

Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione

Relazione n. 17.2995.01
del 10/11/2017
Progetto n. C5393



Gesam S.p.A.

Via Nottolini 34
55100 | Lucca (LU)

	Relazione 17.2995.01	Prog. C5393	Cliente Gesam S.p.A.	Pag. 2/39
	Titolo Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione			Data 10/11/2017

Indice

1. Il Gruppo Gesam S.p.A.....	3
2. Obiettivi.....	5
3. La valutazione.....	5
3.1 La valutazione di Polo Energy SpA.....	6
3.1.1 I risultati.....	10
3.1.2 Punti di attenzione.....	13
3.2 La valutazione di Gesam Energia SpA.....	13
3.2.1 I risultati.....	17
3.2.2 Punti di attenzione.....	20
3.3 La valutazione di Gesam Gas e Luce SpA.....	20
3.3.1 I risultati col metodo del Discounted Cash Flow.....	23
3.3.2 I risultati col metodo dei multipli di settore.....	26
3.3.3 I risultati col metodo delle transazioni comparabili.....	26
3.3.4 Punti di attenzione.....	27
3.4 La valutazione di Gesam SpA.....	28
3.4.1 I risultati delle attività cimiteriali/service/sede.....	32
3.4.2 I risultati dell'attività di distribuzione del gas naturale.....	33
3.4.3 I risultati dell'attività di distribuzione di distribuzione del GPL.....	37
3.4.4 Punti di attenzione.....	37
4. Conclusioni.....	38

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	3/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

1. Il Gruppo Gesam S.p.A.

GESAM S.p.A. è stata costituita il 18 settembre 1995 tra il Comune di Lucca, la Cassa di Risparmio di Lucca e la Banca del Monte di Lucca, sulla base dell'articolo 22 comma 3 della Legge N. 142 del 1990, previa revoca della preesistente azienda municipalizzata Ge.SA.AM.

Nel 1996 a seguito di gara pubblica avvenuta nel 1995, il Comune di Lucca ha trasferito il 40% delle proprie azioni alla Camuzzi Gazometri SpA. In un secondo momento, la Camuzzi Gazometri SpA è stata acquistata al 100% dal Gruppo Enel il quale nel 2006 ha provveduto a cedere le proprie azioni a Toscana Energia SpA. Il Comune di Lucca, invece, ha trasferito le proprie azioni alla Lucca Holding S.p.A nel corso del 2003¹. Infine, i due istituti di credito, Banca del Monte di Lucca e Cassa di Risparmio di Lucca, hanno ceduto nel 2005 le proprie partecipazioni al Comune di Capannori.

GESAM S.p.A. svolge la propria attività di distribuzione del gas nel territorio della provincia di Lucca e specificatamente nei comuni di Lucca, Capannori, Bagni di Lucca, Borgo a Mozzano, Coreglia Antelminelli, Galliciano, Pescaglia e Villa Basilica. L'azienda distribuisce inoltre GPL nei comuni di Coreglia Antelminelli, Lucca e Pescaglia.

Dall'aprile del 2001, inoltre, GESAM S.p.A. gestisce per conto dell'Amministrazione Comunale di Lucca l'intero parco dei cimiteri urbani e frazionali dello stesso Comune.

Infine, la Società esercita attività di controllo e coordinamento per conto della capogruppo Lucca Holding sulle seguenti società:

- *Gesam Energia S.p.A.:*

La società è stata costituita nel 2010 da Gesam S.p.A. per l'erogazione del servizio di gestione dell'illuminazione pubblica ed il servizio di gestione degli impianti elettrici degli edifici del Comune di Lucca, nonché, al fine di rendere più efficiente il consumo di energia, per la gestione di impianti solari fotovoltaici installati sugli edifici.

- *Polo Energy S.p.A.:*

La società è stata costituita nel 2010 da GESAM S.p.A., Cipriano Costruzioni S.p.A. e Volteo Energie S.p.A. per l'esecuzione del contratto di concessione della durata di 25 anni relativo alla realizzazione e gestione di due parcheggi con integrati due impianti fotovoltaici nei pressi dell'Ente Fiera di Sorbano del Giudice Lucca. Attualmente la società gestisce unicamente gli impianti fotovoltaici in quanto ha provveduto a cedere a terzi l'attività di gestione dei parcheggi. Il capitale sociale è così suddiviso: 90% Gesam SpA e 10% Cipriano Costruzioni SpA (quest'ultima quota è in fase di acquisizione). La società è attualmente in fase di liquidazione.

- *Gesam Gas e Luce S.p.A.:*

La società nasce nel 2002 in ottemperanza al Decreto Letta n. 164/2000. L'azienda è partecipata al 60% da Gesam SpA e al 40% da Canarbino srl (holding controllante HB Trading SpA); ha per oggetto la vendita di gas naturale, di altri gas combustibili e di idrocarburi in generale, di energia elettrica e di altre forme di energia. Attualmente la società svolge principalmente l'attività di vendita di gas ed energia elettrica.

¹ Fonte: Sito web di Gesam Spa.

La struttura societaria del Gruppo Gesam risulta essere quindi la seguente:

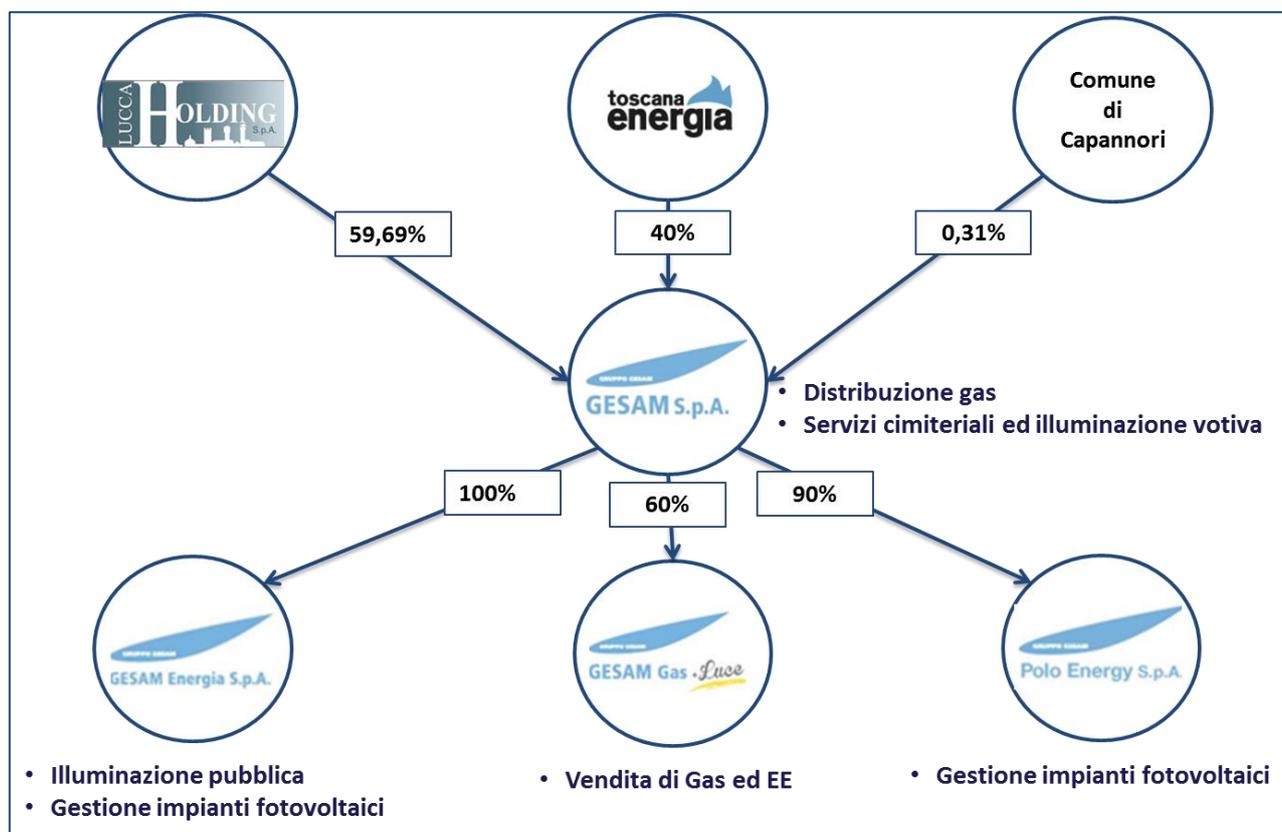


Figura 1 – Attuale struttura societaria del Gruppo Gesam SpA

Le società controllate, per molte funzioni aziendali non operano con propria struttura ma si avvalgono dell'organizzazione della controllante attraverso contratti di services. Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto, la tabella che segue sintetizza la corresponsione economica stimata che per il 2017 POLO Energy Spa e GESAM Energia S.p.a. riconosceranno a Gesam SpA:

Valore service	€
Polo Energy Spa	30.000
Gesam Energia Spa	100.000
	130.000

Tabella 1 – Valore service previsto nel 2017

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	5/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

2. Obiettivi

GESAM Spa ha l'esigenza di eseguire una riorganizzazione per separare le attività del gas dalle attività cimiteriali, che saranno collocate insieme con la partecipazione azionaria detenuta in GESAM Energia Spa (100%) in due società distinte (Lucca Holding Spa e Lucca Holding Servizi Srl controllata al 100% rispettivamente dal Comune di Lucca e da Lucca Holding). Sarà trasferita anche la proprietà dell'immobile che è l'attuale sede aziendale. GESAM Spa continuerà a detenere le partecipazioni in GESAM Gas e Luce Spa (60%) e Polo Energy Spa (90%).

Tale operazione richiede necessariamente la valutazione economico finanziaria di tutte le aziende controllate da GESAM Spa per giungere alla definizione del conseguente concambio azionario da riconoscere ai soci. A seguito della scissione la società *scissa* GESAM Spa modificherà la propria denominazione in GESAM Reti Spa, eserciterà l'attività di distribuzione del gas mantenendo le partecipazioni finanziarie suddette. Sarà controllata da Lucca Holding con il 56,71% e partecipata per la quota residua dai due soci attuali, Toscana Energia con il 42,96% e dal Comune di Capannori con lo 0,33% del capitale. Le società *beneficiarie* riceveranno: la partecipazione societaria attualmente posseduta da GESAM Spa in GESAM Energia Spa (*Lucca Holding Spa*), il ramo d'azienda che esercita attività diversa dalla distribuzione del gas (settore cimiteriale) e la proprietà degli immobili di via Nottolini, attualmente di proprietà di GESAM Spa (*Lucca Holding Servizi srl*). Le ragioni che hanno portato a tale scelta sono principalmente due:

1. Allineamento alla disciplina degli affidamenti diretti

In ottemperanza alle delibere del Consiglio Comunale di Lucca n. 17 del 31 marzo 2015 e n. 65 del 20 ottobre 2017, che prevedono un piano operativo di razionalizzazione delle società e delle partecipazioni detenute dal Comune di Lucca (in via diretta o indiretta), e soprattutto per dare seguito sia alla deliberazione del Consiglio dell'Autorità Nazionale Anticorruzione (ANAC) nell'adunanza del 9 novembre 2016, sia alla segnalazione dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM), GESAM Spa ha l'esigenza di eseguire una riorganizzazione per separare le attività del gas dalle attività cimiteriali, che saranno collocate insieme con la partecipazione azionaria detenute da Gesam Spa (100% di GESAM Energia Spa) e la sede sociale di via Nottolini in due società distinte, Lucca Holding Spa, controllata al 100% dal Comune di Lucca e Lucca Holding Servizi Srl controllata al 100% da Lucca Holding Spa.

2. Separazione attività "energia"

A queste ragioni di diritto si possono aggiungere anche ragioni di natura gestionale, che consentirebbero a Gesam SpA di procedere con una riorganizzazione del gruppo. In particolare, la riorganizzazione societaria dovrebbe portare a una razionalizzazione in modo da avere una società che si occupa della distribuzione del gas, e in cui sarebbero concentrate le partecipazioni di Toscana Energia e del Comune di Capannori, e due società beneficiarie a cui affidare in house i servizi cimiteriali oltre che la gestione della partecipazione in Gesam Energia.

3. La valutazione

Sono stati impiegati diversi metodi di valutazione aziendale a seconda dell'azienda oggetto di valutazione. L'obiettivo è quello di considerare il più possibile i principali driver valutativi che spingono il mercato a valutare un'azienda di uno specifico settore con una particolare metodologia piuttosto che un'altra.

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	6/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

Di seguito i metodi valutativi applicati:

- **Polo Energy SpA:** Discounted Cash Flow + Terminal Value determinato su un periodo che va fino al 2035;
- **Gesam Energia SpA:** Discounted Cash Flow con esplicitazione dei flussi monetari fino al 2040;
- **Gesam Gas e Luce SpA:** metodi alternativi dei Multipli di Settore, delle Transazioni Comparabili e del Discounted Cash Flow;
- **Gesam SpA:** metodologia tariffaria Regulatory Asset Base (*RAB*) per le attività di distribuzione gas e GPL e metodologia Discounted Cash Flow per le attività cimiteriali.

3.1 La valutazione di Polo Energy SpA

Come anticipato la società è stata costituita nel 2010 per l'esecuzione del contratto di concessione della durata di 25 anni relativo alla realizzazione e gestione di due parcheggi con integrati due impianti fotovoltaici (Impianto Polo Est ed Impianto Polo Ovest); questi ultimi rappresentano attualmente la sola attività svolta dall'azienda in quanto l'attività di gestione dei parcheggi è stata ceduta a terzi.

Il metodo di valutazione che si è ritenuto più adatto per valutare una società il cui valore dipende in modo evidente dai flussi di cassa futuri che può generare è il Discounted Cash Flow. Tale metodo è ancora più appropriato se si considera che tali flussi presentano una facile prevedibilità essendo marcatamente legati alle tariffe incentivanti fissate dal Gestore Servizi Energetici (GSE)² nonché alle tariffe praticate per il ritiro dedicato oltre che dai volumi di KWh prodotti dai due impianti.

Prima di procedere alla valutazione della società, si evidenziano di seguito i risultati economici e patrimoniali consuntivi registrati dalla società negli anni 2015-2016 e bilancio intermedio ad agosto 2017, non solo al fine di comprendere meglio il suo posizionamento economico-finanziario, ma anche al fine di migliorare la comprensione del processo valutativo di cui ai capitoli successivi.

² E' una società per azioni italiana, controllata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, che eroga incentivi economici per la produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili.

Valori in [.,000 €]	2015	2016	ago-17	stima 2017
A. RICAVI	1.344	1.265	1.025	1.168
a1. Ricavi operativi	1.269	1.190	976	1.168
a2. Altri ricavi e proventi	75	75	49	-
B. COSTI OPERATIVI	- 298	- 253	- 196	- 235
b1. Materiali	-	-	-	-
b2. Servizi	- 210	- 170	- 171	- 181
<i>b.2.i Prestazioni intercompany</i>	- 75	- 75	- 20	- 30
<i>b.2.ii altro</i>	- 135	- 95	- 151	- 151
b3. Godimento beni di terzi	- 34	- 34	- 23	- 34
b4. Personale	-	-	-	-
b5. Altri oneri	- 54	- 49	- 1	- 20
C. MARGINE DELLA PRODUZIONE (A+B) (Ebitda)	1.046	1.012	829	933
D. AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI	- 1.003	- 544	- 544	- 544
d1. Ammortamento immobilizzazioni immateriali	- 556	- 537	- 368	- 537
d2. Ammortamento immobilizzazioni materiali	- 0	- 0	- 0	- 0
d3. Altre svalutazioni delle immobilizzazioni	- 440	-	- 172	-
d4. Altri accantonamenti	- 7	- 7	- 5	- 7
E. RISULTATO OPERATIVO (C+D) (Ebit)	42	468	297	389
F. ONERI E PROVENTI FINANZIARI	- 430	- 378	- 212	- 361
f1. Oneri Finanziari	- 440	- 379	- 213	- 362
f2. Proventi Finanziari	10	2	0	2
G. PROVENTI E ONERI STRAORDINARI	-	-	-	-
g1. Proventi straordinari	-	-	-	-
g2. Oneri straordinari	-	-	-	-
H. RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (E+F+G)	- 388	91	85	28
h1. Imponibile fiscale IRES	-	-	85	26
h2. Imponibile fiscale IRAP	-	-	473	396
I. IMPOSTE	- 41	- 63	33	- 25
i1. IRES	- 17	- 38	-	- 6
i2. IRAP	- 24	- 25	-	- 19
L. RISULTATO NETTO (H+I)	- 429	28	39	3

Tabella 2 – Conto Economico 2015-ago 2017 Polo Energy

Il Conto Economico relativo agli anni consuntivi mostra una redditività negativa o contenuta nel corso degli ultimi esercizi. Analizzando i ricavi operativi si può notare come essi siano in decremento dal 2015 ad ago-2017 soprattutto a causa di una riduzione del prezzo relativo alla quota energia destinata alla vendita. Per consentire al lettore di comprendere l'evoluzione del valore della produzione, appare opportuno riportare qui di seguito l'evoluzione dei prezzi di vendita, della tariffa incentivante, nonché dei volumi prodotti negli anni dal 2013 al 2016:

Relazione 17.2995.01	Prog. C5393	Cliente Gesam S.p.A.	Pag. 8/39
Titolo Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione			Data 10/11/2017

Polo Energy SpA

	PRODUZIONE [kWh]			
	2013	2014	2015	2016
Impianto Polo Est	806.756	800.803	830.439	807.374
Impianto Polo Ovest	2.189.808	2.149.923	2.258.278	2.165.099
Totale	2.996.564	2.950.726	3.088.717	2.972.473

	RITIRO DEDICATO [€/kWh]			
	2013	2014	2015	2016
Impianto Polo Est	0,083	0,043	0,050	0,040
Impianto Polo Ovest	0,057	0,043	0,050	0,039

	TARIFFA INCENTIVANTE [€/kWh]			
	2013	2014	2015	2016
Impianto Polo Est	0,422	0,422	0,361	0,361
Impianto Polo Ovest	0,422	0,422	0,361	0,361

Tabella 3 – Volumi prodotti e prezzi/tariffe

Come si può notare l'EBITDA subisce la forte variazione del prezzo di vendita dell'energia dovuta alla flessione della tariffa per il ritiro dedicato e della tariffa incentivata.

Per le prime si registra una variazione del -38% tra il 2013 ed il 2014, del 15% tra il 2014 ed il 2015 e del -21% tra il 2015 ed il 2016.

Anche le seconde flettono nel corso del 2015 a fronte delle novità introdotte dal Decreto Competitività (DL 91/2014 convertito nella Legge 116/2014) anche detto "Decreto Spalma Incentivi". La tariffa nel 2015 è passata da 0,422 €/kWh a 0,361 €/kWh. Nel corso dei prossimi capitoli si renderà evidente l'evoluzione della Tariffa Incentivante, a fronte del piano di tariffario selezionato dall'azienda e approvato dal GSE.

Le altre poste che incidono marcatamente sui flussi finanziari sono gli oneri finanziari corrisposti per il finanziamento a lungo termine contratto per effettuare gli investimenti negli impianti. Polo Energy presenta inoltre, nei confronti della controllante, un debito di natura finanziaria pari a 1,4 mln di €.

La Posizione Finanziaria Netta ad agosto-2017 è di 7,8 mln di € ed è così composta:

Posizione Finanziaria Netta

Valori in [.000] €	ago-17
Liquidità immediate	- 1.314
Debiti finanziari	7.505
Fondi rischi	211
Debiti v/controlante	1.400
PFN Polo Energy	7.802

Tabella 4 – PFN ago-2017 Polo Energy

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	9/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

Nella tabella seguente si riporta lo Stato Patrimoniale riclassificato (secondo il criterio finanziario) relativo ai bilanci chiusi 2015-2016 e bilancio intermedio ad agosto 2017.

Valori in [.000 €]	2015	2016	ago-17
Attivo			
A. Attivo Fisso	10.117	9.580	9.212
a1. Immobilizzazioni Tecni	10.117	9.580	9.212
a1.i immobilizzazioni im	10.117	9.580	9.212
a1.ii immobilizzazioni m:	1	0	0
a2. Immobilizzazioni Finan	-	-	-
a3. Altro	-	-	-
B. Attività a breve termine	2.434	2.501	2.678
b1. Disponibilità			
b1.i Magazzino	-	-	-
b1.ii Ratei e Risconti attiv	32	32	10
b2. Liquidità differite			
b2.i Crediti commerciali	337	342	774
b2.ii Crediti tributari	180	174	238
b2.iii Altre attività a brev	342	346	341
b2.iii.a v/gruppo	341	346	341
b2.iii.b Altri	0	0	-
b3. Liquidità immediate	1.543	1.607	1.314
TOTALE ATTIVO (A+B)	12.551	12.081	11.891
Passivo e Netto			
E. Patrimonio Netto	589	617	656
e1. Capitale Sociale	1.000	1.000	1.000
e2. Riserve	18	0	-
e2.i Riserva Legale	11	-	-
e2.ii Riserva Straordinari	-	-	-
e2.iii Altre Riserve	-	-	-
e3. Utile/Perdita portati a	-	411	383
e4. Utile/Perdita d'es.	- 429	28	39
F. Passività a lungo termine	9.344	8.940	8.671
f1. Fondi	28	35	211
f1.i Altri fondi	28	35	211
f1.ii Fondo TFR	-	-	-
f2. Debiti finanziari a lungoc	7.916	7.505	7.060
f3. Depositi cauzionali da utenti			
f4. Debiti v/controlante fi	1.400	1.400	1.400
G. Passività a breve termin	2.618	2.524	2.563
g1. Debiti finanziari a brev	395	411	445
g2. Debiti commerciali	133	61	108
g3. Debiti tributari	2	16	101
g4. Debiti diversi a breve t	579	605	628
g4.i v/gruppo commercic	577	605	628
g4.ii vari	2	-	-
g5. Ratei e Risconti passiv	1.509	1.431	1.281
TOTALE PASSIVO (E+F+G)	12.551	12.081	11.891

Tabella 5 – Stato Patrimoniale 2015 - ago 2017 Polo Energy

	Relazione 17.2995.01	Prog. C5393	Cliente Gesam S.p.A.	Pag. 10/39
	Titolo Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione			Data 10/11/2017

3.1.1 I risultati

Come anticipato la valutazione della società è avvenuta impiegando la *metodologia indiretta* di valutazione del Discounted Cash Flow (DCF). Tale metodologia si definisce indiretta in quanto perviene ad una valutazione dell'azienda oggetto di analisi, non tanto osservando il mercato bensì per assenza o insufficienza dei dati di mercato, impostando la valutazione su basi diverse (flussi reddituali e finanziari). I metodi basati sui flussi, infatti, sono costruiti sull'ipotesi che il valore di un bene sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo. Il bene "azienda" quindi ha valore nella misura in cui fornisce risultati futuri che al tempo zero valgono di più dell'investimento iniziale.

Tra queste metodologie il Discounted Cash Flow è uno dei metodi più utilizzati ed è basato sulla valutazione dei flussi di cassa (quindi monetari). Il risultato del DCF è il VAN ossia la somma algebrica di tutti i flussi finanziari futuri sia negativi che positivi attualizzati sulla base di un tasso di sconto che esprime il costo opportunità del capitale (ossia il costo delle risorse finanziarie impiegate dall'azienda). In particolare il VAN si determina come di seguito:

$$VAN = -C_0 + \sum_{t=0}^n \frac{Fco_t}{(1 + wacc)^t} + \frac{TV(n)}{(1 + wacc)^n}$$

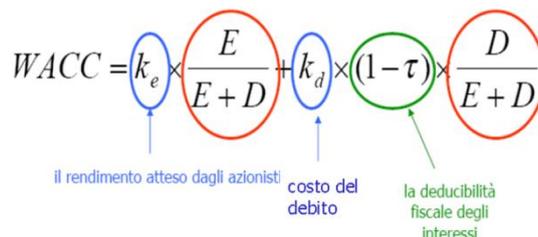
Dove:

Fco_t = Flussi di cassa operativi

C_0 = Investimento iniziale

TV = Terminal Value ossia il valore dei flussi di cassa disponibili dopo il periodo esplicito di previsione

$WACC$ = Costo medio ponderato del capitale dato dalla somma ponderata tra il costo del debito ed il costo dell'equity:

$$WACC = k_e \times \frac{E}{E + D} + k_d \times (1 - \tau) \times \frac{D}{E + D}$$


Il VAN può quindi essere un buon indicatore per valutare un'azienda:

- se $VAN > 0$ l'Enterprise Value dell'azienda è positivo in quanto si stima che generi valore nel tempo;
- se $VAN < 0$ l'Enterprise Value dell'azienda è negativo in quanto si stima che non generi valore nel tempo.

Per la valutazione di Polo Energy si è provveduto ad impiegare come nelle precedenti versioni un Wacc pari al 3,99% ottenuto considerando un rendimento del capitale azionario del 6,1% ed un costo del debito finanziario del 4,07% (come da rapporto 2016 *Oneri finanziari/Debiti Finanziari*). Si è impiegata invece una struttura finanziaria target (ossia ipotetica di lungo periodo e considerando il tipico grado di indebitamento del settore) formata al 70% dal debito ed al 30% dall'equity.

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	11/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

Il Terminal Value (TV) stimato alla fine del periodo esplicito di previsione, ossia il 2020, è stato ottenuto stimando i flussi di cassa realizzabili dal 2021 fino al 2035, anno in cui termina la concessione affidata a Polo Energy dal Comune di Lucca nel 2010. Il TV, inoltre, è stato determinato impiegando un *growth rate*³ pari al -2% in considerazione del fatto che i flussi di ricavo tenderanno annualmente a ridursi per via della diminuzione dell'efficienza produttiva dei moduli fotovoltaici. Si consideri inoltre, che i flussi relativi agli ultimi cinque anni concessori sono stati determinati prendendo come riferimento unicamente il prezzo di vendita dell'energia in quanto la tariffa incentivante ha una durata di 20 anni. Infine, nel 2035 sono stati stimati oneri per smaltimento pannelli del valore di 237 mila €⁴.

Come precedentemente menzionato, a partire dal 2015 i flussi risentono negativamente anche della revisione della tariffa incentivante introdotta attraverso il Decreto Competitività (DL 91/2014 convertito nella Legge 116/2014) anche detto "Decreto Spalma Incentivi" (la tariffa è passata da 0,422 €/kWh a 0,361 €/kWh). Per gli esercizi successivi la tariffa è stata fatta evolvere seguendo il fattore moltiplicativo indicato nel piano tabellare relativo all'opzione B, piano selezionato dall'azienda, ed assegnata dal GSE tramite lettera di Addendum del 15/01/2016.

Si riporta qui di seguito la tabella riepilogativa dell'evoluzione della Tariffa Incentivante nel corso dei prossimi esercizi:

	TARIFFA INCENTIVANTE [€/kWh]									
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Impianto Polo Est	0,422	0,422	0,361	0,361	0,361	0,361	0,361	0,379	0,396	
Impianto Polo Ovest	0,422	0,422	0,361	0,361	0,361	0,361	0,361	0,379	0,396	

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Impianto Polo Est	0,413	0,431	0,448	0,465	0,483	0,483	0,483	0,483	0,483
Impianto Polo Ovest	0,413	0,431	0,448	0,465	0,483	0,483	0,483	0,483	0,483

La tariffa per il ritiro dedicato è stata mantenuta invariata fino al 2035 quindi pari a 0,0397 €/kWh per l'impianto di Polo Est e 0,0393 €/kWh per l'impianto di Polo Ovest.

Di seguito il Piano Economico Finanziario in migliaia di euro ottenuto impiegando le seguenti principali assunzioni:

- i ricavi derivanti dagli impianti fotovoltaici sono influenzati:
 - ◆ da una riduzione annua dei volumi prodotti pari al 2%
 - ◆ da un adeguamento della tariffa incentivante a causa delle disposizioni introdotte dal "Decreto Spalma Incentivi"
 - ◆ da una retribuzione dei volumi prodotti negli ultimi 5 anni legata al solo prezzo di vendita e non alla tariffa incentivante dato che questa è riconosciuta per 20 anni;

³ E' il tasso di crescita/decrecita dei flussi atteso nel lungo periodo e nel presente caso fino ad un periodo determinato (il 2035).

⁴ Polo Energy ha provveduto a stimare nel 2010 un costo per smaltimento pannelli del valore di 160 mila €. Abbiamo quindi incrementato tale costo del 2,2% annuo fino al 2035 per considerare gli effetti inflazionistici.

- da un costo per smaltimento pannelli stimato al 2035 pari a 237 mila €;
- un valore del Wacc pari a 3,99%;
- gli accantonamenti e gli ammortamenti sono ipotizzati costantemente pari ai valori consuntivi 2016;
- sono stati ridotti i costi per prestazioni intercompany che passano dai 75 mila euro consuntivati nel 2016 ai 30 mila euro pianificati dal 2017;
- da un carico fiscale dato da Ires (24%) e Irap (4,82%)⁵;
- gli oneri finanziari tendono invece a diminuire nel tempo in quanto sono legati al pagamento del debito residuo relativo ai finanziamenti ottenuti per la realizzazione degli impianti.

Polo Energy S.p.A.

Valori in [.000] €	2015	2016	ago-17	2017	set/dic :	2018	2019	2020
A. RICAVI	1.344	1.265	1.025	1.168	192	1.144	1.121	1.146
B. COSTI OPERATIVI	- 298	- 253	- 196	- 235	- 40	- 235	- 203	- 203
C. MARGINE DELLA PRODUZIONE (A+B)	1.046	1.012	829	933	152	909	918	943
D. AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI	- 1.003	- 544	- 545	- 544	- 171	- 544	- 544	- 544
E. RISULTATO OPERATIVO (C+D) (Ebit)	42	468	285	389	- 19	365	375	400
F. ONERI E PROVENTI FINANZIARI	- 430	- 378	- 212	- 361	- 148	- 342	- 324	- 305
G. PROVENTI E ONERI STRAORDINARI	-	-	-	-	-	-	-	-
H. RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (E+F+G)	- 388	91	72	28	- 167	23	51	94
I. IMPOSTE	- 41	- 63	- 33	- 25	8	- 23	- 30	- 42
L. RISULTATO NETTO (H+I)	- 429	28	39	3	- 159	0	21	53
Unlevered Free Cash Flows								
E. RISULTATO OPERATIVO (C+D) (Ebit)	42	468	285	389	- 19	365	375	400
M. RETTIFICHE					171	544	544	544
m1. (+) Ammortamenti & Accantonamenti					171	544	544	544
m2. (+) Quota TFR					-	-	-	-
N. CASH FLOW ECONOMICO					152	909	918	943
O. INVESTIMENTI					-	-	-	-
o1. Investimenti materiali					-	-	-	-
o2. Investimenti immateriali					-	-	-	-
P. VARIAZIONE CCNO					142	28	44	25
I. IMPOSTE OPERATIVE					-	- 105	- 108	- 115
Q. CASH FLOW OPERATIVO					294	832	854	853
R. TERMINAL VALUE					-	-	-	6.465
S. FLUSSI DI CASSA UNLEVERED								
S1. Cash Flow					294	832	854	7.318
S2. Cash Flow attualizzati					291	790	780	6.423
S3. Cash Flow attualizzati e cumulati					291	1.080	1.860	8.283

Tabella 6 – Piano Economico Finanziario Polo Energy

Dalla valutazione emerge un VAN, ossia un valore dell'azienda al lordo dell'esposizione finanziaria netta, pari a 8,283 mln di €. Al fine di pervenire al valore di mercato del capitale azionario è necessario

⁵ Si precisa che, in ottemperanza alla Legge di Stabilità di Dicembre 2014, è stata applicata la deducibilità del costo del personale ai fini IRAP.

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	13/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

considerare la PFN che, come detto in precedenza, è pari a 7,8 mln di €. Il valore risulta quindi di 481 mila € la cui quota indiretta di Toscana Energia (il 40% del 90% detenuto da Gesam SpA) è di 173 mila €.

Metodo DCF [.000€]	
VAN_Enterprise Value	8.283
PFN	7.802
Equity Complessivo	481
% partec. Gesam	90%
Equity Gesam	433
% partec. Toscana Energia in Gesam	40%
Equity indiretto Toscana Energia	173

Tabella 7 – Valutazione Polo Energy con Metodo DCF

3.1.2 Punti di attenzione

I principali punti di attenzione da tenere in considerazione nella valutazione di Polo Energy sono:

- la diminuzione dell'efficienza produttiva dei moduli fotovoltaici (circa pari al 2% annuo);
- un valore aziendale intrinseco fortemente legato alla durata della gestione degli impianti (25 anni);
- la difficile stima dei costi per lo smaltimento dei pannelli a fine contratto.

3.2 La valutazione di Gesam Energia SpA

La valutazione adottata per stimare il valore aziendale di Gesam Energia è la stessa impiegata per valutare Polo Energy considerando le similarità dal settore. Anche per questa società infatti si possono stimare i flussi finanziari futuri con un certo grado di attendibilità dato che:

- i flussi reddituali relativi agli impianti fotovoltaici sono facilmente stimabili⁶;
- i rapporti contrattuali fissati col Comune di Lucca prevedono dei canoni fissi relativi alla gestione calore, all'illuminazione pubblica e degli edifici⁷.

Si rimanda quindi al capitolo relativo alla valutazione di Polo Energy per comprendere le linee teoriche della metodologia del Discounted Cash Flow. Si tenga però presente che per Gesam Energia i flussi futuri sono stati esplicitati fino al 2040 senza quindi la necessità di stimare un Terminal Value⁸.

Si precisa inoltre quanto segue:

- come per le attività cimiteriali in capo a Gesam SpA, anche Gesam Energia presenta il vincolo di reinvestimento delle risorse generate dai settori illuminazione pubblica e gestione calore al fine di contenere il ricorso a fonti finanziarie esterne e poter sempre garantire il servizio alla collettività e agli uffici comunali;
- gli accordi contrattuali col Comune di Lucca prevedono che l'operatore effettui annualmente 1,470 mln di € di investimenti. La differenza (o una parte di essa) tra gli investimenti pianificati e quelli

⁶ Si consideri che i 3 impianti principali (Padule Est, Padule Ovest e Prato) sono gestiti dalla Società attraverso contratti di leasing pertanto già dal 2013 non impattano sugli ammortamenti bensì sui costi operativi. Ve ne sono invece altri di piccole dimensioni i quali impattano sugli ammortamenti in quanto di proprietà.

⁷ Una delibera comunale protrae la concessione relativa agli altri servizi fino al 2040 dato che la scadenza è prevista per il 2017.

⁸ La differente scelta metodologica rispetto a quella presa per Polo Energy, risiede nella necessità di pervenire ad una buona approssimazione del Valore di Riscatto spettante per gli investimenti effettuati sui servizi svolti per il Comune. A questo fattore si aggiunge la necessità di migliorare la stima degli impatti che sempre tali investimenti hanno sui flussi. Entrambi sono fattori mancanti per Polo Energy.

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	14/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

realmente realizzati viene imputata alla società di volta in volta attraverso un contraddittorio, sotto forma di sconto ai ricavi contrattuali di competenza. Questo vincolo incluso nel contratto di fornitura con il Comune di Lucca risulta eccessivamente penalizzante, riducendo la capacità di autofinanziamento dell'azienda. Il management aziendale e i responsabili del Comune sono in fase di trattativa e di revisione del contratto per individuare una più efficiente pianificazione degli investimenti o della misura con cui scontare i ricavi per la quota dei mancati investimenti.

Il primo aspetto porterebbe il valutatore a stabilire un valore nullo per quanto riguarda le due attività in oggetto dato che non genera vantaggi di natura economica per i soci di Gesam Energia se non in termini di presidio del territorio.

Prima di procedere alla valutazione della società, di seguito si dà evidenza dei risultati economici e patrimoniali ricavati dai bilanci degli anni 2015-2016 e bilancio intermedio ad agosto 2017:

Relazione 17.2995.01	Prog. C5393	Cliente Gesam S.p.A.	Pag. 15/39
Titolo Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione			Data 10/11/2017

Gesam Energia S.p.A.	2015	2016	ago-17
A. RICAVI	6.839	6.564	3.928
a1. Ricavi operativi	6.720	6.421	3.836
<i>a1.i Canone per pubblica illuminazione</i>	1.768	2.119	1.266
<i>a1.ii Ricavi da Illuminazione edifici</i>	1.565	1.522	909
<i>a1.iii Ricavi gestione calore</i>	1.914	1.490	890
<i>a1.iv Ricavi fotovoltaico</i>	1.473	1.291	771
a2. Altri ricavi e proventi	119	143	92
B. COSTI OPERATIVI diretti e indiretti	- 5.766	- 5.550	- 3.365
b1. Costi per pubblica illuminazione	- 1.424	- 1.616	- 980
b2. Costi Illuminazione edifici	- 1.159	- 1.004	- 609
b3. Costi gestione calore	- 1.550	- 1.255	- 761
b4. Costi fotovoltaico	- 753	- 748	- 453
b5. Costi servizi comuni	- 879	- 927	- 562
<i>b5.i di cui costi per il personale</i>	- 191	- 226	- 137
<i>b5.ii di cui servizi intercompany</i>	- 225	- 216	- 62
C. MARGINE DELLA PRODUZIONE (A+B) (Ebitda)	1.074	1.014	563
D. AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI	- 500	- 552	- 308
d1. Amm.to immob.ni immat. pregressi	- 87	- 99	- 67
<i>d1. Pubblica illuminazione</i>	- 1	- 1	- 1
<i>d1. Illuminazione edifici</i>	- 30	- 34	- 23
<i>d1. Gestione calore</i>	- 4	- 4	- 3
<i>d1. Servizi comuni</i>	- 52	- 60	- 40
d2. Amm.to immob.ni materiali pregressi	- 274	- 324	- 232
<i>d2. Pubblica illuminazione</i>	- 195	- 231	- 165
<i>d2. Fotovoltaico</i>	- 61	- 72	- 52
<i>d2. Servizi comuni</i>	- 18	- 21	- 15
d4. Svalutazione crediti	- 130	- 120	- 3
d5. Altri accantonamenti	- 9	- 9	- 6
E. RISULTATO OPERATIVO (C+D) (Ebit)	574	461	255
F. ONERI E PROVENTI FINANZIARI	- 300	30	- 100
f1. Oneri Finanziari	- 301	- 144	- 103
f2. Proventi Finanziari	1	174	3
G. PROVENTI E ONERI STRAORDINARI	-	-	-
H. RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (E+F+G)	274	491	155
h1. Imponibile fiscale IRES	-	-	153
h2. Imponibile fiscale IRAP	-	-	264
I. IMPOSTE	- 121	- 158	- 47
i1. IRES	- 74	- 118	- 27
i2. IRAP	- 47	- 40	- 20
L. RISULTATO NETTO (H+I)	153	333	108

Tabella 8 – Conto Economico 2015 – ago 2017 Gesam Energia

L'analisi economica lascia emergere un EBITDA in contenuta flessione nel corso periodo analizzato. Si ricorda che il valore del 2017 fa riferimento a solo 8 mesi di attività. Nel corso dell'ultimo biennio si assiste ad un tendenziale incremento del valore degli ammortamenti, evoluzione che conduce ad una contenuta riduzione del valore dell'EBIT nel 2016 rispetto a quanto fatto registrare nel 2015, evoluzione che sembra confermata anche per il 2017.

In netto miglioramento appare la gestione finanziaria, a fronte anche del progressivo processo di ammortamento dei finanziamenti consolidati.

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	16/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

Si riporta qui sotto lo stato patrimoniale:

Valori in [.000] €	2015	2016	ago-17
A. Attivo Fisso	6.794	7.311	7.277
a1. immobilizzazioni immateriali	2.029	2.197	2.159
a2. immobilizzazioni materiali	4.765	5.114	5.118
B. Attività a breve termine	8.375	7.445	5.246
b1. Disponibilità	1.261	1.187	1.062
b1.i Magazzino	108	107	92
b1.ii Ratei e Risconti attivi	1.153	1.080	969
b2. Liquidità differite	6.762	5.973	3.891
<i>b2.i Crediti commerciali</i>	<i>630</i>	<i>1.008</i>	<i>1.564</i>
<i>b2.ii Crediti tributari</i>	<i>2.810</i>	<i>2.493</i>	<i>383</i>
<i>b2.iii Altre attività a breve term.</i>	<i>3.322</i>	<i>2.472</i>	<i>1.943</i>
b2.iii.a Imm.ni fin. entro l'es.	1	1	1
b2.iii.b v/gruppo	3.314	2.464	1.932
b2.ii.a finanziari	-	-	-
b2.ii.b commerciali	3.314	2.464	1.932
b2.iii.c Altri	7	7	11
b3. Liquidità immediate	352	286	293
TOTALE ATTIVO (A+B)	15.169	14.757	12.523
Passivo e Netto	22%	24%	30%
E. Patrimonio Netto	3.271	3.604	3.712
e1. Capitale Sociale	1.000	1.000	1.000
e2. Riserve	2.118	2.271	2.604
e2.i Riserva Legale	106	114	130
e2.ii Riserva Straordinaria	-	-	-
e2.iii Altre Riserve	-	-	-
e3. Utile/Perdita d'es.	153	333	108
F. Passività a lungo termine	1.569	1.369	1.273
f1. Fondi	61	70	78
f1.i Altri fondi	31	40	45
f1.ii Fondo TFR	30	30	32
f2. Debiti finanziari a lungo term	1.508	1.299	1.195
f3. Debiti diversi a lungo termine	-	-	-
G. Passività a breve termine	10.329	9.784	7.538
g1. Debiti finanziari a breve term	1.346	2.192	1.633
g2. Debiti commerciali	1.483	1.638	1.114
g3. Debiti tributari	19	68	123
g4. Debiti diversi a breve termine	7.363	5.773	4.566
<i>g4.i acconti da clienti</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>g4.ii v/gruppo</i>	<i>7.351</i>	<i>5.752</i>	<i>4.463</i>
<i>g4.ii.a finanziari</i>	<i>1.200</i>	<i>1.200</i>	<i>1.200</i>
<i>g4.ii.b commerciali v/collegi</i>	<i>3.942</i>	<i>1.991</i>	<i>807</i>
<i>g4.ii.d vari</i>	<i>12</i>	<i>21</i>	<i>102</i>
<i>g4.iii v/dipendenti/amministra</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
g5. Ratei e Risconti passivi	118	112	101
TOTALE PASSIVO (E+F+G)	15.169	14.757	12.523

Tabella 9 – Stato Patrimoniale 2015 – ago 2017 Gesam Energia

L'analisi della situazione patrimoniale fa emergere un grado di capitalizzazione in contenuta crescita nel corso del periodo analizzato, con un indice di indipendenza finanziaria (il rapporto Patrimonio Netto su Totale Passivo) che passa dal 20% al 29% ad agosto 2017.

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	17/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

La tabella seguente riporta la PFN della società ad agosto 2017. Si evidenzia un debito verso Gesam Spa di 1,2 mln di € connesso all'operazione di leasing per l'impianto ubicato nel Comune di Porcari. La società ha poi un debito di natura commerciale di 2,175 mln di € che essendo scaduto da oltre 18 mesi si è ritenuto più appropriato riclassificarlo tra le passività di natura finanziaria.

Valori in [.000] €	ago-17
Liquidità immediate	- 293
Debiti finanziari	2.829
TFR	32
Fondi rischi	45
Debiti finanziari v/gruppo	1.200
Debiti commerciali oltre 18 mes	2.175
PFN Gesam Energia	5.988

Tabella 10 – PFN ago 2017 Gesam Energia

3.2.1 I risultati

Come anticipato la valutazione della società è avvenuta impiegando la *metodologia indiretta* di valutazione del Discounted Cash Flow (DCF) con una esplicitazione dei flussi monetari che va direttamente fino al 2040. Il tasso di attualizzazione (Wacc) impiegato nella valutazione è pari al 4,95% ed è dato da un rendimento del capitale azionario dell'8,9% ed un rendimento del debito finanziario dell'3,07% (come da rapporto 2016 *Oneri finanziari/Debiti Finanziari*). Si è impiegata invece una struttura finanziaria target (ossia ipotetica di lungo periodo) che vede un'incidenza del debito del 60% e dell'equity del 40%⁹.

La tabella seguente sintetizza i risultati ottenuti:

Metodo DCF [.000€]	
VAN_Enterprise Value	7.069
PFN	5.988
Equity Complessivo	1.081
% partec. Gesam	100%
Equity Gesam	1.081
% partec. Toscana Energia in Gesam	40%
Equity indiretto Toscana Energia	432

Tabella 11 – Valutazione Gesam Energia con Metodo DCF: investimenti per 0,93 mln € per gli es. 2018-2021, e di 0,2 mln di € per gli esercizi successivi

Il VAN conseguito considerando gli investimenti annui pianificati è pari a 7,069 mln di € al lordo della posizione finanziaria netta, e quest'ultima risulta pari a 5,998 mln di €. Includendo anche la PFN, si arriva ad un valore di mercato del capitale azionario indirettamente posseduto da Toscana Energia di 432 mila €.

Di seguito le principali assunzioni impiegate nella stima per gli esercizi 2017 e successivi, riscontrabili nel Piano Economico Finanziario riportato successivamente:

⁹ Polo Energy, rispetto a Gesam Energia, presenta un ipotetico grado di indebitamento medio più elevato (70%) in quanto l'azienda svolge unicamente la gestione degli impianti fotovoltaici la cui realizzazione richiede forti indebitamenti iniziali. Inoltre, Gesam Energia dovrebbe avere maggiori possibilità di autofinanziamento considerato il vincolo di reinvestimento delle risorse generate annualmente dall'azienda.

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	18/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

- i ricavi diversi, pari a 142.000 € nel 2016, sono stati mantenuti costanti nel corso del periodo simulato (a cui sono detratti la quota parte di investimenti non realizzati);
- i ricavi derivanti dagli impianti fotovoltaici sono influenzati (come per Polo Energy):
 - ◆ da una riduzione annua dei volumi prodotti pari al 2%;
 - ◆ l'adeguamento delle tariffe incentivante applicata agli impianti di Prato come da modifiche introdotte dal "Decreto Spalma Incentivi"¹⁰;
 - ◆ da una retribuzione dei volumi prodotti negli ultimi 10 anni legata al solo prezzo di vendita e non alla tariffa incentivante dato che questa è riconosciuta per 20 anni;
- i ricavi per la gestione calore e l'illuminazione pubblica e di edifici sono stati mantenuti di base come da valori consuntivi 2016 salvo la necessità di scontarli dei mancati investimenti effettuati rispetto agli accordi contrattuali purché tale rettifica non porti gli utili al di sotto del loro valore medio registrato negli anni 2013-2015 (163 mila €)¹¹.
- gli oneri/proventi finanziari sono stimati in funzione del piano di ammortamento del debito verso le banche e del debito finanziario verso Gesam Spa, con tassi rispettivamente del 4% e 2%;
- gli accantonamenti per svalutazione crediti sono stati posti pari 13k, in linea con i valori stimati dal management per il 2017, e ritenuti stabili anche nel corso dei prossimi esercizi;
- i costi operativi sono stati stimati come di seguito:
 - ◆ i costi relativi ai servizi comuni e agli impianti fotovoltaici (essenzialmente gli oneri di leasing essendo i 3 impianti principali acquisiti in modalità leasing da parte dell'azienda) sono mantenuti costantemente pari ai valori 2016;
 - ◆ i costi relativi alle altre linee di attività si suppongono in diminuzione in quanto si è ipotizzato un decremento annuo degli stessi dovuto ad un maggior efficientamento derivante dagli investimenti effettuati dalla società. Tale riduzione è stata assunta pari al 20% delle uscite monetarie dovute agli investimenti dell'anno precedente a quello di osservazione (gli investimenti annui sono stati ipotizzati per il 2018-2021 pari a 930 mila €, e per i successivi esercizi pari a 200 mila €) ed è stata ripartita sulle 3 linee di attività interessate (illuminazione pubblica, gestione calore e illuminazione edifici)¹²;
 - ◆ dal 2030 si è provveduto ad eliminare dai costi operativi 756 mila € relativi al contratto di leasing degli impianti fotovoltaici dato che scadrà nel 2029;
- nel 2040 è stato stimato un costo per smaltimento pannelli pari a 381 mila €¹³;
- si è assunto un Wacc pari a 4,95%, determinato da una K_E del 8,9%, e un R_D del 3,07%;
- il carico fiscale è dato da Ires (24%) e Irap (4,82%);
- Infine, si è provveduto a considerare nel 2040 l'introito derivante dal Valore di Riscatto degli investimenti realizzati per i vari servizi strumentali svolti dall'azienda in favore del Comune (illuminazione pubblica, gestione calore e illuminazione edifici pubblici) risultato pari a 1,9 mln di

¹⁰ I due impianti fotovoltaici di Porcari (Padule Est e Padule Ovest) non sono interessati dallo "Spalma Incentivi" in quanto il titolare responsabile è il Comune di Lucca.

¹¹ Il 2016 è escluso dal calcolo medio in quanto componenti straordinari.

¹² Si sottolinea che ad un decremento dei costi non corrisponde un decremento dei ricavi, vale a dire migliori condizioni contrattuali richieste dal Comune di Lucca. Si assume quindi che l'azienda riesca ad ottenere dei benefici senza ribaltarli sul Comune di Lucca.

¹³ Gesam Energia ha provveduto a stimare nel 2010 un costo per smaltimento pannelli del valore di 160 mila € per gli impianti di Padule, e nel 2012 di 70 mila € per gli impianti di Prato. Abbiamo quindi incrementato tale costo del 2,1% annuo fino al 2040 per considerare gli effetti inflazionistici.

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	19/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

€¹⁴. Tali investimenti sono infatti soggetti a devoluzione onerosa a fine concessione. Il valore è stato determinato considerando:

- ◆ per quanto riguarda gli investimenti già realizzati al 2016, si è ipotizzato un valore residuo nullo in quanto l'aliquota media stimata è del 5% (20 anni);
- ◆ per quanto riguarda gli investimenti realizzati successivamente ad agosto 2017 si è ipotizzata un'aliquota media del 5%.

Queste assunzioni consentono di apprezzare quanto i flussi di cassa risentano sempre più nel tempo sia della riduzione dei ricavi da fotovoltaico sia degli investimenti annuali a cui l'azienda è tenuta. Sul fronte degli impianti fotovoltaici, l'azienda ha poche possibilità di incremento dei margini dato che questi sono influenzati da ragioni strettamente tecniche o relative al cambiamento della normativa di settore.

Valori in [.000] €	2015	2016	42948	2017	2018	2019	2020	Σ 2018-2040	Media 2018-2040
A. RICAVI	6.839	6.564	3.928	6.536	6.268	6.093	5.919	97.324	4.866
B. COSTI OPERATIVI diretti e indiretti	- 5.766	- 5.550	- 3.365	- 5.475	- 5.415	- 5.229	- 5.043	- 79.287	- 3.964
C. MARGINE DELLA PRODUZIONE (A+B) (Ebitda)	1.074	1.014	563	1.061	853	864	876	18.037	902
D. AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI	- 500	- 552	- 308	- 485	- 531	- 542	- 581	- 12.080	- 604
E. RISULTATO OPERATIVO (C+D) (Ebit)	574	461	255	576	321	322	295	5.957	298
F. ONERI E PROVENTI FINANZIARI	- 300	30	- 100	- 105	- 99	- 95	- 91	- 1.312	- 66
G. PROVENTI E ONERI STRAORDINARI	-	-	-	-	-	-	-	-	-
H. RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (E+F+G)	274	491	155	471	222	227	204	4.644	232
I. IMPOSTE	- 121	- 158	- 47	- 141	- 69	- 71	- 64	- 1.415	- 71
L. RISULTATO NETTO (H+I)	153	333	108	330	153	156	140	3.229	161
Unlevered Free Cash Flows									
E. RISULTATO OPERATIVO (C+D) (Ebit)	574	461	255	576	321	322	295	5.957	298
M. RETTIFICHE					510	521	559	11.649	582
m1. (+) Ammortamenti					510	521	559	11.649	582
m2. (+) Quota TFR					-	-	-	-	-
N. CASH FLOW ECONOMICO					831	843	854	17.606	880
O. INVESTIMENTI					- 930	- 930	- 930	- 4.730	- 237
o1. Investimenti materiali					- 930	- 930	- 930	- 4.730	- 237
o2. Investimenti immateriali					-	-	-	-	-
P. VARIAZIONE CCNO					- 11	- 27	- 31	307	15
I. IMPOSTE OPERATIVE					- 93	- 93	- 86	- 1.730	- 87
Q. CASH FLOW OPERATIVO					- 203	- 208	- 193	11.453	573
R. VALORE DI RISCATTO								1.900	95
S. FLUSSI DI CASSA UNLEVERED									-
s1. Cash Flow					- 203	- 208	- 193	13.353	668
s2. Cash Flow attualizzati					- 190	- 186	- 164	6.540	327
s3. Cash Flow attualizzati e cumulati					879	693	529	78.427	3.921

Tabella 12 – Piano Economico Finanziario Gesam Energia: investimenti 930 mila € negli es 2018-2021, e 200 mila € per gli es. fino al 2040

¹⁴ Si suppone che nel 2040 non vi sia una plusvalenza generata dalla devoluzione degli asset, ciò significa ipotizzare che il valore di cessione sarà pari al valore residuo degli investimenti presenti a bilancio.

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	20/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

3.2.2 Punti di attenzione

I punti su cui è opportuno fare attenzione per completare il quadro valutativo della società sono i seguenti:

- valore intrinseco molto legato ai rapporti contrattuali col Comune di Lucca e agli affidamenti diretti concessi nonché alla loro durata;
- la gestione degli impianti fotovoltaici dura 30 anni;
- l'incompatibilità di Toscana Energia rispetto alla disciplina dei servizi pubblici locali va opportunamente sanata attraverso la riorganizzazione societaria oggetto di valutazione in quanto la sua partecipazione in Gesam SpA influisce indirettamente anche su Gesam Energia;
- ha trovato giusta compensazione nelle valutazioni, il passaggio della fideiussione da società mista a società interamente posseduta da ente pubblico;
- la difficile stima ad oggi dei costi per lo smaltimento dei pannelli a fine contratto nonché del valore di riscatto finale da riconoscere sugli investimenti essendo questi stessi in via di ridefinizione negli accordi contrattuali col Comune di Lucca. Infatti, fintanto che non sarà definito col Comune un valore congruo e sostenibile degli investimenti, il loro mancato realizzo penalizza i ricavi operativi.

3.3 La valutazione di Gesam Gas e Luce SpA

I metodi di valutazione impiegati per stimare il valore economico di Gesam Gas e Luce sono:

- metodo Multipli di Settore
- metodo delle Transazioni Comparabili
- metodo del Discounted Cash Flow.

I primi due sono classificati tra i metodi diretti di valutazione in quanto fanno riferimento agli effettivi prezzi espressi dal mercato per quote di capitale dell'impresa medesima o di aziende similari.

In particolare il metodo dei multipli è basato sul valore di società comparabili, ossia appartenenti allo stesso settore, determinato osservando dati di bilancio quali fatturato, margine operativo lordo (EBITDA), risultato operativo lordo (EBIT), utile netto, ecc. I multipli rappresentano quindi il rapporto tra il valore dell'azienda comparabile e i suoi dati di bilancio consuntivi; per esempio sono molto utilizzati i rapporti EV/EBITDA oppure EV/EBIT.

Come per il metodo dei multipli, il metodo delle transazioni comparabili arriva alla determinazione dell'azienda oggetto di valutazione partendo da un rapporto il quale ha sempre l'obiettivo di sintetizzare il valore di un'azienda del settore. A differenza dei multipli, però, le transazioni comparabili esprimono il valore di un'azienda non partendo dall'osservazione di dati di bilancio, bensì dall'osservazione dei prezzi effettivamente negoziati nell'ambito di transazioni private di quote del capitale economico di imprese comparabili.

Pertanto, considerato che il valore generato da Gesam Gas e Luce è dato principalmente dal suo avviamento e dalla sua capacità di trattenere clienti, si ritiene che questi due metodi siano adatti per esprimere il valore di mercato di un'azienda appartenente ad un settore il cui valore non è tanto dato da beni tangibili, quali potrebbero essere gli investimenti materiali, bensì intangibili. La metodologia del Discounted Cash Flow ha però il beneficio di evidenziare le evoluzioni future del business e quindi le attese sui flussi futuri, a maggior ragione considerando che quello della vendita del gas è un business fortemente soggetto a molteplici variabili di mercato e normative. Si ritiene pertanto che anche quest'ultima metodologia sia in grado di rappresentare le diverse dinamiche, presenti e soprattutto future, che influenzano il settore in quanto tiene adeguatamente conto delle aspettative del settore. Certamente le

Relazione 17.2995.01	Prog. C5393	Cliente Gesam S.p.A.	Pag. 21/39
Titolo Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione			Data 10/11/2017

prime due metodologie hanno il pregio di dare al valutatore un'informazione circa le stime fatte dal mercato, ma lo fanno guardando al passato, pertanto senza considerare gli elementi che oggi influenzerebbero una transazione, vale a dire le nuove stime del valutatore. Queste non potrebbero trascendere dalle diverse variabili economiche vigenti nonché dalle aspettative future che le riguardano. Di seguito si fornisce il Conto Economico riclassificato degli anni 2015-2016 e bilancio intermedio ad agosto 2017:

Valori in [.000] €	2015	2016	ago-17
A. RICAVI	43.612	39.280	27.271
a1. Ricavi operativi	43.470	39.153	27.144
a1.i Ricavi diretti GAS	37.563	33.327	22.894
a1.ii Ricavi diretti GPL	190	183	94
a1.iii Ricavi diretti campagna rottamazione	157	153	-
a1.iv Ricavi diretti EE	5.559	5.490	4.156
a2. Altri ricavi e proventi	142	127	127
B. COSTI OPERATIVI	- 42.139	- 37.298	- 25.968
b1. Materiali e materia prima GAS	- 26.285	- 20.074	- 14.102
b2. Materiali e materia prima EE	- 1.732	- 1.495	- 1.045
b3. Servizi	- 13.179	- 14.695	- 10.043
b3.i Vettoriamento Gas e Allacciamenti	- 9.322	- 9.324	- 6.373
b3.ii Vettoriamento EE	- 3.507	- 3.568	- 2.439
b3.iii Prestazioni intercompany	- 350	-	-
b3.iv Altri	-	- 1.802	- 1.232
b4. Godimento beni di terzi	- 48	- 100	- 75
b5. Personale	- 718	- 812	- 544
b5.i Salari e stipendi	- 473	- 598	- 403
b5.ii Oneri sociali	- 165	- 181	- 119
b5.iii TFR	- 32	- 33	- 21
b5.iv Altri costi	- 48	-	-
b6. Altri oneri	- 177	- 121	- 159
C. MARGINE DELLA PRODUZIONE (A+B) (Ebitda)	1.473	1.982	1.303
D. AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI	- 506	- 543	- 486
d1. Amm.to immobilizzazioni immateriali	- 139	- 100	- 67
d2. Amm.to immobilizzazioni materiali	- 17	- 32	- 20
d3. Svalutazione crediti	- 350	- 411	- 400
E. RISULTATO OPERATIVO (C+D) (Ebit)	967	1.439	817
F. ONERI E PROVENTI FINANZIARI	410	- 32	7
f1. Oneri Finanziari	- 19	- 180	- 30
f2. Proventi Finanziari	429	148	38
G. PROVENTI E ONERI STRAORDINARI	-	-	-
g1. Proventi straordinari	-	-	-
g2. Oneri straordinari	-	-	-
H. RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (E+F+G)	1.377	1.408	824
h1. Imponibile fiscale IRES	-	-	820
h2. Imponibile fiscale IRAP	-	-	1.217
I. IMPOSTE	- 498	- 480	- 258
i1. IRES	- 428	- 403	- 217
i2. IRAP	- 71	- 77	- 42
L. RISULTATO NETTO (H+I)	879	928	566

Tabella 12 – Conto Economico 2015-ago2017 Gesam Gas e Luce

Il Conto Economico evidenzia nel corso del periodo analizzato un tendenziale decremento del valore assoluto dei ricavi determinato principalmente dalla flessione dei ricavi per vettoriamento, mentre in tendenziale crescita risultano i ricavi derivanti dal settore "energia elettrica". Nonostante la costante flessione dei ricavi, si registra nel 2016 una positiva crescita dei margini. L'EBITDA, infatti, ha registrato una ripresa rispetto ai valori dell'esercizio precedente. Questa evoluzione è riconducibile ad una contrazione

Relazione 17.2995.01	Prog. C5393	Cliente Gesam S.p.A.	Pag. 22/39
Titolo Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione			Data 10/11/2017

dell'incidenza dei costi per le materie prime e costi per servizi dovuti al vettoriamento gas e allacciamenti, consentendo di bilanciare l'incremento dei costi per godimento beni di terzi, dei costi del personale e degli oneri diversi di gestione.

Nel biennio 2015-2016 si assiste ad una contenuta crescita dei costi per ammortamenti, determinati dagli investimenti realizzati negli ultimi esercizi, il cui valore verrà confermato anche nel 2017.

Nel 2016 si assiste anche ad un incremento degli oneri finanziari, costi riconducibili prevalentemente allo storno di interessi addebitati nell'esercizio precedente a Gesam Energia Spa. Gli oneri finanziari del 2017 trovano ragione negli interessi dovuti a fronte di un finanziamento a 36 mesi erogato nel mese di gennaio, il cui costo è stato stimato in coerenza al piano di ammortamento anche nei prossimi esercizi.

Di seguito si fornisce, invece, lo Stato Patrimoniale riclassificato degli anni 2015, 2016 e intermedio ad agosto 2017:

Valori in [.000] €	2015	2016	ago-17
A. Attivo Fisso	335	324	354
a1. Immobilizzazioni Tecniche	335	324	354
a1.i immobilizzazioni immat	164	180	226
a1.ii immobilizzazioni mater	171	144	128
a2. Immobilizzazioni Finanziarie	-	-	-
B. Attività a breve termine	24.844	19.290	18.083
b1. Disponibilità	528	869	984
b1.i Magazzino	223	191	119
b1.ii Ratei e Risconti attivi	305	679	866
b2. Liquidità differite	20.561	17.385	9.214
b2.i Crediti commerciali	15.637	13.117	8.491
b2.ii Crediti tributari v/erari	489	1.808	618
b2.iii Altre attività a breve te	4.435	2.461	105
b2.iii.a Immobilizzazioni fi	7	7	7
b2.iii.b v/gruppo	4.353	2.367	-
b2.iii.b commerciali	4.353	2.367	-
b2.iii.bb finanziari	-	-	-
b2.iii.c Altri	75	87	97
b3. Liquidità immediate	3.755	1.035	7.885
TOTALE ATTIVO (A+B)	25.178	19.614	18.437
E. Patrimonio Netto	4.895	4.421	4.486
e1. Capitale Sociale	1.132	1.132	1.132
e2. Riserve	2.884	2.361	2.789
e2.i Riserva Legale	467	467	467
e2.ii Riserva Straordinaria	2.417	1.894	2.321
e2.iii Altre Riserve	-	-	-
e3. Utile/Perdita d'es.	879	928	566
F. Passività a lungo termine	3.493	3.377	4.531
f1. Fondi	149	131	145
f1.i Altri fondi	34	-	1
f1.ii Fondo TFR	114	131	144
f2. Debiti finanziari a lungo te	-	-	1.264
f3. Depositi cauzionali	3.345	3.247	3.123
G. Passività a breve termine	16.790	11.817	9.420
g1. Debiti finanziari a breve te	-	700	1.491
g2. Debiti commerciali	7.214	7.077	3.073
g3. Debiti tributari	1.192	225	3.736
g4. Debiti diversi a breve terr	8.143	3.586	882
g4.i v/gruppo	7.884	3.347	-
g4.ii.d vari	259	238	882
g5. Ratei e Risconti passivi	242	229	238
TOTALE PASSIVO (E+F+G)	25.178	19.614	18.437

Tabella 13 – Stato Patrimoniale 2015 - ago 2017 Gesam Gas e Luce

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	23/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

Per quanto concerne invece lo Stato Patrimoniale è importante evidenziare che nel corso del 2017 si è stato acceso un finanziamento consolidato di 3 mln di €, con durata di 36 mesi, il cui valore è iscritto tra le poste correnti e consolidate. Al fine di valutare la PFN aziendale si è ritenuto opportuno stimare ed utilizzare come valore delle disponibilità liquide il valore medio annuo registrato dai saldi di c/c negli ultimi 12 mesi, assecondando e calmierando gli effetti sulla liquidità aziendale derivanti dalla stagionalità dell'attività caratteristica. Il valore medio delle liquidità immediate è pari a 7 mln di €. Concorrono inoltre alla formazione della Posizione Finanziaria Netta il TFR per un importo pari a 145 mila €, depositi cauzionali clienti EE e Gas con relativi interessi maturati, dividendi di 500 mila euro verso altri soci.

Valori in [.000] €	ago-17
Liquidità immediate	- 7.000
Azionisti c/dividendi	500
Debiti finanziari	2.754
Fondi	145
Depositi cauzionali	3.123
Anticipo progetto Ledina	36
PFN Gas e Luce	- 443

Tabella 14 – PFN 2016 Gesam Gas e Luce

In termini industriali, invece, la tabella seguente riporta la variazione nel tempo del parco clienti gestiti dall'operatore:

Parco clienti gestito						
2012	2013	2014	2015	2016	Cagr 2016-12	Var. 2015-16
54.121	54.756	54.466	55.905	56.961	1,29%	1,89%

Tabella 15 – Parco Clienti e Volumi Venduti 2012-2016_Gesam Gas e Luce

Il parco clienti tende ad avere una variazione media annua dal 2012 al 2016 in crescita (+1,29%); la variazione 2015-2016 risulta invece più marcata in quanto l'azienda acquisisce n. 1.056 clienti (+1,89%). Per la valutazione dell'azienda si è utilizzato il valore puntuale del totale dei clienti a fine 2016.

3.3.1 I risultati col metodo del Discounted Cash Flow

Come anticipato, al fine di avere un quadro complessivo completo che permetta di inquadrare l'azienda nel medio/lungo periodo, è opportuno adottare una metodologia che consideri anche le tendenze di mercato che più incidono sui margini realizzati dagli operatori del settore. In particolare si registrano sul mercato margini economici in contrazione a causa:

- del calo del parco clienti generato da una pressione concorrenziale sempre più insistente che spinge le utenze verso fornitori che riescono a praticare prezzi più competitivi facendo leva sulle economie di scala che riescono a generare (si pensi ad ENI ed ENEL e alle strategie di cross-selling che possono adottare);
- della migrazione di clienti dal mercato tutelato al mercato libero (meno redditizio del tutelato);
- della variazione in aumento dei prezzi della materia prima;
- delle politiche dell'AEEGSI volte a contenere i prezzi di vendita praticati dagli operatori;

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	24/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

Questa serie di cambiamenti potrebbero continuare a limare i margini di Gesam Gas e Luce e spingere l'azienda ad intraprendere uno dei seguenti approcci strategici al fine di recuperare redditività:

- attuazione di un'operazione di aggregazione volta a fronteggiare la riduzione dei margini attraverso un contenimento dei costi proveniente dalle economie di scala generate dall'operazione stessa;
- rivedere i contratti di acquisto della materia prima al fine di ottenere prezzi più favorevoli;
- incrementare gli investimenti a sostegno dell'attività commerciale al fine di aumentare e fidelizzare il parco clienti nonché sviluppare nuovi mercati. Tale operazione deve però essere intrapresa solo fintanto che il costo dell'azione è inferiore ai maggiori ricavi generati della stessa.

La valutazione con la metodologia del DCF è stata quindi effettuata considerando quanto segue:

- un'esplicitazione dei flussi monetari fino al 2020, per il periodo successivo si è provveduto a determinare un Terminal Value stimato adottando un tasso perpetuity pari a -1,83% ossia la variazione del parco clienti registrata dalla società tra il 2014 ed il 2013;
- ipotizzando un Wacc pari al 4,78% e dato da:
 - ◆ a struttura finanziaria target che vede un'incidenza dell'Equity pari al 25%;
 - ◆ un costo del capitale di debito pari al 4% come da medie di mercato;
 - ◆ un costo dell'Equity pari al 10% in considerazione della rischiosità del settore;
- il mantenimento del numero di clienti nel 2017 pari a quello del 2016, e prevedendo per gli anni successivi una flessione di 700 clienti in ogni esercizio per gli anni 2018 e 2020;
- prezzi e costi delle materie prime stabili rispetto ai valori del 2016 nel prossimo triennio;
- un incremento dei costi relativi al personale pari al 5% annuo in quanto si suppone un rafforzamento della struttura commerciale;
- un costo per vettoriamiento pari all'incidenza registrata nel 2016;
- un accantonamento per svalutazione crediti dal 2018 pari all'1,05% dei ricavi operativi come registrato nel 2016;
- le altre poste rimangono costanti nel tempo vale a dire pari ai valori registrati nel 2016;
- un carico fiscale pari a Ires (24%) ed Irap (4,82%).

I risultati ottenuti sono i seguenti:

Metodo DCF [.000€]	
VAN_Enterprise Value	12.145
PFN	- 443
Equity Complessivo	12.587
% partec. Gesam	60%
Equity Gesam	7.552
% partec. Toscana Energia in Gesam	40%
Equity indiretto Toscana Energia	3.021

Tabella 16 – Valutazione Gesam Gas e Luce con Metodo DCF

Il VAN stimato con il metodo dei DCF porta ad una stima di valore dell'azienda pari a 12,1 milioni di €. La PFN risulta negativa e va quindi ad incrementare il valore dell'azienda portando il valore corrente dell'equity pari a 12,58 mln di €. Il valore indirettamente detenuto da Toscana Energia SpA, il 40% del 60% detenuto da Gesam SpA, è pari a 3,02 mln di €.

Di seguito il relativo Piano Economico Finanziario:

Valori in [.000] €	2015	2016	ago-17	2017	set/dic 2017	2018	2019	2020
A. RICAVI	43.612	39.280	27.271	40.290	13.019	40.357	41.025	41.025
B. COSTI OPERATIVI	- 42.139	- 37.298	- 25.968	- 38.307	- 12.340	- 38.430	- 39.107	- 39.107
C. MARGINE DELLA PRODUZIONE (A+B) (Ebitda)	1.473	1.982	1.303	1.983	680	1.928	1.918	1.918
D. AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI	- 506	- 543	- 486	- 543	- 56	- 555	- 562	- 562
E. RISULTATO OPERATIVO (C+D) (Ebit)	967	1.439	817	1.440	623	1.373	1.356	1.356
F. ONERI E PROVENTI FINANZIARI	410	- 32	7	115	108	125	137	147
G. PROVENTI E ONERI STRAORDINARI	-	-	-	-	-	-	-	-
H. RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (E+F+G)	1.377	1.408	824	1.555	731	1.498	1.493	1.503
I. IMPOSTE	- 498	- 480	- 258	- 460	- 202	- 444	- 442	- 445
L. RISULTATO NETTO (H+I)	879	928	566	1.095	529	1.054	1.051	1.058
Unlevered Free Cash Flows								
E. RISULTATO OPERATIVO (C+D) (Ebit)	967	1.439	817	1.440	623	1.373	1.356	1.356
M. RETTIFICHE					59	168	170	170
m1. (+) Ammortamenti					46	132	132	132
m2. (+) Quota TFR					13	36	38	38
N. CASH FLOW ECONOMICO					682	1.541	1.526	1.526
O. INVESTIMENTI					-	-	-	-
o1. Investimenti materiali					-	-	-	-
o2. Investimenti immateriali					-	-	-	-
P. VARIAZIONE CCNO					- 5.710	56	- 94	- 11
I. IMPOSTE OPERATIVE					- 196	- 414	- 409	- 409
Q. CASH FLOW OPERATIVO					- 5.224	1.184	1.022	1.105
R. TERMINAL VALUE					-	-	-	16.721
S. FLUSSI DI CASSA UNLEVERED								
S1. Cash Flow					- 5.224	1.184	1.022	17.826
S2. Cash Flow attualizzati					- 5.144	1.113	917	15.259
S3. Cash Flow attualizzati e cumulati					- 5.144	- 4.032	- 3.115	12.145

Tabella 14 – Piano Economico Finanziario Gesam Gas e Luce

I risultati evidenziano come il settore della vendita di energia elettrica e gas sia un settore oggi soggetto ad un forte contenimento dei margini generato principalmente dall'insistente competitività presente sul settore. Si tratta inoltre di un settore molto soggetto alla volatilità della domanda e dei prezzi nonché ad altre variabili di natura sociale, fiscale e normativa che nella presente analisi si è preferito non ipotizzare considerando la difficile prevedibilità di tali fattori. Certamente maggiore è la dimensione dell'azienda, e quindi le economie di scala che riesce a realizzare, maggiore è la sua capacità di risposta agli eventi del mercato.

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	26/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

3.3.2 I risultati col metodo dei multipli di settore

Per quanto riguarda il metodo dei multipli si è deciso di impiegare uno dei rapporti più applicati dal mercato, vale a dire il rapporto **EV/EBITDA**. La tabella seguente mostra l'evoluzione storica del rapporto EV/EBITDA, ed esprime che il mercato attribuiva nel 2013 un valore alle aziende del settore delle utilities pari a 7,9 volte il loro EBITDA, mentre per il primo trimestre 2017 attribuisce 7,5 volte il loro EBITDA:

EV/EBITDA	2013 ¹⁵	2014 ¹⁶	2015	2016	2017
Serie storica	7,9	7,8	7,8	7,3	7,5

Tabella 18 – Multiplo EV/EBITDA settore Utilities

Per effettuare la stima del valore aziendale complessivo di Gesam Gas e Luce è quindi sufficiente moltiplicare il multiplo 7,5x per il margine EBITDA realizzato dalla società nel 2016, pari a 1,982 milioni di €. Si ottiene quindi un valore dell'azienda pari a 14,87 milioni di € al lordo dell'esposizione finanziaria dell'azienda registrata nel 2016. La PFN ad agosto 2017 risulta negativa e va quindi ad incrementare il valore dell'azienda portando il valore corrente dell'equity pari a 15,3 mln di €. Il valore indirettamente detenuto da Toscana Energia SpA, il 40% del 60% detenuto da Gesam SpA, è pari a 3,6 mln di €.

Di seguito si riassumono i risultati ottenuti applicando tale metodologia di valutazione:

Metodo Multipli [.000€]	
VAN_Enterprise Value	14.870
PFN	- 443
Equity Complessivo	15.313
% partec. Gesam	60%
Equity Gesam	9.188
% partec. Toscana Energia in Gesam	40%
Equity indiretto Toscana Energia	3.675

Tabella 19 – Valutazione Gesam Gas e Luce con Metodo Multipli

3.3.3 I risultati col metodo delle transazioni comparabili

La valutazione di Gesam Gas e Luce attraverso il metodo delle transazioni comparabili è stata effettuata impiegando il rapporto **EV/cliente**. Come anticipato applicare tale metodologia significa riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi rilevati in transazioni recenti e aventi per oggetto aziende similari.

Di seguito alcune transazioni recentemente avvenute nel settore della vendita del gas ed energia elettrica:

¹⁵ Fonte: Stime KPMG Global Energy Institute Europe, Middle East & Africa – Q1 2017

¹⁶ Fonte: dal 2014 al 2017 Stime KPMG Global Energy Institute Europe, Middle East & Africa – Q1 2017.

	Relazione 17.2995.01	Prog. C5393	Cliente Gesam S.p.A.	Pag. 27/39
	Titolo Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione			Data 10/11/2017

Acquisito	EV/Clienti
Gesam	365
Aemme Energie	349
Amgas Blu	290
Pasubio servizi	316
Asa trade	438
Acam	430
MIOGAS - base asta	430
Piceno Gas	551
Gas Marca	619
Media	421

Tabella 20 – Transazioni comparabili settore vendita

Si ritiene adeguatamente rappresentativa per una stima dell'azienda impiegare il valore medio a cliente registrato nelle transazioni comparabili citate nella tabella sopra esposta. Pertanto, conoscendo il n° di clienti gestiti da Gesam Gas e Luce nel 2016 (pari a n. 56.961) ed il valore a cliente che il mercato mediamente attribuisce ad aziende del settore (€ 421) si è potuto stimare il valore economico dell'azienda che risulta essere di 23,97 mln di € al lordo della PFN. Considerando la PFN il valore risulta pari a 24,4 mln di € il quale rappresenta il valore dell'equity complessivamente detenuto dai soci della società. Il valore indirettamente detenuto da Toscana Energia è di 5,85 mln di €.

Di seguito si riassumono i risultati ottenuti applicando tale metodologia di valutazione:

Metodo Transazioni Comparabili [.000€]	
VAN_Enterprise Value	23.966
PFN -	443
Equity Complessivo	24.409
% partec. Gesam	60%
Equity Gesam	14.645
% partec. Toscana Energia in Gesam	40%
Equity indiretto Toscana Energia	5.858

Tabella 21 – Valutazione Gesam Gas e Luce con Metodo Transazioni

3.3.4 Punti di attenzione

Di seguito si riporta il valore dell'azienda nel caso in cui esso fosse dato dalla media pesata delle tre metodologie analizzate. Lo scopo è quello di definire un range nel quale situare il valore effettivo di Gesam Gas e Luce. Pertanto, la valutazione media è stata effettuata impiegando le 3 metodologie, con un peso sul valore del VAN pari al 50% per il metodo delle transazioni comparabili, del 25% per i metodi dei multipli e del DCF. La motivazione per la quale si è proceduto ad imputare un maggior peso al metodo delle transazioni comparabili deriva dal fatto che questa risulta essere la metodologia più impiegata per valorizzare aziende del settore soggette a vendita. Si dà comunque un peso alle altre due metodologie perché si ritengono più adatte a tenere adeguatamente conto delle potenzialità reddituali prospettive dell'azienda.

La valorizzazione mediata porta ad un valore dell'equity di Gesam Gas e Luce pari a 18,737 mln di € e ad un valore di equity indiretto detenuto da Toscana Energia pari a 4,6 mln di € (si veda tabella seguente).

Metodologie [.000€]	DCF	Multipli	Transazioni	Media
VAN_Enterprise Value	12.145	14.870	23.966	18.737
PFN	443	443	443	443
Equity Complessivo	12.587	15.313	24.409	19.179
% partec. GESAM	59,69%	59,69%	59,69%	59,69%
Equity GESAM	7.552	9.188	14.645	11.508
% partec. Capannori in Gesam	0,31%	0,31%	0,31%	0,31%
Equity indiretto Capannori	23	28	45	36
% partec. Toscana Energia in Gesam	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%
Equity indiretto Toscana Energia	3.021	3.675	5.858	4.603

Tabella 22 – Tabella riassuntiva risultati Gesam Gas e Luce

3.4 La valutazione di Gesam SpA

Come anticipato Gesam SpA svolge:

- le attività cimiteriali per conto del Comune di Lucca;
- l'attività di distribuzione del gas naturale nei seguenti comuni:
 - ◆ Lucca,
 - ◆ Capannori,
 - ◆ Bagni di Lucca,
 - ◆ Borgo a Mozzano,
 - ◆ Coreglia Antelminelli,
 - ◆ Galliciano,
 - ◆ Pescaglia,
 - ◆ Villa Basilica;
- l'attività di distribuzione di GPL nei comuni di:
 - ◆ Lucca,
 - ◆ Pescaglia,
 - ◆ Coreglia Antelminelli.

Prima di procedere alla valutazione di Gesam SpA, si evidenziano di seguito i risultati economici e patrimoniali ricavati dai bilanci degli anni 2015, 2016 e bilancio intermedio ad agosto 2017, approvati dall'azienda, riportati non solo al fine di comprendere meglio il suo posizionamento economico-finanziario ma anche al fine di migliorare la comprensione del processo valutativo di cui ai capitoli successivi.

Relazione 17.2995.01	Prog. C5393	Cliente Gesam S.p.A.	Pag. 29/39
Titolo Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione			Data 10/11/2017

Valori in [.000] €	2015	2016	ago-17
A. RICAVI	21.447	19.404	11.624
a1. Ricavi operativi	18.056	17.616	10.869
a1.i Ricavo da vettoriamento gas	15.220	14.879	9.441
a1.ii Ricavi da prestazioni accessorie gas	829	262	-
a1.iii Ricavi per gestione cimiteri	2.007	2.371	1.403
a1.iv Ricavi distribuzione gas metano e gpl	-	103	25
a2. Variazioni delle rimanenze	- 65	13	- 199
a3. Incrementi di immobilizzazioni	651	959	424
a4. Altri ricavi e proventi	2.805	816	529
a4.i Contratti service verso controllate	695	301	119
a4.ii Ricavi per certificati energetici	1.783	158	-
a4.iii Rimborsi diversi	326	358	410
B. COSTI OPERATIVI	- 11.951	- 11.289	- 6.760
b1. Materiali	- 1.099	- 1.495	- 462
b2. Servizi	- 6.951	- 5.697	- 3.454
b2.i Manutenzioni	- 464	- 321	- 248
b2.ii Manutenzioni cimiteri	- 130	- 190	- 80
b2.iii Altre per cimiteri	- 444	- 317	- 317
b2.iv Consulenze e prest. tec. (com Cert. Energ)	- 2.142	- 746	- 541
b2.v Utenze	- 176	- 153	- 92
b2.vi Assicurazioni	- 142	- 177	- 157
b2.vii Quote passanti tar. distribuzione	- 2.818	- 3.177	- 1.683
b2.viii Altro	- 636	- 614	- 337
b3. Godimento beni di terzi	- 635	- 672	- 529
b3.i affittanza/concessione Comune di Lucca	- 322	- 323	-
b3.ii affittanza/concessione Comune di Villa B.	- 125	- 125	-
b3.iii Canonici attraversamento	- 50	- 51	-
b3.iv Altro	- 138	- 173	- 529
b4. Personale	- 3.027	- 3.104	- 2.167
b4.i Salari e stipendi	- 2.136	- 2.210	- 1.531
b4.ii Oneri sociali	- 748	- 743	- 513
b4.iii TFR	- 139	- 147	- 124
b4.iv Altri costi	- 4	- 4	- 0
b5. Altri oneri	- 238	- 321	- 147
C. MARGINE DELLA PRODUZIONE (A+B) (Ebitda)	9.496	8.115	4.864
D. AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI	- 3.246	- 3.449	- 2.207
d1. Ammortamento immobilizzazioni immateriali	- 282	- 287	- 178
d2. Ammortamento immobilizzazioni materiali	- 2.550	- 2.605	- 1.815
d3. Svalutazione crediti	- 150	- 150	- 33
d4. Altri accantonamenti	- 263	- 408	- 180
E. RISULTATO OPERATIVO (D+E) (Ebit)	6.250	4.666	2.658
F. ONERI E PROVENTI FINANZIARI	- 2.427	- 396	- 63
f1. Oneri Finanziari	- 3.030	- 899	- 442
f2. Proventi Finanziari	603	503	379
f2.i Proventi da partecipazioni	512	420	300
f2.ii Altri proventi finanziari	90	83	79
G. PROVENTI E ONERI STRAORDINARI	- 573	-	-
g1. Proventi straordinari	- 573	-	-
g2. Oneri straordinari	-	-	-
H. RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (E+F+G)	3.250	4.270	2.595
h1. Imponibile fiscale IRES	-	-	-
h2. Imponibile fiscale IRAP	-	-	-
I. IMPOSTE	- 1.683	- 1.397	- 782
i1. IRES	- 1.492	- 1.128	- 616
i2. IRAP	- 191	- 269	- 166
L. RISULTATO NETTO (I+L)	1.567	2.874	1.813

Tabella 23– Conto Economico 2015-ago 2017 Gesam

Come si può notare i ricavi presentano un andamento tendenzialmente decrescente nel tempo. In particolare nel corso del periodo analizzato il valore della produzione appare in flessione seppur in modo

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	30/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

non lineare. Si assiste ad una riduzione dei ricavi per vettoriamento gas, mentre i ricavi per gestione cimiteri appaiono in crescita ma sono influenzati dalla revisione dei contratti cimiteriali nel corso del 2016 che ha portato a proventi straordinari per circa 400 mila € non ripetibili prospetticamente per circa 200 mila €, come evidenziato anche dai valori dei primi mesi del 2017.

L'EBITDA ed EBIT appaiono in contenuta flessione, ma permettono comunque l'integrale copertura di tutti i costi finanziari e fiscali.

Di seguito gli Stati Patrimoniali 2015-2016 e intermedio ad ago 2017, riclassificati secondo il *criterio finanziario*. Si precisa che tale metodologia di riclassificazione porta ad aggregare:

- gli elementi attivi del patrimonio in base al loro grado di liquidità, cioè in base alla loro capacità di essere trasformati in tempi rapidi ed in modo economico in liquidità;
- gli elementi passivi del patrimonio in base al loro grado di esigibilità, cioè in base alla loro scadenza, per quanto concerne i debiti, e al periodo di distribuzione nel caso delle poste ideali del patrimonio netto.

Relazione 17.2995.01	Prog. C5393	Cliente Gesam S.p.A.	Pag. 31/39
Titolo Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione			Data 10/11/2017

Valori in [.000] €	2015	2016	ago-17
A. Attivo Fisso	58.609	60.674	61.535
a1. Immobilizzazioni Tecniche	53.795	55.641	56.502
a1.i immobilizzazioni immateriali	1.924	1.857	1.839
a1.ii immobilizzazioni materiali	51.871	53.784	54.663
a2. Immobilizzazioni Finanziarie	2.214	2.433	2.433
a3. Altro	2.600	2.600	2.600
B. Attività a breve termine	29.826	29.476	26.210
b1. Disponibilità	3.436	3.540	3.129
b1.i Magazzino	3.279	3.298	3.053
b1.ii Ratei e Risconti attivi	156	242	77
b2. Liquidità differite	18.804	12.987	12.758
b2.i Crediti commerciali	2.537	837	258
b2.ii Crediti tributari	3.941	3.875	3.848
b2.iii Altre attività a breve termine	12.325	8.275	8.653
b2.iii.a Imm.ni fin. entro l'es.	51	53	53
b2.iii.b v/gruppo	11.104	7.302	3.617
b2.iii.c Altri	1.170	920	4.982
b3. Liquidità immediate	7.587	12.949	10.322
TOTALE ATTIVO (A+B)	88.435	90.150	87.745
E. Patrimonio Netto	42.297	42.521	41.849
e1. Capitale Sociale	28.547	28.547	28.547
e2. Riserve	12.184	11.100	11.489
e2.i Riserva Legale	2.141	2.219	2.363
e2.ii Riserva Straordinaria	8.316	7.154	7.399
e2.iii Altre Riserve	1.727	1.727	1.727
e3. Utile/Perdita d'es.	1.567	2.874	1.813
F. Passività a lungo termine	30.790	35.277	30.482
f1. Fondi	7.875	8.517	8.606
f1.i Altri fondi	6.649	7.262	7.243
f1.ii Fondo TFR	1.227	1.256	1.362
f2. Debiti finanziari a lungo termine	22.907	26.749	21.829
f3. Debiti diversi a lungo termine	8	11	48
G. Passività a breve termine	15.348	12.352	15.414
g1. Debiti finanziari a breve termine	5.689	5.192	7.312
g2. Debiti commerciali	5.207	3.180	3.006
g3. Debiti tributari	250	297	219
g4. Debiti diversi a breve termine	3.380	2.871	4.225
g4.ii v/gruppo	3.014	1.737	2.691
g4.ii.d vari	366	1.134	1.534
g4.iii v/dipendenti/amministratori	-	-	-
g5. Ratei e Risconti passivi	821	812	652
TOTALE PASSIVO (E+F+G)	88.435	90.150	87.745

Tabella 15 – Stato Patrimoniale 2015 – ago 2017 Gesam

La struttura patrimoniale evidenzia un buon grado di capitalizzazione dell'azienda; infatti il rapporto Patrimonio Netto/Totale Passivo risulta essere nel 2016 e nel provvisorio 2017 pari al 47%, superiore rispetto alle medie di settore. L'elevata mole di finanziamenti necessari per sostenere gli investimenti consistenti che caratterizzano il settore della distribuzione del gas, tende a portare le aziende ad avere mediamente un grado di capitalizzazione più contenuto.

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	32/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

3.4.1 I risultati delle attività cimiteriali/service/sede

Per quanto concerne le attività cimiteriali, il contratto con il Comune di Lucca prevede un vincolo per l'azienda di reinvestimento delle risorse generate dallo svolgimento del servizio. Nel contratto però, le Parti (Comune e Gesam) si danno anche reciprocamente atto che "ogni fatto che vada ad alterare l'equilibrio economico del Piano Finanziario impone alle medesime una verifica delle condizioni".

Negli anni l'attività in questione è stata gestita in modo omogeneo con gli altri business aziendali garantendo l'equilibrio economico-finanziario. Si procede, quindi, ad effettuare una valutazione economica in continuità con le modalità di gestione sin qui adottate al fine di individuare un valore che rifletta l'effettiva capacità di questa attività di generare valore nel tempo.

La stima è stata effettuata ricorrendo alle informazioni sui flussi prospettici (ricavi, costi operativi, imposte, variazioni del capitale circolante e investimenti) relativamente al periodo sett 2017-2031¹⁷ come da tabella seguente:

[.000 €]	2016	ago-17	2017	set/dic 17	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ricavi	2.371	1.205	2.171	967	2.171	2.171	2.171	2.171	2.171	2.171	2.171	2.171	2.171	2.171	2.171	2.171	2.171	2.171
Costi	-2.000	-1.070	-2.000	-930	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
Ebitda	371	134	171	37	171	171												
Ammortamenti	-54	-45	-54	-9	-60	-67	-74	-83	-38	-48	-59	-72	-87	-105	-128	-158	-203	-293
Accantonamenti	-100	-33	-100	-67	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
Ebit	218	56	18	-38	11	4	-3	-11	33	23	12	-1	-16	-34	-56	-86	-131	-221
IRES	-75	-17	-4	13	-3	-1	0	0	-8	-6	-3	0	0	0	0	0	0	0
IRAP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utile Netto	142	39	13	-26	9	3	-3	-11	25	18	9	-1	-16	-34	-56	-86	-131	-221
CCNO																		
Flusso di cassa ante inv.ti	296	117	167	-334	168	170	171	171	163	166	168	171	171	171	171	171	171	566
Investimenti	0	0	0	0	-90	-90	-90	-90	-90	-90	-90	-90	-90	-90	-90	-90	-90	-90
FLUSSI DI CASSA OPERATIVI				-334	78	80	81	81	73	76	78	81	81	81	81	81	81	476
Tasso Wacc@4,95%				0,98	0,94	0,89	0,85	0,81	0,77	0,74	0,70	0,67	0,64	0,61	0,58	0,55	0,53	0,50
FCFO attualizzato				-329	74	72	69	66	57	56	55	54	52	49	47	45	43	238
FCFO attualizzato cumulato				-329	-255	-184	-114	-49	8	64	119	173	225	274	321	366	408	647

Tabella 16 – Flussi prospettici attività cimiteriali

Da notare che il flusso netto annuale ottenuto è stato scontato impiegando un Wacc del 4,95% e che al VAN derivante dalle attività cimiteriali (647 mila euro) è stato aggiunto il valore della sede che dalla perizia di stima risulta essere di 1,373 mln di €.

Appare opportuno evidenziare che il VAN comprende le evoluzioni del capitale circolante, ed in particolare si è proceduto a stimare la liquidazione delle poste nel 2031, considerando la devoluzione gratuita delle rimanenze.

La tabella seguente sintetizza i risultati ottenuti:

Metodo DCF [.000€]	
VAN_Enterprise Value	2.020
PFN -	1.785
Equity Gesam	3.804
% partec. Toscana Energia in Gesam	40%
40% Equity di Toscana Energia	1.522

Tabella 17 – Valutazione attività cimiteriali/service/sede Gesam Spa: Metodo DCF

¹⁷ Il 2031 è l'ultimo anno previsionale dei flussi in quanto rappresenta l'anno in cui scade la concessione per i servizi cimiteriali.

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	33/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

In particolare, la PFN relativa alle sole attività cimiteriali è stata determinata considerando:

- che i debiti finanziari attinenti a tale attività siano pari a 2 mln di euro e fanno riferimento ad un finanziamento ancora in fase di preammortamento;
- che la liquidità di questa area di business sia pari a 1,69 mln di euro;
- un fondo rischi di 945 mila € composto per 281 mila € dal fondo “Arcate” e per 663 mila € dal rischio connesso a possibili risarcimenti avanzati da terzi;
- l’ipotesi che gli investimenti per le attività cimiteriali siano costantemente pari a 90 mila € (si specifica che tali investimenti sono soggetti a devoluzione gratuita e quindi non si prevede alcun valore di riscatto finale);
- il credito finanziario e commerciale (oltre i 18 mesi) verso Gesam Energia;
- che la quota parte di TFR relativa alle risorse allocate sulle attività cimiteriali e intercompany (10 risorse), calcolato pari a 343 mila €.

Valori [.000 €]	ago-17
Debiti finanziari a lungo termine	2.000
Liquidità immediate	- 1.697
TFR	343
Fondi rischi	945
Crediti v/controlate	- 2.175
Crediti comm.li v/Energia	- 1.200
PFN cimiteri/service/sede	- 1.785

Tabella 18 – PFN ago 2017 Gesam Spa – Attività cimiteriali/service/sede

3.4.2 I risultati dell’attività di distribuzione del gas naturale

Valutare oggi un’azienda appartenente al settore della distribuzione del gas naturale significa scegliere tra due principali metodologie di valutazione:

- Valore Industriale Residuo (*VIR*)
- Regulatory Asset Base (*RAB*)

Entrambe le metodologie sono classificabili tra i *metodi di valutazione patrimoniale* in quanto hanno la caratteristica di determinare il valore dell’azienda a partire dal mero valore degli asset detenuti senza considerare, quindi, le potenzialità economico-finanziarie prospettiche. Nonostante ciò si ritiene che il metodo patrimoniale sia il più adatto per valutare aziende appartenenti al settore della distribuzione del gas in quanto la stessa normativa richiede che venga adottato tale approccio (RAB e VIR) proprio in considerazione del fatto che sono aziende caratterizzate da una forte patrimonializzazione ossia da una elevata componente di investimenti materiali.

Con il termine Valore Industriale Residuo si intende il costo che dovrebbe essere sostenuto per la ricostruzione a prezzi odierni degli impianti oggetto di stima (per la sola parte di proprietà del gestore), diminuito del valore del degrado fisico dovuto al tempo. In particolare, i principi generali di calcolo sono fissati dall’Art. 5 del DM 226/11 (c.d. Regolamento Criteri) di recente integrati dal DM del 22 maggio 2014 il quale, entrando più nello specifico, fissa le Linee Guida sui criteri di calcolo.

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	34/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

Con il termine Regulatory Asset Base si intende invece il valore del capitale investito netto riconosciuto dall'AEEGSI ai fini tariffari. È determinato in base al metodo del costo storico rivalutato: il valore attuale netto dei cespiti è calcolato a partire dal costo storico originario, prima rivalutato e poi degradato tenendo conto dell'età del cespite in relazione alla sua durata convenzionale (le vite utili infatti sono stabilite dall'Autorità). Si ottiene così un valore, al lordo dei contributi percepiti, che rappresenta la totalità dei beni gestiti dall'operatore; per determinarne la quota parte di proprietà dell'operatore l'Autorità ha provveduto ad effettuare una raccolta dati volta a distinguere negli stratificati tariffari il costo storico relativo ai beni di proprietà del gestore dal costo storico relativo ai beni dell'Ente Locale (o di altri soggetti terzi).

Entrambi i metodi di valutazione portano ad una valutazione degli asset relativi alla distribuzione del gas di proprietà del gestore che deve poi essere decurtato del valore tariffario dei contributi privati e pubblici da esso percepiti.

Il motivo per cui entrambi i metodi di valutazione descritti (VIR e RAB) sono adatti ad esprimere il valore societario di un operatore attivo oggi nel settore della distribuzione del gas sono legati al concetto di *Valore di Riscatto*.

Con il termine Valore di Riscatto si intende infatti il valore che l'impresa aggiudicataria della gara d'ambito deve corrispondere al gestore uscente, ossia al gestore che non essendosi aggiudicato la gara non ha diritto a continuare l'attività di gestione del servizio nei comuni appartenenti all'ambito andato in gara. Tale valore, relativo ai soli beni di proprietà dell'operatore, è generalmente calcolato con la metodologia VIR, salvo diversa indicazione negli accordi contrattuali che il gestore ha con l'ente concedente. La normativa (Legge n.9 del 21 febbraio 2014) stabilisce che, se la valutazione del VIR effettuata in sede di gara eccede del 10% il valore RAB riconosciuto dall'Autorità ai fini regolatori, scattano una serie di verifiche volte a testare la ragionevolezza economica e contrattuale dei diversi step adottati dal gestore per stimare i propri asset. L'Autorità si riserva poi di indicare alla Stazione Appaltante d'ambito le azioni correttive da adottare per contenere tale differenza.

Si precisa che la normativa pone attenzione alla differenza VIR-RAB in quanto l'Art. 13 comma 1 del Regolamento Criteri (il quale fissa i criteri di gara d'ambito) stabilisce che al gestore aggiudicatario deve essere riconosciuta in tariffa la differenza VIR-RAB relativa agli asset dei gestori uscenti e, considerato che le tariffe di riferimento si ripercuotono sulle tariffe obbligatorie pagate dagli utenti del servizio, nasce quindi l'esigenza dell'Autorità di evitare che queste lievino eccessivamente.

Le motivazioni, quindi, che hanno indotto il valutatore a prediligere il metodo RAB sul metodo VIR per stimare gli asset relativi alla distribuzione del gas di proprietà di Gesam SpA sono quindi strettamente legate all'aleatorietà che caratterizza una stima a valori VIR; mentre la RAB rappresenta un valore minimo certo, il valore VIR può essere soggetto a rettifiche da parte dell'Autorità o a contestazioni da parte del gestore aggiudicatario.

La valutazione con metodo RAB degli asset di proprietà di Gesam SpA è avvenuta avendo come punto di partenza le tariffe di riferimento definitive 2016 riconosciute dall'Autorità all'operatore. Tali tariffe indicano i valori di Capitale Investito Netto (CIN) al 2015, ossia il costo storico rivalutato di tutti gli investimenti effettuati fino al 2015 al netto di ammortamenti e contributi percepiti, relativo a tutti gli asset gestiti dall'operatore suddiviso tra le diverse località tariffarie in cui è operativo. Inoltre, tra le varie componenti che formano la RAB, il CIN rappresenta quella determinante, le rimanenti (TFR, circolante ecc.) sono infatti residuali. Impiegando quindi l'assunzione **CIN ≈ RAB**, grazie alle tariffe di riferimento 2016 fornite dall'AEEGSI si ha a disposizione il valore RAB riferito ai beni gestiti da Gesam SpA indipendentemente dalla

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	35/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

proprietà.

A questo punto, un'analisi della storia proprietaria degli asset gestiti da Gesam SpA ha reso possibile pervenire al valore RAB riferito ai soli cespiti di proprietà dell'operatore. In particolare, la presente analisi ha evidenziato che su n.12 località gestite, per n.10 i beni sono completamente di proprietà dell'operatore. Le due località che presentano proprietà promiscua (in parte dell'operatore ed in parte dell'Ente Locale) sono:

- Gallicano e
- Villa Basilica.

Per quanto concerne il Comune di Gallicano, la maggior parte degli investimenti è stata effettuata dall'Ente Locale; rispetto alle tariffe di riferimento 2016 comunicate dall'AEEGSI, infatti, solo circa 192 mila € risultano di proprietà dell'operatore.

Per quanto riguarda, invece, il Comune di Villa Basilica gli asset risultano essere principalmente di proprietà dell'operatore. La quota parte di RAB di proprietà dell'operatore è stimata all'82%, pari a in 1,37 mln di €.

La tabella che segue sintetizza il valore RAB relativo al perimetro di proprietà dell'operatore (ultima colonna) comprensivo non solo degli asset di località ma anche degli asset centralizzati. Si precisa che i risultati sono al netto della quota di contributi relativa allo Stock presente al 2011 congelata ai fini tariffari (quindi non considerata momentaneamente nelle tariffe) ma non ai fini del confronto della differenza VIR-RAB. Inoltre, la penultima riga riporta gli investimenti non presenti nelle tariffe 2016. Si ricorda, infatti, che al fine di ridurre il time-lag regolatorio, l'AEEGSI ha adottato dal 2014 la soluzione di procedere ad una raccolta dati degli investimenti annui effettuati dal gestore da inviare entro la prima metà del mese di ottobre, rimandando ai primi mesi dell'esercizio successivo la comunicazione dei dati aggiornati per considerare gli investimenti dell'ultimo quadrimestre.

Inoltre, al fine di considerare gli asset al 2016 è stato necessario considerare gli investimenti effettuati in tale anno e quelli realizzati nei primi otto mesi del 2017, procedendo al relativo processo di ammortamento ed adeguamento all'evoluzione dell'inflazione degli investimenti. Si veda la seguente tabella:

Id Località	Località	PDR	Contributi Congelati DIS+MIS	CIN_cen	CIN DIS	CIN MIS	CIN+TEL CON	RAB			Quota EL	QUOTA Operatore	QUOTA Operatore rivalutata e ammortizzata
								LORDA	Contributi	RAB NETTA			
4396	BAGNI DI LUCCA (LU)	1.332	38	53	1.491	83	1	1.628	38	1.590	-	1.590	1.551
4398	CAPANORI (LU)	13.109	383	519	19.479	724	5	20.727	383	20.344	-	20.344	19.839
4399	COREGLIA ANTELMINELLI (LU)	1.343	39	53	2.372	68	1	2.493	39	2.454	-	2.454	2.393
4400	GALLICANO (LU)	1.088	70	43	1.522	76	0	1.642	70	1.572	175	1.397	1.362
4402	PESCAGLIA (LU)	504	11	20	669	39	0	727	11	717	-	717	699
6311	VILLA BASILICA (LU)	283	262	11	1.880	72	0	1.964	262	1.701	1.440	262	255
6738	DIECIMO-BORGO A MOZZANO (LU)	321	3	13	553	25	0	591	3	588	-	588	574
6739	VALDOTTAVO-BORGO A MOZZANO (LU)	402	2	16	482	27	0	526	2	524	-	524	511
7814	CHIFENTI-BORGO A MOZZANO (LU)	146	32	6	-	8	0	14	32	18	-	-	-
7815	BORGO A MOZZANO (LU)	630	3	25	1.328	94	0	1.447	3	1.443	-	1.443	1.408
9509	Piano della Rocca	48	8	2	430	0	0	433	8	424	-	424	414
9899	LUCCA-PONTE A MORIANO (LU)	40.439	702	1.602	42.439	2.126	17	46.184	702	45.481	-	45.481	44.351
		59.645	1.554	2.363	72.646	3.342	25	78.376	1.554	76.822	1.615	75.225	73.356
Investimenti consuntivi 2016 e 8 mesi 2017												6.846	
Valore complessivo												80.202	
n. 3 LOCALITA' A GPL												1.147	
Valore complessivo distribuzione gas e gpl												81.349	

Tabella 19 – RAB relativa agli asset di proprietà di Gesam SpA: distribuzione gas

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	36/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

La valutazione con metodo RAB ha consentito quindi di pervenire ad un valore aziendale (*Enterprise Value – EV*) di circa 80,2 mln di €. Al fine però di determinare il valore della quota di capitale sociale detenuta dal socio Toscana Energia (pari al 40%), è necessario detrarre dall'EV il valore dell'esposizione finanziaria netta relativa al perimetro della distribuzione del gas (quindi escludendo eventuali debiti relativi alle attività cimiteriali e intercompany).

Di seguito si riassumono i risultati ottenuti applicando tale metodologia di valutazione:

Metodo RAB (gas) [.000 €]	
VAN_Enterprise Value	80.202
PFN	27.308
Equity Complessivo	52.894
% partec. Toscana Energia in Gesam	40%
Equity Toscana Energia	21.157

Tabella 20 – Valutazione Gesam Spa con Metodo RAB: distribuzione gas

Di seguito i dettagli relativi alla costruzione della PFN attinente alla sola attività di distribuzione:

Valori in [.000 €]	ago-17
Liquidità immediate	-8.625
Debiti per dividendi v/LH	2.392
Credito v/Comune Lucca	-219
Debiti finanziari	27.141
Fondo rischi	6.299
Fondo TFR	1.020
Debiti dividendi v/TE	1.001
Crediti v/controlate	-1.400
Crediti per dividendi vr Gas e Luce	-300
PFN distribuzione Gas e Gpl	27.308

Tabella 21 – PFN ago 2017 Gesam Spa – Attività distribuzione

Nella PFN si segnala quanto segue:

- Il fondo TFR, il fondo rischi e oneri, le liquidità e i debiti verso istituti di credito sono imputati in via residuale rispetto a quanto imputato all'attività cimiteriale/service/sede. In particolare, il fondo rischi e oneri è complessivamente così composto:

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	37/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

Focus fondo rischi (.000€)	ago-17
Totale	- 7.243
<i>di cui questione Polis (sede)</i>	- 663
<i>rischi verifiche AEEGSI</i>	- 1.643
<i>rischio fiscale moratoria</i>	- 4.395
<i>certificati energetici</i>	-
<i>interventi cimiteriali</i>	- 281
<i>rischio dogane</i>	- 235
<i>altro</i>	- 25

Tabella 22 – PFN 2016 Gesam Spa – Attività distribuzione

- Il credito verso il Comune di Lucca di 219 mila € è dato dal deposito cauzionale di 53 mila € e dal credito per il versamento dell’Una Tantum previsto per le future gare d’ambito per la distribuzione del gas.

3.4.3 I risultati dell’attività di distribuzione di distribuzione del GPL

Al fine di valutare l’attività di distribuzione del GPL si è assunta l’ipotesi che le tariffe di riferimento a nostra disposizione, ossia quelle al 2011, siano pari a quelle 2016. In particolare le tariffe 2011 riportano quanto segue:

Località	CIN_cen DIS	CIN DIS	CIN MIS	GP Gesam	QUOTA PARTE RAB Gesam
n. 3 LOCALITA' A GPL	11.139	1.125.224	10.489	100%	1.146.852

Tabella 23 – RAB relativa agli asset di proprietà di Gesam SpA: distribuzione GPL

Con gli stessi criteri adottati per la distribuzione del gas si può affermare che il valore del business oggetto di valutazione sia pari al CIN (centralizzato e di località) quindi pari a 1,147 mln di €. Nel dettaglio i risultati sono i seguenti:

Metodo RAB (gpl) [.000 €]	
VAN_Enterprise Value	1.147
PFN	-
Equity Complessivo	1.147
% partec. Toscana Energia in Gesam	40%
Equity Toscana Energia	459

Tabella 24 – Valutazione Gesam SpA con Metodo RAB: distribuzione GPL

3.4.4 Punti di attenzione

La società presenta tra i conti d’ordine due fidejussioni bancarie nei confronti delle due società controllate.

Per quella interessata dall’operazione di scissione, si precisa che questa non trova una sua ulteriore specifica valutazione in quanto il debito verso la società di leasing è già rappresentato nel piano finanziario

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	38/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

posto alla base della valutazione. L'ulteriore partita di debito, sostituirebbe le eventuali rate non pagate (ipotesi che ha scarse possibilità verificarsi e quindi trasformarsi in una passività reale).

Inoltre, la permanenza di Toscana Energia nel capitale azionario di Gesam SpA porta ad una incompatibilità rispetto alla disciplina inerente i servizi pubblici locali che va opportunamente sanata attraverso la riorganizzazione societaria oggetto di valutazione.

Il valore **complessivo** di Gesam Spa è risultato il seguente:

Risultati complessivi Gesam Spa [.000 €]	
VAN_Enterprise Value	83.368
PFN	25.523
Equity Complessivo	57.845
% partec. Toscana Energia in Gesam	40%
Equity Toscana Energia	23.138

Tabella 25 – Valore complessivo Gesam SpA

4. Conclusioni

Come commentato nell'introduzione, GESAM S.p.a. ha l'esigenza di eseguire una riorganizzazione per separare le attività soggette alla disciplina dei servizi pubblici locali dalle altre attività svolte dal gruppo.

A seguito della scissione la società scissa GESAM Spa modificherà la propria denominazione in Gesam Reti Spa, eserciterà l'attività di distribuzione del gas mantenendo la partecipazione finanziaria del 60% in GESAM Gas e Luce Spa e del 90% in Polo Energy Spa.

La società beneficiaria Lucca Holding Spa sarà titolare della partecipazione societaria attualmente posseduta da GESAM Spa in GESAM Energia Spa, mentre l'altra beneficiaria, Lucca Holding Servizi Srl, riceverà il ramo d'azienda che esercita attività diverse dalla distribuzione del gas (settore cimiteriale), oltretutto la proprietà della sede aziendale di via Nottolini, attualmente di proprietà di GESAM Spa.

Si è proceduto pertanto con la presente analisi alla valutazione delle aziende appartenenti al Gruppo Gesam, al fine di determinare il valore complessivo del Gruppo in vista della revisione del suo assetto proprietario attraverso un'operazione di scissione non proporzionale.

In considerazione dei business molto differenti che fanno parte del perimetro delle attività del Gruppo, per determinarne il valore è stata utilizzata la metodologia definita "Sum of Parts" (SoP) che prevede che la valutazione di ciascuna attività venga effettuata impiegando la metodologia ritenuta di volta in volta più idonea per valutare un'azienda del settore specifico a cui appartiene, e che il valore totale sia ricavato sommando i risultati ottenuti.

Tenendo presente che il 40% del capitale azionario di Gesam SpA è detenuto da Toscana Energia e lo 0,31% dal Comune di Capannori e che Gesam SpA svolge attività di controllo sulle seguenti società:

- Polo Energy, partecipata al 90%,
- Gesam Energia, partecipata al 100%
- Gesam Gas e Luce, partecipata al 60%

si è proceduto a determinare il valore di mercato del capitale azionario che direttamente e indirettamente i soci di Gesam SpA detengono.

	Relazione	Prog.	Cliente	Pag.
	17.2995.01	C5393	Gesam S.p.A.	39/39
Titolo				Data
Valutazione Gruppo Gesam Spa per operazione di scissione				10/11/2017

I risultati ottenuti sono i seguenti:

Valore Gruppo Gesam [.000 €]	Valore EV	PFN	Equity complessivo	% Equity di Gesam Spa	40% Equity di Toscana Energia	0,31% Equity di Capannori	59,69% Equity di LH
Gesam Spa	83.368	25.523	57.845	57.845	23.138	179	34.528
<i>di cui attività cimiteriali&service</i>	2.020	- 1.785	3.804	3.804	1.522	12	2.271
<i>di cui distribuzione gas e gpl</i>	81.349	27.308	54.041	54.041	21.616	168	32.257
Polo Energy	8.283	7.802	481	433	173	1	259
Gesam Energia	7.069	5.988	1.081	1.081	432	3	645
Gesam Gas e Luce	18.737	-443	19.179	11.508	4.603	36	6.869
Totali	117.457	38.871	78.586	70.867	28.347	220	42.300
			Nuova versione				
			Equity da ripartire	65.981			
			Valore esigibile da TE	28.347			
			% equity TE	42,96%			
			Valore esigibile da Capannori	220			
			% equity Capannori	0,33%			
			% equity Gesam	56,71%			

Tabella 26 – Quota di Concambio per TE

Il valore attribuito alle quote di Gesam SpA di proprietà di Toscana Energia (TE) che dovrà essere tenuto in considerazione per la determinazione della quota di concambio è quindi pari a 28,347 mln di €. Considerando che il Valore dell'Equity attuale di GESAM RETI Spa relativo alle attività di distribuzione gas, gpl, di Polo Energy Spa e alla partecipazione in Gesam Gas e Luce è di 65,981 mln di €, la quota percentuale esigibile da Toscana Energia è del 42,96% contro il 57,71% di Gesam Spa.