa € 500 migliaia al Reddito netto previsto nel budget 2020. In via prudenziale, non avendo avuto piena visibilità sulle ipotesi formulate dal Management nell'elaborazione delle previsioni 2020, si è preferito ancorare il procedimento di normalizzazione ai risultati consuntivi.

La stima del valore di Ascotrade con il metodo reddituale

Per la stima del valore economico di Ascotrade, il Reddito netto Adj medio del triennio 2017-19 è stato capitalizzato in base alla seguente formula.



delle politiche di approvvigionamento la Società debba continuare a ricorrere al versamento di depositi cauzionali che, qualora necessario e in misura da definire, dovrebbero essere verosimilmente sostituiti da forme di garanzia (per es., PCG). Permanendo, tuttavia, degli elementi di incertezza circa l'entità delle passività potenziali che la società si troverà probabilmente ad affrontare, si ritiene opportuno svalutare parzialmente tale credito in una misura che, prudenzialmente, è fissata al 20%. Pertanto, il valore dei SA di Ascotrade, al netto della relativa svalutazione, ammonta alla Data di riferimento a € 6.008 migliaia.

Nel caso di Ascotrade, assume particolare rilievo il tasso di crescita a lungo termine (g) del Reddito netto Adj. Nel merito, si può rilevare come la recente operazione con Hera dovrebbe rafforzare ulteriormente la posizione di mercato della Società, mettendola nelle condizioni di essere parte attiva nella definizione delle dinamiche del settore. I cambiamenti in atto, tuttavia, già evidenziano un aumento della pressione competitiva, che nel tempo potrebbe riflettersi negativamente anche sulla redditività della Società. Del resto, Ascotrade sta già sperimentando la perdita di clienti nel segmento del gas, anche se finora è riuscita a controbilanciare tale fenomeno con l'acquisizione di nuove utenze nell'energia elettrica.

In un simile contesto, è possibile che la Società veda progressivamente ridursi i flussi di reddito per la perdita di clienti, ovvero per la contrazione dei margini per cliente o, ancora, per una combinazione dei due fenomeni. La contrazione dei flussi di reddito potrebbe anche essere accompagnata dall'acquisizione di nuove quote di mercato, a costo però di politiche di prezzo più aggressive, ovvero investendo in comunicazione e marketing e/o nello sviluppo della rete distributiva.

Per dar conto di tali evoluzioni possibili della gestione, si è simulato l'andamento del valore del capitale economico, e quindi della Partecipazione, al variare del tasso di crescita (g), utilizzando come estremi -3%, cui corrisponde uno scenario di consistente erosione della capacità di generare reddito per il vario, e difficilmente prefigurabile ex ante, combinarsi dei fenomeni descritti in queste righe, e -1,5%, che riflette l'attesa di un inasprimento significativo, me meno pronunciato, delle dinamiche competitive. Potrebbe anche darsi che la Società continui a migliorare la capacità di generare reddito (g>0%), ma tenuto conto delle trasformazioni che stanno attraversando il comparto si ritiene che un range di simulazione di g compreso tra -3% e -1,5% fornisca una rappresentazione sufficientemente esaustiva degli scenari probabili e, di conseguenza, del possibile

intervallo di valore del capitale economico di Ascotrade e della partecipazione in essa detenuta da GSP.

Ciò premesso, la Figura 15 riporta il procedimento di calcolo del valore della Partecipazione in ipotesi di g pari a -2,0%, mentre la Figura 16 contiene l'analisi di sensitività per g compreso tra -3% e -1,5%. Come si nota, il **valore della Partecipazione**, comprensivo di SA per € 6,0 mln, varia da un **minimo di € 24,2 mln** a un **massimo di € 29,6 mln**.

Figura 15 – Valore economico della Partecipazione con il metodo reddituale

	media 17-19
€ 000	
RN norm.	14.715
Ke unlevered	4,3%
g	-2,0%
PN 1/1/2020	28.323
ROE	52,0%
IR	-3,8%
W	244.097
Valore partecipazione ante SA	26.851
Valore corrente asset accessori	6.008
W con SA	250.105
Valore Partecipazione	27.512

Figura 16 – Simulazione valore economico della Partecipazione al variare del tasso di crescita (o decrescita) a lungo termine (g)

€ 000	g			
	-3,00%	-2,50%	-2,00%	-1,50%
	24.242	25.756	27.512	29.572

4.2 Il metodo dei multipli di borsa

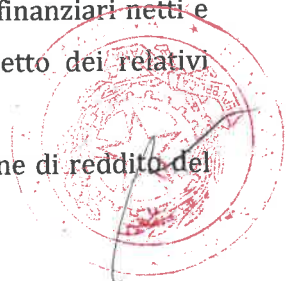
Ai fini della stima del valore economico di Ascotrade e della partecipazione in essa detenuta da GSP, il metodo reddituale è stato affiancato dalle metodiche di mercato, declinate sia nella versione dei multipli di borsa sia in quella dei multipli di transazioni comparabili. Per l'applicazione della prima variante dei metodi comparativi, illustrata in questo paragrafo, si è proceduto innanzitutto selezionando un gruppo di società quotate che presentano elementi di somiglianza con Ascotrade per settore di appartenenza e modello di business, e poi identificando i multipli più appropriati per la stima del valore della Società.

Per la composizione del panel di società quotate, sono state selezionate le *local utilities* italiane quotate alla Borsa Valori di Milano maggiormente comparabili a Ascotrade, di cui sono state estratte le informazioni necessarie per il calcolo dei multipli e degli altri parametri di riferimento per la valutazione al 31/12/2020. Per quanto concerne i moltiplicatori, coerentemente con le modalità di applicazione del metodo reddituale, si è scelto il P/E, affiancato dal multiplo *asset side* EV/EBITA.

Nel definire le modalità applicative del moltiplicatore P/E, si è tenuto conto che le società incluse nel panel ricorrono in modo sistematico all'indebitamento finanziario, contrariamente ad Ascotrade. Il valore medio del rapporto di indebitamento (D/E) delle quotate comparabili calcolato sulla capitalizzazione di borsa è, alla Data di riferimento, di poco inferiore a 1,0. Per contro, la PFN di Ascotrade al 31/12/2020 è leggermente negativa (disponibilità liquide superiori ai debiti finanziari), ma la PFN media mensile è notevolmente inferiore per effetto della stagionalità del business del gas. In presenza di strutture finanziarie molto differenti, l'impiego del multiplo P/E senza aggiustamenti (Adjustments - Adj, o rettifiche) può essere molto distorto. In particolare, quando, come nell'attuale contesto, il costo del debito è contenuto (cui corrisponde un rapporto tra debito e oneri finanziari - D/OF - elevato), il ricorso alla leva riduce, a parità di altre condizioni (EBITA, etc.), il moltiplicatore P/E ed il fenomeno è tanto più marcato quanto più elevato è il leverage. Nel caso di specie, il valore economico del capitale netto di Ascotrade ricavato sulla base dei multipli P/E non rettificati delle società quotate comparabili risulterebbe, pertanto, sottostimato per l'effetto depressivo sul multiplo del ricorso al debito delle società incluse nel campione.

Per eliminare tale distorsione, per ogni *comparable* si è rettificato il multiplo P/E in modo tale da neutralizzare l'effetto del debito. Inoltre, sempre al fine di migliorare la confrontabilità tra Ascotrade e le società quotate selezionate, è stato eliminato l'impatto degli ammortamenti di immobilizzazioni immateriali, rilevanti per le aziende del campione, ma assenti nella partecipata di GSP. In particolare:

- al denominatore, il reddito netto è stato rettificato degli oneri finanziari netti e degli ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali, al netto dei relativi effetti fiscali (Adj Earning o Reddito netto rettificato);
- al numeratore si è assunto, coerentemente con la configurazione di reddito del punto precedente, l'EV (*Enterprise Value*).



A handwritten signature in black ink, located at the bottom right of the page.

Il P/E così configurato (Adj P/E) è stato calcolato al 31/12/2020, rapportando all'EV a dicembre 2020 il Reddito netto rettificato 2019⁷, e come media dei multipli storici determinati al 31/12/2017-2018-2019.

Con la stessa articolazione temporale, si è poi calcolato il multiplo EV/EBITA, preferito a EV/EBIT poiché, come richiamato in precedenza, in alcuni *comparable* gli ammortamenti immateriali hanno un peso significativo, a differenza di quanto accade in Ascotrade.

Figura 17 - Panel di società quotate comparabili (€ mln)

Company Name	Country	SALES 19	% EBITDA 19	EV/EBITA 2020	Adj P/E 2020	EV/EBITA AVG 3y	Adj P/E AVG 3y
<i>€ mln</i>							
Hera S.p.A.	Italy	7.266	13,1%	10,36x	12,93x	10,83x	14,84x
A2A S.p.A.	Italy	7.152	15,7%	10,35x	14,35x	11,27x	17,70x
ACEA S.p.A.	Italy	3.060	25,8%	11,45x	13,55x	11,30x	13,91x
Iren SpA	Italy	4.131	20,3%	10,73x	15,20x	11,64x	16,54x
Media local utilities		5.402	18,7%	10,72x	14,01x	11,26x	15,75x
Mediana local utilities		5.641	18,0%	10,54x	13,95x	11,28x	15,69x

EV/EBITDA 2020 e Adj P/E 2020 sono calcolati sulla base della capitalizzazione media di borsa di dicembre 2020 e dei risultati (EBITDA ed Adj E) consuntivi 2019; EV/EBITDA AVG 3y e Adj P/E AVG 3Y rappresentano la media dei multipli storici al 31/12/2017-2018-2019

Per la stima del valore della Partecipazione con il multiplo **Adj P/E**, si è dapprima calcolato l'Enterprise Value (EV), moltiplicando il Reddito netto rettificato per le due versioni del multiplo e, successivamente, si è quantificato il valore economico del 100% del capitale di Ascotrade sommando algebricamente a tale importo la Posizione Finanziaria Netta (PFN) media mensile 2020 (stima BZM) e il valore corrente dei Surplus Asset. Con tali parametri, il **valore della Partecipazione** è compreso tra **€ 26,3 mln ed € 29,2 mln**.

Il medesimo procedimento applicato al multiplo **EV/EBITA** restituisce un valore della Partecipazione che oscilla tra un **minimo di € 27,7 mln** e un **massimo**, in linea con il valore massimo stimato attraverso l'Adj P/E, di **€ 29,4 mln**.

Entrambi questi intervalli sono al lordo di eventuali sconti di liquidità, approfonditi oltre nel testo nella sezione dedicata alle sintesi valutative.

⁷ Si è utilizzato il Reddito netto rettificato 2019 per coerenza con le informazioni disponibili di Ascotrade di cui, si ricorda, non si conoscono né le proiezioni per il 2021 né il preconsuntivo 2020.

Figura 18 – Valore della Partecipazione sulla base del multiplo Adj P/E

	2020	media 17-19
€.000		
Adj P/E	13,95x	15,69x
Adj E 2019	14.932	14.932
EV	208.311	234.305
PFN media mensile 2020	(24.876)	(24.876)
Valore corrente asset accessori	6.008	6.008
W	239.196	265.189
Valore Partecipazione	26.312	29.171

Figura 19 – Valore della Partecipazione sulla base del multiplo EV/EBITA

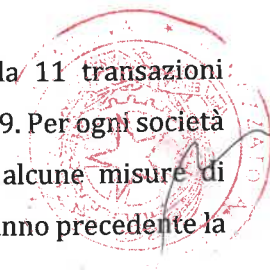
	2020	media 17-19
€.000		
EV/EBITA	10,54x	11,28x
EBITA norm. 2019	20.942	20.942
EV	220.773	236.277
PFN media mensile 2020	(24.876)	(24.876)
Valore corrente SA	6.008	6.008
W	251.657	267.161
Valore Partecipazione	27.682	29.388

4.3 Il metodo dei multipli delle transazioni comparabili

Il metodo dei multipli delle transazioni comparabili prevede di stimare il valore economico del capitale moltiplicando l'indicatore di performance prescelto per un parametro desunto da transazioni di società simili. Nel settore in cui opera Ascotrade, il valore delle transazioni è tipicamente espresso sulla base del numero di utenze attive, asset da cui dipende, insieme ad altri fattori, la capacità delle imprese di generare flussi di reddito.

Per il confronto con i multipli derivanti da transazioni comparabili, si sono prese a riferimento le operazioni avvenute per cassa (non con scambio azionario) nel mercato nazionale dal 2015 al 2020 relative ad acquisizioni di quote di società operanti nel settore *utility*, attive in particolare nella distribuzione di gas ed energia elettrica, confrontabili con Ascotrade.

Come si osserva nella Figura seguente, il campione è composto da 11 transazioni completate sull'intero territorio nazionale tra marzo 2015 e marzo 2019. Per ogni società sono indicati il numero di utenti al momento della transazione e alcune misure di performance, ossia i ricavi delle vendite e l'EBITDA margin relativi all'anno precedente la



transazione, il CAGR dei ricavi e la media dell'EBITDA margin nel triennio precedente la transazione.

In calce sono riportati i dati relativi ad Ascotrade. Si può notare come, a differenza della maggior parte delle società del campione, i ricavi delle vendite della Società siano in crescita nell'ultimo triennio (CAGR +6,6%), mentre la sua marginalità media 2017-19 sia di poco inferiore alla media (6,8%) delle società selezionate.

Figura 20 - Profilo società transazioni comparabili

Data transaz.	Target	Sede	# clienti	Ricavi* € mln	Ricavi CAGR 3Y*	EBITDA margin %*	Avg. EBITDA margin % last 3Y
mar-19	Gesam Gas & Luce S.p.a.	Lucca	60.000	64,6	28,3%	6,6%	5,5%
set-18	Amgas Blu S.r.l.	Foggia	50.000	19,0	-3,0%	13,3%	9,8%
mag-18	Attiva S.p.a.	Copertino (Lecce)	30.000	13,5	0,7%	8,9%	7,4%
feb-18	Gas Natural Vendita Italia S.p.A	Milano	488.000	362,8	-7,0%	-2,7%	2,9%
set-17	Miogas & Luce srl	Rozzano (Milano)	35.000	29,8	-2,8%	6,1%	3,3%
dic-16	Astea Energia	Osimo (Ancona)	65.843	54,5	-2,6%	7,4%	6,2%
apr-16	Prometeo	Osimo (Ancona)	201.000	152,1	-7,9%	5,8%	7,9%
mar-16	SMG Gas e Luce		6.900	5,9	-13,2%	0,8%	2,6%
apr-15	Alento Gas	Bologna	12.586	5,0	-15,6%	8,8%	12,1%
mar-15	Veia Energia Ambiente	Prato	8.500	4,3	-17,3%	9,0%	7,8%
mar-15	Gas Tronto s.r.l.	Ascoli Piceno	12.000	6,0	-10,4%	13,6%	9,0%
Media						7,1%	6,8%
Mediana						7,4%	7,4%
Ascotrade**			346.876	338,6	7,6%	6,0%	6,3%

(*) Dati riferiti all'anno precedente la transazione; (**) Clienti, ricavi ed EBITDA margin 2019; CAGR ricavi 2017-19; avg EBITDA margin 2017-19.

I dati di bilancio sono di fonte Aida Bureau van Dijk, mentre le altre informazioni provengono dai siti web delle società e dall'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente (ARERA). I dati economici di Ascotrade non sono direttamente confrontabili con quelli delle altre società poiché frutto di riclassifica a partire dai bilanci 2017-2019

La stima del valore economico di Ascotrade è basata sul multiplo EV/Cliente, calcolato come rapporto fra l'Enterprise Value (EV) e il numero di utenti della società attivi al momento della transazione. Nonostante sia una metrica di carattere non economico, nel comparto delle utility la base utenti è considerata un driver particolarmente significativo del valore, ovvero della capacità della combinazione economica che la utilizza di generare flussi di risultato.

Come si nota dalla Figura 21, la distribuzione del multiplo EV/Cliente si estende su un intervallo piuttosto ampio, con un valore minimo di € 300x e massimo di € 716x. Nel caso di Ascotrade, considerata la relativa stabilità della base clienti e la localizzazione in un'area geografica caratterizzata da temperature rigide ed elevati consumi unitari, è

opportuno collocarsi nella parte centrale ed alta della distribuzione⁸. In tal senso, si sono selezionati come multipli di riferimento per la stima del valore economico della Società la mediana e la media maggiorata della deviazione standard (corrispondente circa all'80esimo percentile), rispettivamente pari a € 539x e 654x.

Figura 21 - Multipli transazioni comparabili

Data transaz.	Target	Buyer	Quota acquisita %	EV/Cliente €
mar-19	Gesam Gas & Luce S.p.a.	Canarbino S.p.a.	100,0%	300x
set-18	Amgas Blu S.r.l.	Ascopiave	100,0%	400x
mag-18	Attiva S.p.a.	Edison S.p.A.	100,0%	633x
feb-18	Gas Natural Vendita Italia S.p.A	Edison S.p.A.	100,0%	539x
set-17	Miogas & Luce srl	Spigas Srl; Canarbino	100,0%	680x
dic-16	Astea Energia	Gruppo Società Gas R	70,0%	570x
apr-16	Prometeo	Estra Energie	59,6%	386x
mar-16	SMG Gas e Luce	Weedoo	75,0%	539x
apr-15	Alento Gas	Hera Comm Marche	100,0%	379x
mar-15	Veia Energia Ambiente	Estra Energie	100,0%	716x
mar-15	Gas Tronto s.r.l.	Estra Energie	80,0%	612x
	Min			300x
	Media			523x
	Mediana			539x
	Media + dev. std			654x
	Max			716x

Fonte: rielaborazioni BZM da Mergermarket, S&P's Capital IQ, fonti terze consultate

Con tali multipli, il valore della partecipazione nell'11% del capitale di Ascotrade varia tra € 23,7 mln ed € 28,1 mln, importi che si collocano, rispettivamente, appena al di sotto del minimo dell'intervallo di valori identificato con il metodo reddituale, e nella fascia media, medio-bassa di quelli calcolati con i multipli delle società quotate (a seconda che il riferimento sia all'Adj P/E o a EV/EBITA).



⁸ L'Equity Company Note di Banca IMI sul Gruppo Hera del 22 Agosto 2019 stima che nell'ambito dell'operazione di scambio asset tra Hera e Ascopiave annunciata a giugno 2019, i clienti del gruppo veneto, in larga parte raggruppati in Ascotrade, siano stati valorizzati con un multiplo di € 840x. Il Report prosegue commentando che il multiplo, quantunque particolarmente alto, è in linea con le caratteristiche della base clienti trasferita.

Figura 22 – Valore della Partecipazione sulla base del multiplo EV/Cliente

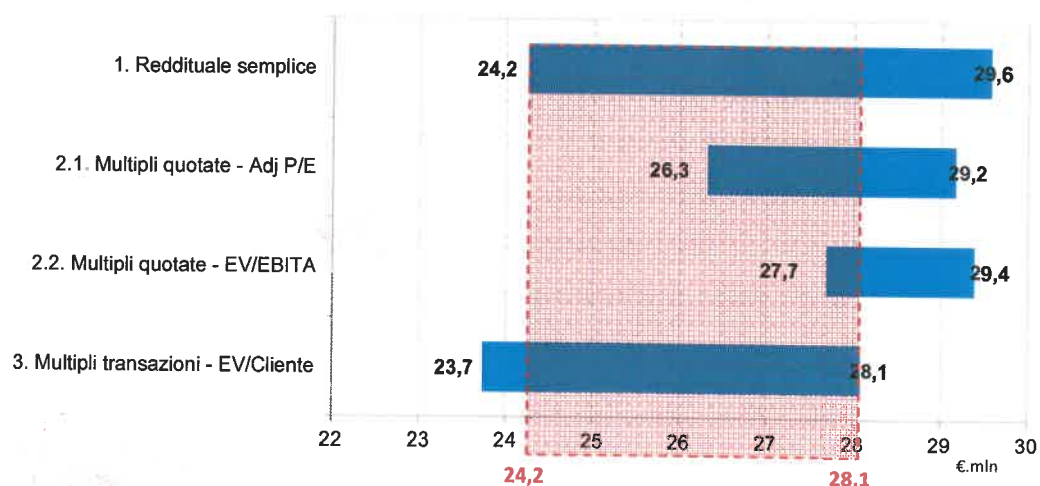
€.000	mediana	media+std
EV/cliente (€)	539x	654x
Numero clienti al 31/12/2020	343.035	343.035
EV	184.873	224.410
PFN al 31/12/2020	(24.876)	(24.876)
Valore corrente SA	6.008	6.008
W	215.758	255.294
Valore Partecipazione	23.733	28.082

4.4 Sintesi valutative: il valore dalla partecipazione

Complessivamente, il valore della Partecipazione è compreso tra un minimo di € 23,7 mln stimato con il metodo dei multipli di transazioni comparabili sulla base del moltiplicatore (mediano) EV/Cliente, e un massimo di € 29,6 mln, quantificato ricorrendo al metodo reddituale variante *equity side*, sviluppato a partire dai flussi di reddito medio-normali generabili dalla Società.

Restringendo l'intervallo al minimo del metodo reddituale e al minore dei massimi (multiplo transazioni), il **valore della Partecipazione può essere collocato tra € 24,2 mln ed € 28,1 mln** (Figura 23).

Figura 23 – Valore della Partecipazione con i metodi reddituale e dei multipli di mercato



Tali valori sono al lordo di eventuali sconti di liquidità. Nel merito, si ricorda che, utilizzando la terminologia dei PIV, il livello di valore corrispondente alla Partecipazione si qualifica come "valore di minoranza per la quale non esiste un mercato attivo di titoli azionari (il valore riflette i benefici, i rischi e l'informazione a disposizione di un'azionista

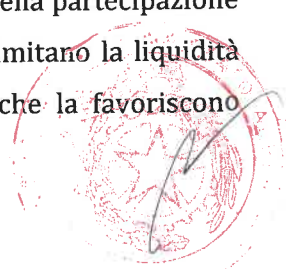
di minoranza di una società non quotata o comunque priva di mercato attivo)” (PIV, § III.3.8, p. 179). La partecipazione oggetto di stima nella presente perizia, infatti, è di minoranza (11%) ed è in una società, Ascotrade, a proprietà chiusa, controllata indirettamente (attraverso EstEnergy, al cui capitale partecipa anche Ascopiave) dal Gruppo Hera. GSP non ha rappresentanza in consiglio di amministrazione e non sono previste clausole statutarie che, nel caso di cambiamento del controllo, le garantiscano il diritto di partecipare pro-quota all’eventuale premio di controllo riconosciuto all’azionista di maggioranza (diritto di co-vendita - tag-along). Inoltre, l’entità dell’interessenza (11% del capitale sociale) non permette a GSP di influenzare in sede assembleare il governo della Società.

L’insieme di queste caratteristiche, ossia l’assenza di un mercato attivo per le azioni rappresentative del capitale di Ascotrade detenute da GSP e la sostanziale impossibilità di quest’ultima di incidere sull’andamento della gestione, riducono la negoziabilità (*marketability*) della sua partecipazione nella Società. La limitata negoziabilità (o liquidità) di un titolo o di una interessenza partecipativa, a parità di altre condizioni, ne aumenta il rischio (per es., rendendo difficile vendere le azioni a fronte di mutamenti più o meno repentini del contesto competitivo o della capacità di competere della società) e quindi ne riduce il valore. Per altro verso, vanno tenuti presente anche i fattori che favoriscono la negoziabilità della Partecipazione tra cui, su tutti, la previsione statutaria che impone la distribuzione di tutti gli utili netti d’esercizio, dedotto solamente quanto destinato a riserva obbligatoria.

In sintesi, in presenza di fenomeni che limitano la negoziabilità o liquidità dei titoli, è necessario tenerne conto, diminuendo di un opportuno sconto il valore determinato con altre metodiche che non valorizzino in via esplicita tale fattore.

Tale sconto (*Discount for Lack of Marketability - DLOM*) è stato oggetto di diversi studi empirici. Secondo un recente contributo⁹, il DLOM può essere collocato tra il 10% e il 30%, a seconda del livello di difficoltà nello smobilizzare l’asset. Nel caso della partecipazione di GSP in Ascotrade, tenuto conto, sia delle caratteristiche che ne limitano la liquidità (proprietà chiusa, ruolo passivo nella governance), sia di quelle che la favoriscono

⁹ Si veda Mercer C. Z., Harms T. W., 2021, *Business Valuation: An Integrated Theory*, John Wiley & Sons, NJ, Third Edition.



Cliente

mo di € 23,7 mln

el moltiplicatore

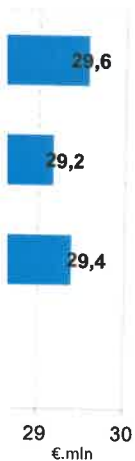
rendo al metodo

o medio-normal

ore dei massimi

ocato tra € 24,2

li di mercato



si ricorda che,

Partecipazione

o attivo di titoli

di un'azionista

(obbligo statutario alla distribuzione dei dividendi), si ritiene che una misura adeguata del DLOM possa collocarsi a metà dell'intervallo citato, ossia al 20%.

Assumendo uno **sconto per ridotta liquidità del 20%**, il valore della partecipazione nell'11% del capitale di Ascotrade di proprietà di GSP può essere collocato (si veda area delimitata in Figura 23) tra un minimo di € 19,4 mln e un massimo di € 22,5 mln, cui **corrisponde un valore centrale di € 21,0 mln** (arrotondato).



5 C

La p
parte

“Soci

nel p

parte

attrav

quant

alla fi

Consi

pubb

progr

eserc

finali

attra

(mar

varia

impie

comp

Sulla

circo

della

utile

otter

scom

In

oppo

econ

dete

Pad

5 Conclusioni

La presente perizia è stata elaborata al fine di stimare il valore economico della partecipazione ("Partecipazione") nell'11% di Ascotrade S.p.A. ("Ascotrade" o la "Società") detenuta da BIM Gestione Servizi Pubblici S.p.A. ("GSP"). La valutazione rientra nel processo di cessione della Partecipazione attualmente in fase di approfondimento da parte degli organi di governo di GSP, eventualmente da completarsi, qualora deliberata, attraverso procedura ad evidenza pubblica. In tale ottica, la stima ha lo scopo di quantificare il valore equo di mercato dell'interessenza in Ascotrade di GSP funzionale alla fissazione del prezzo base d'asta.

Considerato che la base informativa era costituita quasi esclusivamente da dati di fonte pubblica, che non era disponibile un piano economico-finanziario in cui fossero prospetti programmi di azione e attese di risultato da parte del Management, che negli ultimi esercizi la Società ha conseguito prestazioni reddituali sostanzialmente stabili e data la finalità della stima (definire un valore equo di mercato), la valutazione è stata condotta attraverso le metodiche basate sui flussi di risultato attesi (*income approach*) e di mercato (*market approach*). Delle prime si è utilizzato il metodo reddituale, applicato nella variante *equity side* sulla base del reddito medio-normale di Ascotrade, delle seconde si è impiegato sia il metodo dei multipli di società quotate sia dei multipli di transazioni comparabili.

Sulla Partecipazione gravano, in certa misura, limiti alla negoziabilità derivanti dalla circostanza che Ascotrade non è quotata e che GSP non ha facoltà di incidere sul governo della Società, quantunque mitigati dall'obbligo statutario alla distribuzione dell'intero utile netto. Per tenere conto di tali limitazioni, le stime del valore della Partecipazione ottenute con il metodo reddituale e con i metodi di mercato sono state ridotte di uno sconto (*Discount for Lack of Marketability*) del 20%.

In conclusione, dall'applicazione delle metodiche di valutazione richiamate, opportunamente integrate dallo sconto per mancanza di liquidità, si stima che **il valore economico, al 31/12/2020, della partecipazione nell'11% del capitale di Ascotrade detenuto da BIM GSP sia pari a € 21,0 mln.**

Prof. Fabio Buttignon

Padova, 18 febbraio 2021

6 Integrazione a seguito esame bilancio 2020 Ascotrade S.p.A.

Dopo il completamento, in data 18 febbraio 2021, della perizia di stima al 31 dicembre 2020 del valore economico della partecipazione detenuta da BIM Gestione Servizi Pubblici S.p.A. nell'11% del capitale di Ascotrade S.p.A., nel mese di aprile 2021, è stato possibile esaminare il bilancio 2020 di Ascotrade. Dal bilancio emerge che nell'esercizio appena trascorso si è verificato un consistente incremento del reddito (EBITDA), pur a fronte di una sensibile riduzione del volume d'affari. Prosegue, infatti, la contrazione dei consumi (-4,4%) nel segmento del gas, sia per le temperature relativamente miti dell'inverno 2020, sia per la diminuzione, ormai strutturale, del numero clienti, mentre aumentano i volumi di vendita dell'energia elettrica (+5,6%) grazie a nuovi allacci. La discesa dei ricavi (-17%), tuttavia, è da ascrivere soprattutto alla riduzione dei prezzi medi di vendita, a sua volta determinata dalla flessione dei prezzi medi di approvvigionamento, come dettagliato *infra*.

In tale contesto, l'EBITDA si assesta nel 2020 a € 28,5 mln, in crescita di € 6 mln rispetto all'esercizio precedente¹⁰, e il Reddito netto a € 19,5 mln, in progressione di € 5,0 sul 2019. Nella comunicazione inviata dall'Amministratore delegato di Ascotrade al Presidente di GSP, il miglioramento di € 6,0 mln dell'EBITDA 2020 è ricondotto alle seguenti fattispecie:

- per € 4,0 mln, proventi ai sensi della delibera ARERA n. 39 del 2019 relativi ai rimborsi per indebite riduzioni tariffarie negli anni 2010-12;
- per € 2,0 mln circa, maggiori margini nei segmenti gas ed energia elettrica per effetto della repentina e consistente riduzione dei prezzi di approvvigionamento della materia prima verificatasi con il diffondersi della pandemia di Covid-19, non completamente trasferita sui prezzi di vendita praticati ai clienti.

Ai fini valutativi, si rileva come entrambi i fenomeni così indicati abbiano natura non ricorrente e non incidano sulla capacità medio-normale di generare reddito di Ascotrade. I proventi di € 4,0 mln rappresentano maggiori ricavi degli esercizi 2010-12 e sono una componente straordinaria di reddito non destinata a ripresentarsi negli esercizi a venire. Similmente, i più elevati margini, per € 2,0 mln, realizzati nel 2020 sono connessi

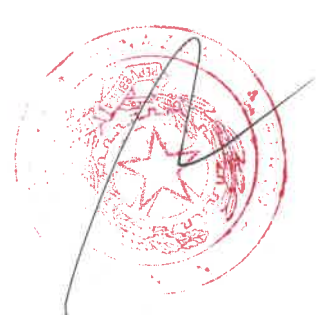
¹⁰ La riclassifica del conto economico 2020 con modalità coerenti a quelle seguite nella perizia del 18 febbraio 2021 porta a quantificare l'EBITDA 2020 in € 27,2 mln, rispetto a € 20,3 mln del 2019.

all'andamento anomalo dei mercati delle materie prime, fortemente condizionati dalla diffusione del Covid-19. Peraltro, la stessa inerzia nel trasferire le diminuzioni di prezzo della materia prima sui prezzi di vendita al cliente, che ha avuto un effetto positivo sulla marginalità 2020, in presenza di prezzi ascendenti potrebbe portare a una erosione della marginalità.

In conclusione, in considerazione dell'eccezionalità dei risultati 2020, si ritiene non mutino i presupposti della valutazione al 31/12/2020 della **partecipazione detenuta da GSP nell'11% del capitale di Ascotrade**, il cui valore viene quindi **confermato in € 21,0 mln.**

Padova, 26 aprile 2021

Prof. Fabio Buttignon



Repertorio n. 37.352

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA

(art. 1 n. 4 R.D.L. 14.07.1937 n.° 1666)

REPUBBLICA ITALIANA

Il giorno ventisette aprile duemilaventuno

27 aprile 2021

in Padova, nel mio studio in via Venezia n. 40, innanzi a me Avv. Alberto Benazzato, Notaio in Padova, iscritto presso il Collegio Notarile di Padova,
E' PRESENTE

- BUTTIGNON FABIO, nato a Belluno (BL) il 6 novembre 1959 e domiciliato a Padova (PD), in Largo Europa n. 12, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Padova al n. 604/A nonchè al Registro dei Revisori Legali al n. 134078 (Gazzetta Ufficiale n. 86 del 29 ottobre 2004), della cui identità personale io notaio sono certo, il quale mi ha presentato la perizia che precede, chiedendomi di asseverarla con giuramento.

Aderendo alla richiesta fattami io Notaio ammonisco ai sensi di legge il Comparsente, il quale presta quindi il giuramento di rito ripetendo la formula: "Giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni a me affidate e di non aver avuto altro scopo che quello di far conoscere la verità".

La perizia consta di numero 21 (ventuno) fogli scritti su ciascuna facciata fatta eccezione per l'ultimo scritto solo su di una facciata.

Di questo atto, da persona di mia fiducia scritto e da me Notaio completato a mano su 1 foglio per 1 pagina fin qui, ho dato lettura al Comparsente che l'approva alle ore 12.51

