

**Fairness Opinion**  
**sulla congruità del rapporto di concambio**  
**fra Tea S.p.A. SB e Siem S.p.A.**

**Nell'interesse di Tea S.p.A. SB**

con sede in

**Mantova (MN) – via Taliercio 3**

iscritta al

**Registro delle Imprese Mantova**  
**R.E.A. CCIAA MANTOVA – MN - 21253**  
**C.F./PI. 01838280202**

A cura di

**Prof. Marco Maria Mattei**  
Ordinario di Economia Aziendale – Università di Bologna  
Dottore Commercialista e Revisore Legale dei Conti

Via Saragozza, 115 - 40136 Bologna  
PEC: marcomaria.mattei@pec.it

**30 Giugno 2025**

## Indice

<b>1. L'incarico ricevuto .....</b>	<b>4</b>
1.1 Conferimento, oggetto e finalità dell'incarico .....	4
1.2 Profilo dell'operazione .....	4
1.3 Finalità e limiti del presente incarico .....	5
1.4 Profilo professionale e indipendenza .....	7
1.5 Data di riferimento della stima .....	8
1.6 Documentazione e informazioni utilizzate .....	8
<b>2. Il Gruppo Tea e Siem S.p.A. ....</b>	<b>9</b>
2.1. Il Gruppo Tea in sintesi .....	9
2.2. Siem S.p.A. in sintesi .....	14
<b>3. Approccio valutativo e metodi di valutazione .....</b>	<b>15</b>
3.1 Premessa alla valutazione e approccio valutativo .....	15
3.2 Metodi di valutazione e loro scelta .....	17
3.3 Il Discounted Cash Flow Method e il Metodo Patrimoniale .....	20
<b>4. La valutazione di Tea S.p.A. ....</b>	<b>22</b>
4.1 La stima dell'Enterprise Value del Gruppo Tea .....	22
4.2 Posizione Finanziaria Netta aggiusta del Gruppo Tea .....	24
4.3 La stima dell'Equity Value e del valore per azione di Tea S.p.A. ....	26
4.4 Il metodo di controllo: la stima di Tea S.p.A. con il metodo dei multipli .....	28
<b>5. La valutazione di Siem S.p.A. ....</b>	<b>31</b>
5.1 La stima dell'Equity Value di Siem S.p.A. ....	37
<b>7. Conclusioni .....</b>	<b>38</b>
<b>Appendice 1 - Il costo del capitale .....</b>	<b>40</b>
2.1. Il Wacc di Mercato .....	41
<b>Appendice 2 – La valutazione dell'Enterprise Value della BU Vendita .....</b>	<b>47</b>
A2.1. La BU Vendita e il Piano industriale 2025-2029 .....	47
A2.2. La valutazione della BU Vendita .....	48
<b>Appendice 3 – La valutazione dell'Enterprise Value della BU Infrastrutture .....</b>	<b>50</b>
A3.1 La BU Infrastrutture e il Piano industriale 2025-2029 .....	50
A3.2. La valutazione della BU Infrastrutture .....	51
<b>Appendice 4 – La valutazione dell'Enterprise Value della BU Illuminazione pubblica .....</b>	<b>53</b>
A4.1. La BU Illuminazione pubblica e il Piano industriale 2025-2029 .....	53
A4.2. La valutazione della BU Illuminazione pubblica .....	54
<b>Appendice 5 – La valutazione dell'Enterprise Value della BU Ambiente (senza Mantova Ambiente S.r.l.) .....</b>	<b>56</b>
A5.1. La BU Ambiente (senza Mantova Ambiente S.r.l.) e il Piano industriale 2025-2029 .....	56

<b>A5.2. La valutazione della BU Ambiente (senza Mantova Ambiente S.r.l.) .....</b>	<b>57</b>
<b>Appendice 6 – La valutazione dell’Enterprise Value della BU Idrico .....</b>	<b>59</b>
<b>A6.1. La BU Idrico e il Piano industriale 2025-2029.....</b>	<b>59</b>
<b>A6.2. La valutazione della BU Idrico .....</b>	<b>60</b>
<b>Appendice 7 – La valutazione dell’Enterprise Value della BU FER .....</b>	<b>62</b>
<b>A7.1. La BU FER e il Piano industriale 2025-2029 .....</b>	<b>62</b>
<b>A7.2. La valutazione della BU FER.....</b>	<b>63</b>
<b>Appendice 8 – La valutazione dell’Enterprise Value della BU Altri Business.....</b>	<b>65</b>
<b>A8.1. La BU Altri Business e il Piano industriale 2025-2029 .....</b>	<b>65</b>
<b>A8.2. La valutazione della BU Altri Business .....</b>	<b>66</b>
<b>Appendice 9 – La valutazione di Mantova Ambiente S.r.l. ....</b>	<b>68</b>
<b>A9.1. Mantova Ambiente S.r.l. e il Piano industriale 2025-2029 .....</b>	<b>68</b>
<b>A9.2. La valutazione dell’Enterprise Value di Mantova Ambiente S.r.l.....</b>	<b>70</b>
<b>A9.3. La valutazione dell’Equity Value di Mantova Ambiente S.r.l. ....</b>	<b>71</b>

## 1. L'incarico ricevuto

### 1.1 Conferimento, oggetto e finalità dell'incarico

Lo scrivente Marco Maria Mattei, Dottore Commercialista e Revisore Contabile, nato a Bologna il 12.02.1979 e con studio in Bologna via Saragozza 115, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Bologna al n. A/3032, Revisore Contabile iscritto al Registro dei Revisori Contabili al n. 161068 come da pubblicazione sulla G.U. n. 9 del 01.02.2011, C.F.: MTT MCM 79 B12 A944Q, ha ricevuto dal dott. Alessandro Beltrami, Direttore Generale di Tea S.p.A. SB (C.F./P.I. 01838280202), in data 23 maggio 2025, l'incarico di redigere un parere di ragionevolezza (*fairness opinion*), sotto il profilo esclusivamente finanziario, sulla rapporto di concambio nell'operazione di fusione per incorporazione fra Tea S.p.A. SB e Siem S.p.A. (di seguito anche, le Parti).

### 1.2 Profilo dell'operazione

Il Tea S.p.A. SB e SIEM S.p.A. hanno entrambi per oggetto sociale la produzione di servizi attinenti al ciclo integrato dei rifiuti e l'igiene urbana, ivi comprese la realizzazione e gestione di impianti e attualmente 64 comuni appartenenti alla Provincia di Mantova e la stessa Provincia risultano essere soci di Siem e/o di Tea.

Sulla base di quanto appreso dal management di Tea, in vista dei prossimi obiettivi posti dal Programma regionale di gestione dei rifiuti, è giunta a maturazione l'opportunità di ottenere una migliore gestione integrata ed efficiente dei rifiuti nella Provincia di Mantova che passa anche attraverso la fusione per incorporazione di SIEM in TEA. Tale operazione, infatti, è stata ritenuta coerente con i piani di sviluppo del Gruppo Tea e la più adeguata, da parte dei comuni soci, al fine del raggiungimento degli obbiettivi perseguiti.

Tale decisione è stata presa dopo attente riflessioni e in considerazione anche dei potenziali risparmi di costi amministrativi e di gestione che avrebbe comportato tale operazione. Infatti, la fusione mira a conseguire un riassetto razionale ed efficiente delle partecipazioni detenute dagli enti locali in Siem e Tea, riducendo il numero di società partecipate dalla maggior parte dei comuni partecipanti, rendendo quindi più efficiente l'assetto contabile ed amministrativo delle due società, evitando duplicazioni contabili e razionalizzandone l'attività finanziaria e commerciale.

Fermo quanto sopra, si precisa altresì che l'operazione di fusione è industrialmente funzionale e propedeutica alla realizzazione del Piano per la Gestione Integrata dei Rifiuti Urbani nei Comuni della Provincia di Mantova così come indicato nell'accordo ex art.15 Legge n.241/1990 che i comuni hanno sottoscritto nel corrente mese di giugno.

Il Direttore Generale di Tea S.p.A. SB ha comunicato allo scrivente che il Consiglio di Amministrazione si esprimerà sulla esecuzione della suddetta operazione ai seguenti valori economici, concordati con Siem S.p.A.:

- il valore economico di Tea S.p.A. SB (Equity Value) è stato stimato pari a 393.769.000 euro, da cui deriva che il valore per azione di Tea S.p.A. SB è di 139,69 euro considerate le 2.818.920 azioni in circolazione (e ciò successivamente all'operazione di frazionamento del capitale di Tea S.p.A. SB che porterà il numero di azioni emesse di Tea S.p.A. SB da 283.408 a 2.834.080);
- il valore economico di Siem S.p.A. (Equity Value) è stato stimato pari a 1.132.000 euro, da cui deriva che il valore per azione di Siem S.p.A. è di 1,13 euro considerate il 1.000.000 di azioni in circolazione;
- dai suddetti valori di stima emerge un rapporto di concambio pari a 0,00810378 azioni di Tea (post-frazionamento) per ciascuna azione di Siem. Inoltre, ai Soci Siem verrà assegnato un conguaglio in denaro complessivamente pari a 4.719 euro per i decimali derivanti dal concambio.

### **1.3 Finalità e limiti del presente incarico**

L'incarico consiste in un parere di congruità finanziaria (o fairness opinion), ossia di un documento che esprime un giudizio in merito alla congruità dei termini economico-finanziari negoziati per il trasferimento di un'attività (azienda, ramo di azienda, azioni) tra due o più soggetti (PIV, III.1.5.)<sup>1</sup>, in particolare nel caso in esame per l'assegnazione di capitale di Tea S.p.A. SB ai soci di Siem S.p.A. a seguito della fusione per incorporazione.

Considerato che secondo i Principi Italiani di Valutazione (PIV) emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV):

- “La stima del prezzo di offerta di titoli azionari di nuova emissione nei casi di aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione deve rispondere ad un giudizio di

---

<sup>1</sup> Lo scrivente ha quindi seguito le indicazioni del paragrafo II.4.5. dei PIV secondo cui “Il parere di congruità (o fairness opinion) descrive il lavoro compiuto dall'esperto e le eventuali limitazioni incontrate nello svolgimento del proprio lavoro. I contenuti minimi sono i seguenti:

1. Limiti nella costituzione e nell'apprezzamento della base informativa;
2. Descrizione della transazione, delle relative caratteristiche principali e del prezzo rispetto al quale è richiesto il parere (ad es. Prezzo di acquisizione/cessione, rapporto di cambio, corrispettivo in caso di OPA, ecc.)
3. Elencazione delle principali informazioni utilizzate per l'elaborazione della valutazione su cui si è fatto affidamento;
4. Indicazione dei metodi di valutazione adottati e dell'importanza relativa attribuita agli stessi nonché indicazione se, per limitazione della base informativa o situazioni specifiche relative all'attività da valutare, uno o più metodi possano essere adottati;
5. Indicazione delle principali ipotesi di valutazione adottate (Key assumption) e delle limitazioni riscontrate che possano comportare impatti significativi sulle risultanze della valutazione;
6. La conclusione relativamente alla congruità del prezzo”.

equità, cioè di corretto bilanciamento fra le posizioni dei vecchi soci e dei nuovi entranti. A tal fine deve essere considerata la sostanza economica dell'operazione (ad esempio attraverso la sottoscrizione di un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione un soggetto può acquisire il controllo dell'entità)" (PIV, IV.3.1.);

- "La stima del prezzo di offerta deve assumere come configurazione di valore di riferimento il valore normale di mercato del titolo" e che "l'unità di valutazione è costituita dal patrimonio netto nella sua interezza (prospettiva pre-money). Il prezzo per azione è ricavato sulla base del valore del patrimonio pro-quota" (PIV, IV.3.2.);
- "nello stimare il prezzo di mercato delle azioni di nuova emissione occorre considerare i profili delle azioni oggetto di emissione e gli eventuali accordi fra soci." (PIV, p. 187);
- nelle operazioni di fusione "è necessario garantire omogeneità nelle configurazioni di valore stimate." (PIV, IV.4.2.) e "Nelle valutazioni a fini della determinazione del rapporto di concambio l'unità di valutazione è rappresentata dai singoli titoli azionari delle società coinvolte nella fusione." (PIV, IV.4.1.);

lo scrivente ritiene che la finalità dell'incarico alla luce della natura dell'incarico, dell'analisi della sostanza economica dell'operazione e delle indicazioni dei PIV si sostanzia:

- nella stima del valore normale di mercato<sup>2</sup> del patrimonio netto di Tea S.p.A. SB nella sua interezza (i.e. Equity Value di Tea S.p.A.) pre-money, ossia prima dell'aumento di capitale ipotizzato, attraverso una configurazione di valore incentrata sul valore di mercato. Da tale stima si desumerà il valore di stima del valore per azione pro-quota;
- nella stima del valore normale di mercato del patrimonio netto di Siem S.p.A. nella sua interezza (i.e. Equity Value di Siem S.p.A.). Da tale stima si desumerà il valore di stima del valore per azione pro-quota;
- nel confronto dei suddetti valori di stima con i valori economici concordati dalle Parti, richiamati nel paragrafo precedente, per giungere ad un giudizio di congruità sul valore di concambio concordato.

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono dunque essere interpretati alla luce delle succitate finalità e ipotesi, nonché delle seguenti limitazioni:

- lo scrivente, come da incarico ricevuto, non ha svolto un'attività di audit dei dati e delle informazioni fornitegli ed ha quindi assunto come affidabili, accurate e complete le informazioni e la base documentale messe a disposizione;

---

<sup>2</sup> I PIV definiscono il valore normale di mercato come "il prezzo che si stima si formerebbe sul mercato in condizioni normali, nelle quali i prezzi non siano ingiustificatamente depressi o irrazionalmente elevati, rispetto ai fondamentali" (PIV I.6.12).

- le informazioni relative a Siem S.p.A. sono state fornite al sottoscritto dalla Società per il tramite di Tea o dell'esperto indipendente di Siem. Diversamente dalle società del Gruppo Tea, per Siem S.p.A. non è disponibile un piano industriale;
- il reperimento di alcune informazioni (quali ad esempio la dinamica del Capitale Circolante Netto operativo del Gruppo Tea o il certificato dei Carichi Pendenti di Siem) potenzialmente utili per il processo valutativo avrebbe richiesto tempistiche non coerenti con lo svolgimento dell'incarico e quindi si è sopperito con procedure alternative.

Il presente parere è da ritenersi strettamente riservato e confidenziale e destinato esclusivamente al Consiglio di Amministrazione di Tea S.p.A. SB. La Società potrà tuttavia menzionare il Parere e citarne le conclusioni nella Relazione illustrativa che gli Amministratori andranno a redigere ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del codice civile, nonché darne diffusione nelle esclusive circostanze e nelle forme imposte dalla vigente normativa.

#### **1.4 Profilo professionale e indipendenza**

Lo scrivente, Marco Maria Mattei, è:

- Professore Ordinario di Economia Aziendale presso l'Alma Mater – Università di Bologna, dove insegna Metodi di Valutazione d'azienda, Principi Contabili Internazionali e Italiani, Financial Analysis;
- Core Faculty della Bologna Business School, dove dirige il Master in Finanza, Controllo e Sostenibilità;
- iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili (Sezione A) di Bologna, dove presiede la Commissione Principi Contabili;
- iscritto al Registro dei Revisori Legali dei Conti (Sezione A);
- Membro del Comitato Scientifico della Scuola di Alta Formazione dell'Emilia-Romagna dei Dottori Commercialisti e Esperti contabili, dove insegna nel corso di Valutazione d'azienda.

Lo scrivente dichiara inoltre di possedere:

- esperienza professionale in tema di valutazioni aziendali sia per società non quotate che quotate;
- i requisiti di indipendenza richiesti dall'art. 148, comma 3, del D.Lgs. 24/02/1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria). Lo scrivente dichiara quindi di essere indipendente sia rispetto al committente Tea S.p.A. sia rispetto alla società incorporanda Siem S.p.A. e di non avere alcun interesse economico diretto o indiretto nell'operazione alla base del presente parere.

## **1.5 Data di riferimento della stima**

Al fine della determinazione dei valori di stima dell'Equity Value di Tea S.p.A. e di Siem S.p.A., il sottoscritto ha fatto riferimento alla data del 31.12.2024.

## **1.6 Documentazione e informazioni utilizzate**

Per lo svolgimento del presente incarico lo scrivente ha fatto uso della seguente documentazione relativa fornita da Tea S.p.A.:

1. Statuto di Tea S.p.A.
2. Visura aggiornata di Tea S.p.A.
3. Visura aggiornata di tutte le società partecipate da Tea S.p.A.: controllate, collegate e non controllate.
4. Ultimo bilancio d'esercizio e consolidato approvati di Tea S.p.A. e di tutte le società partecipate da Tea S.p.A. (controllate, collegate e non controllate)
5. Bilancio di verifica con scritture di assestamento alla data del 31.12.2024 di Tea S.p.A. e di tutte le società controllate da Tea S.p.A.
6. Analisi degli scostamenti fra Budget e consuntivo del Gruppo Tea degli esercizi precedenti
7. Piano industriale 2025-2029 del Gruppo Tea approvato dal Consiglio di Amministrazione
8. Stralcio del verbale di Consiglio di Amministrazione in cui viene approvato il Piano industriale dal Consiglio di Amministrazione
9. Documenti analitici comprovanti la determinazione della Posizione Finanziaria Netta al 31.12.2024 di Tea S.p.A.
10. Il bilancio approvato e il bilancio di verifica al 31.12.2024 di Siem S.p.A.
11. Registro dei beni ammortizzabili al 31.12.2024 (costo storico, fondo, vita residua e aliquota di ammortamento per ciascuna classe di cespiti) di Siem S.p.A.
12. Bozza della perizia dell'ing. Cavallari sui fondi post-mortem di Siem S.p.A.
13. Bozza di Progetto di Fusione fra Tea S.p.A. e Siem S.p.A. aggiornata al 15 gennaio 2025

Lo scrivente ha inoltre avuto incontri di approfondimento con Alessandro Beltrami, Lorenzo Amadeo, Heston Milova, Bruna Matoti e Luca Farinazzo di Tea S.p.A. SB, e con Maurizio Bortolini di Siem S.p.A., nonché con Andrea Girelli, esperto indipendente di Siem S.p.A.

Lo scrivente ha assunto come affidabili, accurate e complete le informazioni e la base documentale messe a disposizione e, come da incarico ricevuto, non ha svolto un'attività di audit e verifica dei dati e delle informazioni fornitogli.



## 2. Il Gruppo Tea e Siem S.p.A.

### 2.1. Il Gruppo Tea in sintesi

Tea S.p.A. SB è una società a proprietà pubblica capogruppo del Gruppo Tea, multiutility che si occupa della gestione di servizi idrici, ambientali, energetici e tecnologici nella provincia di Mantova. Il Gruppo ha chiuso l'esercizio 2024 con ricavi consolidati pari a 492 milioni di euro in aumento dell'9% rispetto ai ricavi conseguiti dell'anno 2023 (pari a 452 milioni di euro). Parallelamente, anche i costi complessivi sono cresciuti con lo stesso saggio di crescita. Va sottolineato come i costi relativi alle materie prime siano diminuiti del 10% nel 2024, passando da 162 milioni di euro nel 2023 a 144 milioni di euro nel 2024. Questo calo è dovuto principalmente al progressivo riallineamento dei prezzi di mercato del gas e dell'energia, che erano aumentati bruscamente in seguito all'elevata incertezza derivante dallo scoppio del conflitto tra Russia e Ucraina, ma che hanno continuato a ridursi anche nel corso del 2024. Nonostante la diminuzione dei costi delle materie prime, si è registrato un marcato aumento dei costi per servizi, saliti da 184 milioni di euro nel 2023 a 235 milioni nel 2024. Tale crescita è riconducibile in parte al ripristino dei costi per il trasporto dell'energia elettrica, che nel 2022 erano stati ridotti in via straordinaria da ARERA.

L'Ebitda da bilancio del Gruppo Tea si è attestato nel 2024 a 70,8 milioni di euro e presenta una variazione positiva di 6,2 milioni di euro rispetto ai 64,6 milioni di euro dell'esercizio 2023, e mantenendo pressoché invariato l'Ebitda margin registrato nell'esercizio 2023. Il Risultato prima delle imposte nell'esercizio 2024 è pari ad un valore positivo di 46 milioni di euro in aumento rispetto al valore positivo di 43,1 milioni di euro del 2023. Anche l'utile del 2024 si attesta su un valore – 35 milioni di euro – in leggero aumento rispetto all'esercizio precedente, registrando tuttavia una lieve diminuzione in termini di incidenza sui ricavi (passando da 7.4% nel 2023 al 7.1% nel corso del 2024).

Nel complesso, il Gruppo Tea continua a rafforzare la propria solidità patrimoniale, pur registrando una lieve riduzione del tasso di crescita rispetto agli anni precedenti: il patrimonio netto è aumentato del 7,4% nel 2023 e del 5,7% nel 2024. Nel triennio 2022-2024, il Capitale Investito Netto si è mantenuto stabile, attestandosi su un valore medio di circa 354 milioni di euro. Contestualmente, la Posizione Finanziaria Netta è progressivamente diminuita, passando da 96 milioni di euro nel 2022 a 64 milioni nel 2024, a testimonianza di un incremento dell'autofinanziamento delle attività operative da parte del Gruppo.

Complessivamente, il Gruppo Tea dimostra una stabile capacità di generare reddito, che è riuscita a mantenere anche nel difficile periodo della recente crisi energetica, e che si associa tuttavia ad una situazione finanziaria non ottimale per il peso significativo dell'indebitamento.

Nelle tabelle seguenti sono riportati i principali dati economici e patrimoniali riclassificati del Gruppo Tea.

Stato Patrimoniale riclassificato	31/12/2020 EUR		31/12/2021 EUR		31/12/2022 EUR		31/12/2023 EUR		31/12/2024 EUR	
Attivo Gestionale Circolante	118,186,000	26%	137,456,000	27%	164,711,000	31%	140,781,000	26%	147,050,000	24%
- Passività Operative	(89,899,000)	-20%	(108,356,000)	-21%	(125,885,000)	-23%	(110,772,000)	-20%	(148,338,000)	-25%
<b>Capitale Circolante Netto Operativo (CCNop)</b>	<b>28,287,000</b>	<b>6%</b>	<b>29,100,000</b>	<b>6%</b>	<b>38,826,000</b>	<b>7%</b>	<b>30,009,000</b>	<b>6%</b>	<b>(1,288,000)</b>	<b>0%</b>
Attivo Gestionale Fisso	260,202,000	57%	273,027,000	54%	265,827,000	50%	287,754,000	53%	320,985,000	53%
- Fondi e TFR	(66,781,000)	-15%	(55,814,000)	-11%	(32,660,000)	-6%	(42,036,000)	-8%	(42,474,000)	-7%
<b>Capitale Operativo Investito Netto (COIN)</b>	<b>221,708,000</b>	<b>48%</b>	<b>246,313,000</b>	<b>49%</b>	<b>271,993,000</b>	<b>51%</b>	<b>275,727,000</b>	<b>51%</b>	<b>277,223,000</b>	<b>46%</b>
Attività finanziarie e beni non pertinenti	54,823,000	12%	69,472,000	14%	81,039,000	15%	78,020,000	14%	78,637,000	13%
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO (CIN)</b>	<b>276,531,000</b>	<b>60%</b>	<b>315,785,000</b>	<b>62%</b>	<b>353,032,000</b>	<b>66%</b>	<b>353,747,000</b>	<b>65%</b>	<b>355,860,000</b>	<b>59%</b>
<b>- Posizione Finanziaria Netta (PFN)</b>	<b>(78,215,000)</b>	<b>-17%</b>	<b>(91,916,000)</b>	<b>-18%</b>	<b>(96,211,000)</b>	<b>-18%</b>	<b>(77,902,000)</b>	<b>-14%</b>	<b>(64,118,000)</b>	<b>-11%</b>
di cui cash&cash equivalents	27,040,000	6%	25,711,000	5%	25,048,000	5%	37,090,000	7%	56,729,000	9%
di cui debiti finanziari a breve	(28,134,000)	-6%	(44,891,000)	-9%	(22,197,000)	-4%	(10,832,000)	-2%	(18,455,000)	-3%
di cui debiti finanziari a lungo	(77,121,000)	-17%	(72,736,000)	-14%	(99,062,000)	-18%	(104,160,000)	-19%	(102,392,000)	-17%
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>198,316,000</b>	<b>43%</b>	<b>223,869,000</b>	<b>44%</b>	<b>256,821,000</b>	<b>48%</b>	<b>275,845,000</b>	<b>51%</b>	<b>291,742,000</b>	<b>48%</b>
Totale Attivo/Passivo	460,251,000	100%	505,666,000	100%	536,625,000	100%	543,645,000	100%	603,401,000	100%

Conto Economico Riclassificato	31/12/2020 EUR		31/12/2021 EUR		31/12/2022 EUR		31/12/2023 EUR		31/12/2024 EUR	
<b>Ricavi delle vendite (+/- var. prodotti su ord.)</b>	<b>291,963,000</b>	<b>100.0%</b>	<b>357,200,000</b>	<b>100.0%</b>	<b>573,079,000</b>	<b>100.0%</b>	<b>451,915,000</b>	<b>100.0%</b>	<b>491,723,000</b>	<b>100.0%</b>
- Consumi di materie	(69,881,000)	-23.9%	(111,623,000)	-31.2%	(320,024,000)	-55.8%	(162,239,000)	-35.9%	(144,447,000)	-29.4%
- Consumi di servizi	(142,782,000)	-48.9%	(161,053,000)	-45.1%	(156,279,000)	-27.3%	(184,051,000)	-40.7%	(235,103,000)	-47.8%
- Costo del Lavoro	(29,713,000)	-10.2%	(30,772,000)	-8.6%	(33,418,000)	-5.8%	(34,348,000)	-7.6%	(35,709,000)	-7.3%
+/- Variazione delle rimanenze di prodotti finiti, semilavorati, prod. interne	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
- Altri costi e ricavi operativi	615,000	0.2%	2,116,000	0.6%	(3,932,000)	-0.7%	763,000	0.2%	148,000	0.0%
- Accantonamenti	(5,740,000)	-2.0%	(4,470,000)	-1.3%	(6,983,000)	-1.2%	(7,425,000)	-1.6%	(5,807,000)	-1.2%
<b>EBITDA</b>	<b>44,462,000</b>	<b>15.2%</b>	<b>51,398,000</b>	<b>14.4%</b>	<b>52,443,000</b>	<b>9.2%</b>	<b>64,615,000</b>	<b>14.3%</b>	<b>70,805,000</b>	<b>14.4%</b>
-Amm.ti	(21,639,000)	-7.4%	(21,082,000)	-5.9%	(23,173,000)	-4.0%	(23,915,000)	-5.3%	(25,821,000)	-5.3%
Utile(perdite) su cambi (di natura operativa)	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
<b>EBIT</b>	<b>22,823,000</b>	<b>7.8%</b>	<b>30,316,000</b>	<b>8.5%</b>	<b>29,270,000</b>	<b>5.1%</b>	<b>40,700,000</b>	<b>9.0%</b>	<b>44,984,000</b>	<b>9.1%</b>
Δ Gestione Finanziaria	4,586,000	1.6%	11,619,000	3.3%	12,341,000	2.2%	2,969,000	0.7%	3,695,000	0.8%
<b>Risultato Ordinario (RO)</b>	<b>27,409,000</b>	<b>9.4%</b>	<b>41,935,000</b>	<b>11.7%</b>	<b>41,611,000</b>	<b>7.3%</b>	<b>43,669,000</b>	<b>9.7%</b>	<b>48,679,000</b>	<b>9.9%</b>
Δ Gestione Straordinaria	(1,083,000)	-0.4%	0	0.0%	8,364,000	1.5%	(545,000)	-0.1%	(2,594,000)	-0.5%
<b>Earnings before Taxes</b>	<b>26,326,000</b>	<b>9.0%</b>	<b>41,935,000</b>	<b>11.7%</b>	<b>49,975,000</b>	<b>8.7%</b>	<b>43,124,000</b>	<b>9.5%</b>	<b>46,085,000</b>	<b>9.4%</b>
Imposte	(6,577,000)	-2.3%	(7,202,000)	-2.0%	(5,554,000)	-1.0%	(9,821,000)	-2.2%	(11,066,000)	-2.3%
<b>Risultato Netto (Rn)</b>	<b>19,749,000</b>	<b>6.8%</b>	<b>34,733,000</b>	<b>9.7%</b>	<b>44,421,000</b>	<b>7.8%</b>	<b>33,303,000</b>	<b>7.4%</b>	<b>35,019,000</b>	<b>7.1%</b>

Come richiamato in precedenza, Tea S.p.A. SB è la capogruppo del Gruppo Tea che si articola in diverse società (legal entity) di cui di seguito sono riportati gli estremi legali e i principali valori di economico-finanziari dell'ultimo bilancio approvato.

Ragione sociale (dati in K€)		Perc. Di CS di Tea S.p.A.	Numero CCIAA	Capitale sociale al 31.12.2024	PATRIMONIO NETTO al 31.12.2024
TEA S.P.A. SB	Controllante		MN0021253	73.403,00	282.817,00
TEA ENERGIA S.R.L.	Controllata	100,00%	MN0226178	2.000,00	25.408,46
MANTOVA AMBIENTE S.R.L.	Controllata	40,48%	MN0230075	227,27	12.849,83
AQA S.R.L. SOCIETA' BENEFIT	Controllata	91,55%	MN0256702	5.629,20	53.801,25
SEI SERVIZI ENERGETICI INTEGRATI S.R.L.	Controllata	100,00%	MN0230076	3.475,00	48.165,78
TEA RETELUCE S.R.L.	Controllata	99,00%	MN0249554	100,00	10.374,57
AMBIENTE & ECOLOGIA S.R.L.	Controllata	100,00%	VE0272609	10,40	390,19
DEPURA S.R.L.	Controllata	60,00%	MN0265916	1.245,00	3.252,80
REVERE ENERGIA S.R.L.	Controllata	100,00%	MN0253594	10,00	3.209,04

Ragione sociale (dati in K€)		TOTALE Ricavi vendite ATTIVO al e prestazioni 31.12.20242024	RISULTATO OPERATIVO 2024	UTILE (PERDITA) DI ESERCIZIO 2024
TEA S.P.A. SB	Controllante	469.025,00	57.023,00	19.468,00
TEA ENERGIA S.R.L.	Controllata	90.292,45	263.949,34	12.942,35
MANTOVA AMBIENTE S.R.L.	Controllata	44.670,69	92.105,05	1.077,62
AQA S.R.L. SOCIETA' BENEFIT	Controllata	197.588,92	44.195,09	5.706,41
SEI SERVIZI ENERGETICI INTEGRATI S.R.L.	Controllata	110.275,76	34.844,84	2.501,45
TEA RETELUCE S.R.L.	Controllata	27.008,69	17.330,83	2.069,46
AMBIENTE & ECOLOGIA S.R.L.	Controllata	4.714,75	6.421,86	510,42
DEPURA S.R.L.	Controllata	6.518,53	5.906,62	714,62
REVERE ENERGIA S.R.L.	Controllata	6.695,57	3.000,41	(1.462,54)
				(1.172,55)

Si evidenzia che, sulla base delle informazioni raccolte, con la sola eccezione di Mantova Ambiente S.r.l., i soci di minoranza delle controllate Tea sono tutti soci “industriali” (o “correlati”) selezionati sulla base di gare a doppio oggetto. Mantova Ambiente S.r.l., invece, oltre al socio industriale Progetto Mantova S.r.l., con il 20% del capitale, ha nella compagine sociale anche Siem S.p.A. con il 36% del capitale e SISAM S.p.A. con il 3,52% del capitale.

L'attività operativa del Gruppo Tea è invece gestita e monitorata in sei principali Business Unit (BU) di seguito descritte.

1. VENDITA: comprende i servizi di vendita di energia elettrica e gas metano;
2. INFRASTRUTTURE: comprende i servizi di distribuzione gas e distribuzione/vendita di teleriscaldamento;
3. ILLUMINAZIONE PUBBLICA: comprende i servizi di illuminazione pubblica e smart city;
4. AMBIENTE: comprende i servizi di raccolta, trattamento, recupero e smaltimento dei rifiuti solidi urbani e speciali della provincia e di terzi;
5. IDRICO: comprende i servizi inerenti il ciclo idrico integrato quali captazione, depurazione e fognatura;

6. **ALTRI BUSINESS:** comprende le seguenti attività operative: impianti fotovoltaici (FER); i servizi di produzione calore; gestione impianti termici; gestione del verde pubblico; manutenzione strade; gestione rifiuti speciali; gestione cimiteriale e cremazioni ed altri servizi minori; nonché tutti i servizi cosiddetti “corporate” svolti dalla capogruppo Tea S.p.A. che non sono stati allocati come costo alle singole BU.

Nella tabella che segue vengono riportati i dati pre-consuntivo dell’esercizio 2024, per singola BU, di Ricavi, Ebitda e Capitale Investito Netto (CIN) e in percentuale sul valore pre-consuntivo consolidato, al fine di illustrare l’importanza relativa di ciascuna linea di business con riferimento ai dati dell’ultimo bilancio approvato<sup>3</sup>.

<b>Business Unit (valori in €mln)</b>	<b>Ricavi 2024</b>	<b>%</b>	<b>Ebitda 2024</b>	<b>%</b>	<b>CIN 2024</b>	<b>%</b>
Vendita	259,1	57,3%	12,4	17,9%	11,2	3,0%
Infrastrutture (teleriscaldamento e distr. gas)	29,7	6,6%	9,7	14,0%	72,5	19,6%
Illuminazione pubblica	14,3	3,2%	1,7	2,4%	24,0	6,5%
Ambiente	104,7	23,2%	26,7	38,6%	33,6	9,1%
- di cui Mantova Ambiente S.r.l.	93,4	20,7%	8,4	12,2%	11,9	3,2%
Idrico	44,7	9,9%	16,3	23,6%	149,6	40,4%
Altri business	47,5	10,5%	2,3	3,4%	79,4	21,4%
- di cui FER	0	0,0%	0	0,0%	9,5	2,6%
- di cui Mantova Ambiente S.r.l.	6,3	1,4%	0,6	0,8%	0	0,0%
Elisioni intragruppo	(48,2)	-10,7%	0,0	0,0%	0	0,0%
<b>Gruppo Tea</b>	<b>451,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>69,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>370,4</b>	<b>100,0%</b>

Per un’analisi dell’andamento economico e finanziario prospettico delle singole società del Gruppo si rimanda alle specifiche Appendici.

La modalità di gestione e monitoraggio dell’attività operativa del Gruppo Tea articolate in BU non ha una univoca sovrapposizione con l’articolazione del gruppo in singole legal entity, come emerge dalla tabella di seguito riportata. Questo elemento ha rappresentato una delle difficoltà del presente esercizio valutativo. Come verrà di seguito illustrato, lo scrivente ha ritenuto più corretto utilizzare come unità di analisi le singole BU e non le legal entity poiché, dopo un confronto con il management, è emerso che la segmentazione più opportuna fosse quella per BU, anche in linea con la prassi di

<sup>3</sup> Si precisa che anche i valori relativi all’esercizio 2024 riportati nelle Appendici nella valutazione dell’Enterprise Value delle singole BU sono i dati pre-consuntivo del Piano Industriale 2025-29 e non i dati del bilancio consolidato al 31.12.2024 approvato. Le differenze fra i valori del pre-consuntivo e di bilancio non sono comunque rilevanti ai fini del processo valutativo.

settore. Un’eccezione in tal senso verrà fatta per la società Mantova Ambiente S.r.l. per due ragioni. Primo, questa è l’unica società che ha una percentuale rilevante di soci “non industriali” (o correlati); secondo, come anticipato, la società incorporanda Siem S.p.A. possiede una partecipazione rilevante in Mantova Ambiente S.r.l.

<b>Business Unit</b>	<b>Società (legal entity)</b>
<b>Business Unit (macro) - Vendita</b>	
BU(sub) - Energia elettrica	Tea Energia srl
BU(sub) - Gas	Tea Energia srl
BU(sub) - Servizi a valore aggiunto (VAS)	Tea Energia srl
<b>Business Unit (macro) - Infrastrutture</b>	
BU(sub) - Distribuzione gas	Tea Spa
BU(sub) - Distribuzione gas	Sei srl
BU(sub) - Distribuzione gas	Depura srl
BU(sub) - Teleriscaldamento	Tea Spa (fino al 2024)
BU(sub) - Teleriscaldamento	Sei srl
<b>Business Unit (macro) - Illuminazione pubblica</b>	
BU(sub) - Illuminazione pubblica	Sei srl
BU(sub) - Illuminazione pubblica	Tea Reteluce srl
<b>Business Unit (macro) - Ambiente</b>	
BU(sub) - Igiene urbana	Tea Spa
BU(sub) - Igiene urbana	Mantova Ambiente srl
BU(sub) - Trattamento e smaltimento	Tea Spa
BU(sub) - Trattamento e smaltimento	Mantova Ambiente srl
BU(sub) - Trattamento e smaltimento	Ambiente & ecologia srl
BU(sub) - Impianti	Revere Energia srl
<b>Business Unit (macro) - Idrico</b>	
BU(sub) - Idrico	Tea Spa
BU(sub) - Idrico	AqA srl
<b>Business Unit (macro) - Altri Servizi</b>	
BU(sub) - Produzione energia	Tea Spa
BU(sub) - Produzione energia	Sei srl
BU(sub) - G.I.T.	Tea Reteluce srl
BU(sub) - Gestioni cimiteriali	Tea Spa
BU(sub) - Manutenzione strade	Depura srl
BU(sub) - Gestione verde	Mantova Ambiente srl
BU(sub) - Struttura	Tea Spa
BU(sub) - Cremazioni	Tea Spa
BU(sub) - Rifiuti speciali	Depura srl
BU(sub) - Spurghi	Depura srl

## 2.2. Siem S.p.A. in sintesi

Siem S.p.A. è una società a proprietà pubblica, attiva nei servizi ambientali e nella gestione di discariche. Attualmente, tuttavia, non svolge attività operativa in modo diretto e le fonti di reddito della società sono unicamente due: un contratto di locazione avente ad oggetto le immobilizzazioni materiali di proprietà, stipulato con Mantova Ambiente S.r.l., e gli utili (dividendi) derivanti dalla partecipazione in Mantova Ambiente S.r.l.

Nell'ultimo triennio i ricavi dalla vendita di bene e servizi, quasi integralmente riconducibili al suddetto contratto di locazione, hanno oscillato da fra i 464 e il 382 mila euro, con un trend che sebbene non costante appare in calo. Negli ultimi tre esercizi (2022-24), la società ha sempre riportato una perdita operativa, anche a già a livello di Ebitda, evidenziando un cronico disequilibrio dell'attività operativa, solo parzialmente mitigato dai proventi finanziari da partecipazioni (Mantova Ambiente S.r.l.). Conseguentemente, la società ha sofferto dal 2022 di un risultato ante imposte negativo che evidenziano un disequilibrio economico perdurante, che ha un'intensità media negli ultimi tre esercizi di un terzo sui ricavi di vendita, con un trend in deciso aumento. L'utile d'esercizio riportato non può invece essere considerato sotto il profilo dell'analisi economica un indicatore di equilibrio prospettico poiché deriva integralmente dal riconoscimento di crediti per imposte anticipate per le perdite fiscali generate.

Sotto il profilo patrimoniale, la struttura di Siem S.p.A. rimane tendenzialmente invariata negli ultimi cinque esercizi, ad eccezione di un aumento significativo della Posizione Finanziaria Netta, dovuta alla riclassificazione di un fondo rischi e oneri di 2,9 milioni di euro a debito.

CE a EBITDA-EBIT RETTIFICATO	31/12/2020 EUR	%	31/12/2021 EUR	%	31/12/2022 EUR	%	31/12/2023 EUR	%	31/12/2024 EUR	%
Ricavi delle vendite (+/- var. prodotti su ord.)	421.449	100%	464.064	100%	421.080	100%	387.761	100%	382.391	100%
- Consumi di materie	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
- Consumi di servizi	(691.781)	-164%	(632.249)	-136%	(727.496)	-173%	(334.689)	-86%	(470.991)	-123%
- Costo del Lavoro	(19.403)	-5%	(20.144)	-4%	(20.569)	-5%	(20.851)	-5%	(20.999)	-5%
+/- Variazione delle rimanenze di prodotti finiti, semilavorati, prod. interne	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
- Altri costi e ricavi operativi	644.757	153%	537.487	116%	585.879	139%	229.647	59%	281.636	74%
- Accantonamenti	(330.124)	-78%	0	0%	(335.000)	-80%	(525.000)	-135%	(710.000)	-186%
<b>EBITDA</b>	<b>24.898</b>	<b>6%</b>	<b>349.158</b>	<b>75%</b>	<b>(76.106)</b>	<b>-18%</b>	<b>(263.132)</b>	<b>-68%</b>	<b>(537.963)</b>	<b>-141%</b>
-Amm.ti	(316.885)	-75%	(311.043)	-67%	(297.005)	-71%	(244.741)	-63%	(243.986)	-64%
Utile(perdite) su cambi (di natura operativa)	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
<b>Risultato operativo</b>	<b>(291.987)</b>	<b>-69%</b>	<b>38.115</b>	<b>8%</b>	<b>(373.111)</b>	<b>-89%</b>	<b>(507.873)</b>	<b>-131%</b>	<b>(781.949)</b>	<b>-204%</b>
Δ Gestione Finanziaria	257.744	61%	(31.569)	-7%	290.666	69%	394.727	102%	586.751	153%
<b>Risultato Ordinario (RO)</b>	<b>(34.243)</b>	<b>-8%</b>	<b>6.546</b>	<b>1%</b>	<b>(82.445)</b>	<b>-20%</b>	<b>(113.146)</b>	<b>-29%</b>	<b>(195.198)</b>	<b>-51%</b>
Δ Gestione Straordinaria	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
<b>Risultato Ante Imposte</b>	<b>(34.243)</b>	<b>-8%</b>	<b>6.546</b>	<b>1%</b>	<b>(82.445)</b>	<b>-20%</b>	<b>(113.146)</b>	<b>-29%</b>	<b>(195.198)</b>	<b>-51%</b>
Imposte	75.290	18%	6.421	1%	93.841	22%	128.782	33%	211.189	55%
<b>Utile (Perdita) d'esercizio</b>	<b>41.047</b>	<b>10%</b>	<b>12.967</b>	<b>3%</b>	<b>11.396</b>	<b>3%</b>	<b>15.636</b>	<b>4%</b>	<b>15.991</b>	<b>4%</b>

SP di Pertineza Gestionale Rettificato	31/12/2020 EUR	31/12/2021 EUR	31/12/2022 EUR	31/12/2023 EUR	31/12/2024 EUR
Attivo Gestionale Circolante	1.428.950	1.031.154	1.185.487	1.236.433	1.493.959
- Passività Operative	(294.312)	(302.569)	(477.995)	(224.658)	(137.593)
<b>Capitale Circolante Netto Operativo (CCNop)</b>	<b>1.134.638</b>	<b>728.585</b>	<b>707.492</b>	<b>1.011.775</b>	<b>1.356.366</b>
Attivo Gestionale Fisso	6.939.415	6.628.372	6.336.367	6.284.626	6.040.641
- Fondi e TFR	(6.728.797)	(6.206.326)	(5.965.647)	(6.429.288)	(3.988.384)
<b>Capitale Operativo Investito Netto (COIN)</b>	<b>1.345.256</b>	<b>1.150.631</b>	<b>1.078.212</b>	<b>867.113</b>	<b>3.408.623</b>
Attività finanziarie e beni non pertinenti	2.152.000	2.152.000	2.152.000	2.152.000	2.152.000
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO (CIN)</b>	<b>3.497.256</b>	<b>3.302.631</b>	<b>3.230.212</b>	<b>3.019.113</b>	<b>5.560.623</b>
<b>- Posizione Finanziaria Netta (PFN)</b>	<b>(1.369.728)</b>	<b>(1.162.135)</b>	<b>(1.078.318)</b>	<b>(851.585)</b>	<b>(187.345)</b>
di cui cash&cash equivalents	153.386	123.674	255.970	128.719	364.711
di cui debiti finanziari a breve	(237.312)	(352.338)	(360.331)	(428.180)	(3.324.046)
di cui debiti finanziari a lungo	(1.285.802)	(933.471)	(973.957)	(552.124)	(416.707)
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>2.127.528</b>	<b>2.140.496</b>	<b>2.151.894</b>	<b>2.167.528</b>	<b>2.183.522</b>

### 3. Approccio valutativo e metodi di valutazione

#### 3.1 Premessa alla valutazione e approccio valutativo

La valutazione è un giudizio ragionato e motivato che si fonda su stime, formulato sulla base di criteri e metodi elaborati dalla dottrina economico-aziendale e dalla prassi professionale. La valutazione si sostanzia in una stima di una specifica configurazione di valore riferita (nel nostro caso, al valore normale di mercato) ad una specifica attività (nel nostro caso, ad un gruppo aziendale e una società per azioni) ad una specifica data (nel nostro caso, al 31.12.2024), tenuto conto della specifica finalità della stima (nel nostro caso, formulare un giudizio di parere di congruità finanziaria sul valore di concambio in una operazione di fusione per incorporazione).

Nel rispetto dei PIV, l'opinione di valore cui giunge l'esperto deve essere:

- i. razionale: la valutazione deve seguire uno schema logico rigoroso, convincente e fondato su principi di razionalità economica;
- ii. verificabile: il processo valutativo deve poter essere dimostrato con riguardo alla provenienza dei dati utilizzati, all'attendibilità ed all'autorevolezza delle fonti, alla ragionevolezza delle ipotesi assunte, alla correttezza dei passaggi logico-matematici alla base dei calcoli, alla ragionevolezza delle conclusioni;
- iii. coerente: l'esperto deve garantire la corrispondenza più ampia possibile fra base informativa, obiettivi della valutazione e risultati conseguiti;
- iv. affidabile: l'esperto deve circoscrivere, nei limiti del possibile, la discrezionalità valutativa, garantendo obiettività di giudizio;
- v. svolta in modo professionale: l'esperto deve adottare appropriati controlli e procedure in grado di garantire un processo di valutazione esente da distorsioni;

- vi. svolta con competenza: l'esperto deve essere dotato di capacità, esperienza e conoscenza adeguate all'oggetto ed alla finalità della valutazione.

Nella stima del valore del capitale economico di un'azienda, i principi sopra delineati devono essere seguiti indipendentemente dall'approccio e dal metodo di valutazione adottato.

La dottrina economico-aziendale e la prassi professionale hanno elaborato diversi metodi di valutazione del capitale economico di un'azienda, ognuno dei quali, per essere applicato, deve necessariamente essere adattato al complesso aziendale oggetto della valutazione e deve tener conto, oltre che delle finalità, anche di eventuali limiti, vincoli ed obblighi imposti per tale valutazione.

La valutazione di una azienda è infatti una operazione complessa ed articolata, a maggior ragione se l'azienda oggetto di valutazione è a sua volta la controllante di un gruppo di aziende e/o svolge business diversi con caratteristiche specifiche, come nel caso di Tea S.p.A. In questo caso, il procedimento valutativo deve difatti essere adattato ad un'impresa organizzata in diverse entità legali e/o business uniti che possono svolgere attività anche significativamente diverse, sebbene tutte sottoposte ad unica una direzione e coordinamento. La valutazione in questa circostanza richiede quindi, oltre all'esercizio professionale di un giudizio relativamente ai criteri e metodi più adatti alla stima della configurazione di valor prescelta, anche una scelta preliminare relativamente all'approccio valutativo da seguire. In particolare, si potrà:

- valutare il gruppo come fosse un'impresa unica, assumendo – analogamente a quanto richiesto in sede di predisposizione del bilancio consolidato – che il gruppo aziendale sia un'unica entità, a prescindere dalla articolazione in società distinte e a prescindere dalla omogeneità dei business svolti delle singole società/business unit; ovvero
- adottare un approccio *Sum of Parts* (SoP), che giunge alla valutazione dell'azienda capogruppo e del gruppo aziendale come somma dei valori di stima delle singole società e/o business unit.

L'approccio di valutazione SoP consente di desumere il valore dell'impresa o di un gruppo aziendale per somma dei valori dei singoli business che l'impresa o il gruppo svolge. Tale approccio risulta preferibile nel caso in cui: (1) i singoli business abbiano caratteristiche distintive, tali da rendere apprezzabile una valutazione delle stesse in logica separata, anziché unitaria; (2) nel gruppo di società vi siano pertinenze di terzi significative che necessitano di una stima analitica per evitare distorsioni nella determinazione del valore economico dell'azienda capogruppo.

Considerate le finalità del presente parere e le caratteristiche delle aziende oggetto di valutazione (Gruppo Tea e Siem S.p.A.), lo scrivente ritiene che l'approccio valutativo SoP sia il più appropriato per le seguenti regioni.



In particolare:

- per quanto riguarda il Gruppo Tea:
  - il Gruppo si qualifica per lo svolgimento di diversi business con specifiche caratteristiche, che peraltro nella larga maggioranza dei casi si sostanziano in attività regolate da normative e autorità regolatorie;
  - sia il Piano industriale 2025-29 sia la modalità utilizzata dal management per il monitoraggio del business sono articolati per Business Unit (BU);
  - vi è la necessità di stimare autonomamente Mantova Ambiente S.r.l.;
  - questi elementi hanno indotto lo scrivente ad assumere come unità nell’approccio SoP le BU del Piano Industriale 2025-29 con la sola eccezione della società Mantova Ambiente S.r.l. – per le ragioni già illustrate – e del business FER (fotovoltaico) che, per le sue specifiche caratteristiche e dopo un confronto con il management, è stato incorporato dalla BU “Altri business”;
- per quanto riguarda Siem S.p.A.:
  - l’assenza di una attività operativa, la situazione di disequilibrio economico e la presenza di asset con un valore rilevante ma distinto – quali, immobilizzazioni materiale e partecipazione in Mantova Ambiente S.r.l. – hanno indotto lo scrivente a scegliere un approccio SoP che di fatto si sostanzia in un metodo patrimoniale semplice, volto a stabilire il valore corrente degli elementi – attività e passività – che costituiscono il patrimonio della società alla data di valutazione;
  - l’unità di analisi dell’approccio SoP per Siem S.p.A. saranno quindi le singole attività e passività del patrimonio aziendale alla data di valutazione.

Una volta selezionato l’approccio SoP, è necessario identificare i metodi di valutazione più adeguati alla stima di valore delle singole unità di analisi (Business Unit o attività/passività). Le scelte operate (ed illustrate nel proseguo di questo parere) rappresentano quelle che, secondo il giudizio professionale dello scrivente, meglio soddisfano l’obiettivo dell’incarico ricevuto.

### **3.2 Metodi di valutazione e loro scelta**

Nel presente paragrafo sono sinteticamente presentati i principali approcci di valutazione utilizzati dalla dottrina e dalla prassi corrente, al fine di identificare il metodo più adatto (o i metodi più adatti) alla valutazione del capitale economico delle singole Business Unit (BU) del Gruppo Tea e di Siem S.p.A.

**a. Metodi basati sui flussi di risultato**

Nell'approccio basato sui flussi di risultato l'azienda viene valorizzata per i risultati economici che essa è in grado di generare. L'approccio basato sui flussi di risultato viene di solito applicato mediante le due seguenti metodologie:

- a.1. Metodi reddituali; determinano il valore dell'azienda in funzione dei flussi di risultato attesi nell'arco temporale di previsione assunto nella valutazione e del valore del tasso di attualizzazione espressivo del rendimento-opportunità del capitale. Essi individuano nel reddito, derivante dalla contrapposizione di ricavi e costi di competenza dell'esercizio, il driver fondamentale del valore aziendale;
- a.2. Metodi finanziari; ravvisano nella capacità di creare flussi di cassa il driver fondamentale al fine della determinazione del valore dell'azienda. In particolare, la sommatoria dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare, opportunamente attualizzati al costo opportunità del capitale (ossia, il costo del capitale di rischio oppure il costo medio ponderato del capitale – WACC), permettono di determinare il valore economico del capitale (Equity Value) oppure il valor complessivo dell'azienda (Enterprise Value).

I metodi di valutazione basati sui flussi, ed in particolare i metodi finanziari, sono i più razionali e coerenti con la teoria economica, tuttavia richiedono una capacità previsionale-programmatoria che spesso non è presente nelle aziende meno strutturate.

**b. Metodi di mercato**

L'approccio di mercato si sostanzia in procedimenti valutativi volti alla determinazione del prezzo probabile di cessione di un determinato bene o complesso aziendale, attraverso una comparazione con i valori di scambio registrati in mercati regolamentati, ovvero in negoziazioni private, per quote di capitale dell'azienda medesima o di aziende simili. Appartengono all'approccio di mercato due principali metodi:

- b.1. Metodo dei multipli di borsa; determina il valore del capitale aziendale sulla base dei prezzi negoziati in mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote del capitale di imprese comparabili. Esso richiede lo sviluppo di indicatori di valore (multipli), ottenuti rapportando il valore di mercato (prezzi) delle imprese scelte a riferimento, al valore di uno o più parametri aziendali che sono ritenuti essere i driver del valore. Tale metodo si fonda sull'ipotesi di applicabilità di tali multipli anche all'impresa oggetto di valutazione, anche se non quotata;
- b.2. Metodo delle transazioni comparabili; si fonda sullo stesso criterio del metodo dei multipli di borsa, differenziandosene quanto alla natura dei prezzi, espressivi dei valori negoziati, utilizzati per la costruzione dei multipli. Nel metodo delle transazioni comparabili, i prezzi a cui ci si riferisce sono quelli rilevati nell'ambito di negoziazioni private per quote del capitale azionario di imprese comparabili. Tale metodo si utilizza quando si ritiene che, per dimensioni

e caratteristiche, l'azienda oggetto di valutazione non possa essere direttamente confrontata con imprese quotate.

I metodi di valutazione all'interno dell'approccio di mercato, da un lato, hanno il vantaggio di allineare il valore di stima alla dinamica di mercato – elemento di grande interesse quando la finalità della valutazione è collegata a operazioni di cessione –, dall'altro tuttavia, scontano sempre la difficoltà di identificare imprese quotate che siano realmente comparabili con l'impresa oggetto di valutazione, ovvero, in alternativa un numero sufficiente di operazioni di acquisto/cessione in un arco temporale non troppo lungo.

***c. Metodi patrimoniali o misti patrimoniali-redдитuali***

Gli approcci patrimoniali stimano il valore di un'azienda riesprimendo a valori correnti tutti gli elementi dell'attivo e del passivo presenti alla data di valutazione. I metodi misti esprimono il valore dell'azienda in funzione sia di una valutazione patrimoniale che della capacità reddituale del complesso aziendale. Le metodologie miste hanno alla base il metodo patrimoniale (o di liquidazione) che, come detto, si fonda sul principio della valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale a valori correnti, ma convergono verso una logica reddituale. A seconda del trattamento riservato in sede di stima agli elementi che formano il «patrimonio immateriale» si distingue tra metodi patrimoniali semplici e complessi.

Gli approcci misti patrimoniali, ed in particolare il metodo patrimoniale semplice, sono particolarmente indicati per le aziende di minori dimensioni, con sistemi di pianificazione e controllo meno sviluppati – quindi non in grado di elaborare un piano aziendale – e/o per aziende in disequilibrio economico, come Siem S.p.A.

Dopo un'analisi delle informazioni disponibili e un'attenta considerazione delle caratteristiche sia del settore sia delle specificità del Gruppo Tea, sulla base dei principi sopra esposti, nonché delle finalità del presente parere, lo scrivente ritiene che il metodo più adatto alla stima del valore nella configurazione prescelta sia il Discounted Cash Flow Method (DCF), che quindi verrà utilizzato coerentemente per tutte le BU del Gruppo Tea come metodo principale. Le ragioni di questa scelta sono che:

- i metodi finanziari sono unitariamente considerati i più razionali e coerenti con la teoria economica e sono quindi la scelta preferibile in presenza di una stima affidabile dei flussi attesi;
- i metodi finanziari consentono di valutare in modo coerente business differenti e quindi garantiscono la coerenza delle stime sia fra le diverse Business Unit del Gruppo Tea, essendo stato scelto un approccio SoP;

- il sistema informativo aziendale e la capacità programmatica del Gruppo Tea hanno reso possibile l'elaborazione di un Piano economico-finanziario approfondito e credibile, esito di un'analisi puntuale dei fondamentali aziendali e della dinamica del settore. È peraltro opportuno richiamare in questa sede che il piano fornito allo scrivente (Piano Industriale 2025-2029), che sarà alla base delle valutazioni delle Business Unit del Gruppo Tea, è stato approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società Tea S.p.A.

Per quanto riguarda Siem S.p.A., lo scrivente ritiene che il metodo più adatto alla stima del valore nella configurazione prescelta sia il metodo patrimoniale semplice, che risulta da un lato risulta coerente con l'approccio SoP utilizzato per la valutazione del Gruppo Tea, e dall'altro è il più adatto alle specificità di Siem S.p.A. che, come già richiamato:

- non ha elaborato un piano industriale che consenta di stimare credibilmente i flussi attesi;
- non svolge attualmente attività operative in modo diretto;
- si trova in disequilibrio economico.

Si segnala tuttavia che per stima delle singole attività di Siem S.p.A. – ed in particolare per la stima del valore economico di Mantova Ambiente S.r.l. da cui derivare il valore della partecipazione di proprietà di Siem e delle immobilizzazioni materiali – è stato utilizzato il metodo del DCF con i medesimi parametri utilizzati per la valutazione del Gruppo Tea, al fine di garantire la massima sovrapposizione di metodi valutativi fra Siem e Tea, date le strutturali differenze fra le due società.

### **3.3 Il Discounted Cash Flow Method e il Metodo Patrimoniale**

Secondo i metodi finanziari, il valore del capitale economico di un'azienda (Equity Value) o dell'azienda stessa (Enterprise Value) è dato dalla somma algebrica delle seguenti componenti:

- valore attuale dei flussi di cassa che la società sarà in grado di generare nel periodo di previsione esplicita;
- valore del complesso aziendale al termine del periodo di previsioni esplicita, attualizzato alla data di valutazione (cosiddetto Terminal Value).

Il metodo finanziario più utilizzato nella prassi professionale per le imprese non finanziarie è l'approccio unlevered che attualizza i flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa ("Free Cash Flow to the firm" – FCFF) al Weighted Average Cost of Capital (WACC), al fine di ottenere il valore dell'impresa (Enterprise Value). Al valore così ottenuto viene sottratta la Posizione Finanziaria Netta (PFN), opportunamente aggiustata, alla data di riferimento della valutazione, ottenendo così il valore del capitale economico (Equity Value).

La formula che esprime il valore del capitale economico è la seguente:

$$Equity Value = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + V_f - PFN$$

Dove:

$FCFF_t$  = free cash flow to the firm, ossia il flusso di cassa unlevered, al tempo  $t$

WACC = costo medio ponderato del capitale

PFN = posizione finanziaria netta aggiustata

$n$  = numero di anni di previsione esplicita

$V_f$  = valore finale dell'impresa, ossia l'attualizzazione di una stima del valore teorico dell'impresa (EV) all'ultimo anno di previsione esplicita dei flussi finanziari

Per calcolare il valore finale  $V_f$  si applica la seguente formula:

$$V_f = \frac{Terminal Value}{(1 + WACC)^n}$$

Dove:

*Terminal Value* = stima del valore teorico dell'impresa (EV) all'ultimo anno di previsione esplicita dei flussi finanziari

$n$  = numero di anni di previsione esplicita

Per calcolare il Terminal Value (TV) è possibile utilizzare diversi metodi, che sono riconducibili a quelli illustrati nel paragrafo precedente (i.e. Metodi basati sui flussi di risultato, Metodi di mercato e Metodi patrimoniali o misti patrimoniali-redдитuali). Fra i metodi basati sui flussi di risultato per la stima del TV, nel settore delle multiutility, i più diffusi sono la rendita perpetua, con un eventuale tasso di crescita costante  $g$  (come di seguito illustrato) o il valore di stima del capitale investito a termine eventualmente aumentato di un premio (ad es. premio medio sulla RAB riconosciuto in operazione del settore).

$$Terminal Value = \frac{FCFF_{TV}}{(WACC - g)}$$

Dove:

$FCFF_{TV}$  = free cash flow to the firm, ossia il flusso di cassa unlevered, di lungo periodo

$g$  = tasso di crescita di lungo periodo

WACC = costo medio ponderato del capitale

Per l'applicazione del Discounted Cash Flow Method è quindi necessario determinare il WACC e stimare i flussi finanziari attesi da scontare per ciascun esercizio del periodo di previsione puntuale e del flusso di lungo termine per il Terminal Value.

I metodi patrimoniali, invece, “si propongono di individuare il valore effettivo del patrimonio netto aziendale, risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento. L'esperto deve perciò individuare gli elementi attivi e passivi, precisando per ciascuno i criteri di valutazione utilizzati.” (PIV, III.1.28)

Conseguentemente, il valore del capitale economico deriva del valore corrente delle attività dedotte le passività riespresse a valori correnti, a cui successivamente si sottrae o si aggiunge rispettivamente il valore economico dei futuri carichi o dei benefici fiscali derivanti dalla riespressione a valori correnti degli elementi del patrimonio aziendale, secondo la seguente formula:

$$\text{Equity Value} = \text{Attività a valori correnti} - \text{Passività a valori correnti} \\ - \text{Oneri fiscali latent} + \text{Benefici fiscali latenti}$$

In questo caso, l'Equity value coincide con il Patrimonio Netto Rettificato della Società.

## 4. La valutazione di Tea S.p.A.

L'applicazione del metodo del Discounted Cash Flow (DCF) nella versione unlevered (o asset side) presentato nel paragrafo precedente richiede la stima dell'Enterprise Value e della Posizione Finanziaria Netta aggiustata alla data di valutazione, per poi giungere alla determinazione dell'Equity Value, ossia il valore economico del capitale proprio di Tea S.p.A., da cui viene derivato il valore economico della singola azione. Infine, per verificare il valore di stima determinato mediante il metodo prescelto come principale, verrà presentato un esercizio valutativo con un metodo di controllo.

### 4.1 La stima dell'Enterprise Value del Gruppo Tea

La stima dell'Enterprise Value (EV) richiede la stima dei flussi finanziari attesi per gli esercizi coperti dal piano industriale e del WACC, ossia del tasso di attualizzazione, nonché del Terminal Value. Con riferimento a Tea S.p.A., che è la capogruppo di un gruppo di società, queste stime vanno svolte analiticamente per ciascuna Business Unit (BU), nonché per Mantova Ambiente S.r.l. che risulta partecipata anche da Siem S.p.A., coerentemente con l'approccio valutativo Sum of Parts (SoP) prescelto. Al fine di non appesantire la presentazione, si è deciso di riportare i dettagli analitici della

stima del WACC e della valutazione degli EV di ciascuna BU/società controllata rispettivamente nella Appendice 1 “Costo del capitale” e nelle Appendici 2-9 dedicate alla stima dell’Enterprise Value delle singole BU di Tea S.p.A. e di Mantova Ambiente S.r.l. Tali appendici costituiscono parte integrante della presente relazione.

Di seguito vengono quindi riepilogati i valori di stima di EV, insieme ai parametri principali utilizzati, nonché il metodo di determinazione del Terminal Value, per ciascuna BU/società controllata di Tea S.p.A.

Business Unit	Selezione Metodo	Wacc (metodo)	Wacc	g rate del TV	EV stimato
Vendita	DCF + TV=perpetuity	di mercato	8,34%	0,0%	120,3
Infrastrutture (teleriscaldamento e distr. gas)	DCF + TV=valore di smobilizzo	regolato	6,00%		88,0
Illuminazione pubblica	DCF + TV=valore di smobilizzo	di mercato	6,84%		27,1
Ambiente	DCF + TV=valore di smobilizzo	di mercato	6,84%		92,9
Idrico	DCF + TV=perpetuity	regolato	6,13%	2,0%	135,3
FER	DCF + TV=perpetuity	di mercato	6,84%	0,0%	16,4
Altri business (servizi di corporate, cimiteri e altro)	DCF + TV=perpetuity	di mercato	6,84%	0,0%	(11,2)
<b>Gruppo tea senza MNA</b>					<b>468,8</b>
<b>MNA</b>	DCF + TV=valore di smobilizzo	<b>di mercato</b>	<b>6,84%</b>		<b>17,3</b>
<b>Sum of Parts</b>					<b>486,1</b>

Come si può osservare, coerentemente con le motivazioni che hanno indotto ad adottare l’approccio SoP, la stima dell’EV di ciascuna BU/società controllate ha richiesto la stima di specifici parametri e metodologie di stima del TV, pur nella complessiva coerenza derivante dall’utilizzo del metodo DCF e della stima dei flussi finanziari attesi sulla base del Piano industriale 2025-2029 del Gruppo Tea.

Sulla base delle determinazioni analiticamente illustrate nelle Appendici, il Gruppo Tea risulta avere un valore di stima dell’EV pari a 486,1 milioni di euro alla data di valutazione. Il contributo più significativo a tale valore complessivo proviene dalla BU Servizio Idrico Integrato e dalla BU Vendita (Tea Energia S.r.l), che pesano rispettivamente il 28% e il 25% sul valore complessivo del Gruppo<sup>4</sup>. Seguono la BU Ambiente, con peso complessivo includendo anche Mantova Ambiente pari al 23%, e la BU Infrastruttura che contribuisce al volare complessivo del Gruppo Tea per il 18%.

È infine opportuno evidenziare che la valutazione relativa alla BU Altri Business non è negativa per ragioni derivanti da performance negative, ma è negativa in quanto, oltre ad includere business minori, è prevalentemente un centro di costo che fornisce servizi alle altre BU di Tea. Alcuni costi

<sup>4</sup> Con riferimento alla valutazione della BU Servizio Idrico è opportuno precisare che il valore di stima risulta negativamente influenzato dai rilevanti investimenti previsti in arcopiano – complessivamente pari a 114,5 milioni di euro. Se si fosse determinato il valore terminale utilizzando il valore di smobilizzo degli asset, invece della rendita perpetua, il valore di stima sarebbe stato maggiore di 26,9 milioni, anche senza premio. Lo scrivente ha tuttavia scelto la valutazione più prudente per bilanciamento e coerenza con l’approccio valutativo delle altre BU.

infatti non sono completamente trasferiti alle suddette BU per ragioni regolatorie e/o di affidabilità delle basi di riparto. I flussi stimati a piano per la BU Altri business sono quindi quelli a complemento e quadratura dei valori consolidati di Gruppo e che garantiscono che l'approccio SoP non conduca a sopravvalutazioni.

#### **4.2 Posizione Finanziaria Netta aggiusta del Gruppo Tea**

Una volta determinato l'Entreprise Value (EV) del Gruppo, per giungere alla stima del valore economico del capitale proprio di Tea S.p.A., ossia dell'Equity Value, è necessario innanzitutto determinare la Posizione Finanziaria Netta (PFN) che rappresenta la quantificazione di tutte le passività non operative – ossia le obbligazioni di corrispondere risorse monetarie a terzi – esistenti alla data di valutazione, al netto delle disponibilità liquide e mezzi equivalenti. Tuttavia, poiché la PFN contabile alla data di valutazione può non essere rappresentativa dell'effettivo fabbisogno finanziario del business aziendale a causa di effetti stagionali e/o di distorsioni contabili, è prassi consolidata in sede di valutazione apportare alcuni aggiustamenti per correggere tali effetti e distorsioni sulla base di specifiche analisi.

La tabella di seguito riportata mostra la quantificazione degli aggiustamenti effettuati dallo scrivente alla PFN contabile al 31.12.2024 del Gruppo Tea.



	<b>Gruppo TEA</b>	<b>di cui Mantova Ambiente</b>	<b>Gruppo TEA senza Mantova Ambiente</b>
<b>Disponibilità liquide e mezzi equivalenti</b>	<b>56,7</b>	<b>6,6</b>	<b>50,1</b>
<b>Debiti finanziari</b>	<b>(120,8)</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(116,6)</b>
Altri debiti (depositi cauzionali)	(4,1)	(0,01)	(4,10)
<b>PFN Contabile</b>	<b>(68,2)</b>	<b>2,3</b>	<b>(70,6)</b>
<b>Altri debt-like items</b>			
Benefici ai dipendenti	(4,3)	(0,9)	(3,4)
Fondi rischi e oneri	(38,2)	(0,5)	(37,6)
Debito v/soci per dividendi	(5,4)		(5,4)
<b>Soci industriali</b>			
Mantova Ambiente s.r.l.	(2,6)	(2,6)	0,0
AqA s.r.l.	(0,4)		(0,4)
Depura s.r.l.	(1,4)		(1,4)
Tea Rete Luce s.r.l.	(0,1)		(0,1)
<b>Aggiustamento CCNop</b>	<b>(0,6)</b>		<b>(0,6)</b>
<b>PFN aggiustata</b>	<b>(121,09)</b>	<b>(1,69)</b>	<b>(119,40)</b>

Infine, una volta determinata la PFN aggiustata è stato necessario considerare anche ulteriori rettifiche all'EV di Gruppo per arrivare ad una stima coerente del patrimonio netto di Tea S.p.A. e delle singole azioni. In particolare, si è tenuto conto della presenza delle pertinenze di terzi (ossia, il valore delle quote dei soci di minoranza nelle società controllate non possedute integralmente) e della presenza nell'attivo di beni accessori non necessari allo svolgimento del business (i cosiddetti *surplus assets*). Complessivamente, il processo appena descritto che consente di passare dall'Enterprise Value all'Equity Value è identificato con il temine Bridge-to-Equity (BtE) e nel caso del Gruppo Tea si sostanzia in un valore negativo di 92,32 milioni di euro.

	<b>Gruppo TEA</b>	<b>di cui Mantova Ambiente</b>	<b>Gruppo TEA senza Mantova Ambiente</b>
<b>PFN aggiustata</b>	<b>(121,09)</b>	<b>(1,69)</b>	<b>(119,40)</b>
<b>Minorities</b>			
Minoranza di SIEM in Mantova Ambiente	(6,3)	(6,3)	0,0
Minoranza di SISAM in Mantova Ambiente	(0,7)	(0,7)	0,0
<b>Associates</b>			
BLUGAS INFRASTRUTTURE S.R.L.	4,8		4,8
ENIPOWER MANTOVA S.P.A.	30,9		30,9
<b>Bridge-to-Equity</b>	<b>(92,32)</b>	<b>(8,62)</b>	<b>(83,70)</b>

#### 4.3 La stima dell'Equity Value e del valore per azione di Tea S.p.A.

Utilizzando le stime dell'EV del Gruppo Tea e del Bridge-to-Equity, ossia della PFN aggiustata e degli altri aggiustamenti, precedentemente illustrate, è possibile giungere alla determinazione dell'Equity Value, ossia il valore economico del capitale proprio Tea S.p.A., e da questo derivare il valore economico di stima della singola azione. La tabella di seguito riportata presenta i valori richiamati che conducono a stimare l'Equity Value di Tea S.p.A. in 393,8 milioni di euro, con un valore per azione pre-frazionamento pari 1.396,87 euro e post-frazionamento di 139,69.

<b>Business Unit</b>	<b>Selezione Metodo</b>	<b>EV stimato</b>	<b>PFN agg. (31.12.24)</b>	<b>Minorities</b>	<b>Associates</b>	<b>Equity Value Tea S.p.A.</b>
Vendita	DCF + TV=perpetuity	120,3				
Infrastrutture (teleriscaldamento e distr. gas)	DCF + TV=valore di smobilizzo	88,0				
Illuminazione pubblica	DCF + TV=valore di smobilizzo	27,1				
Ambiente	DCF + TV=valore di smobilizzo	92,9				
Idrico	DCF + TV=perpetuity	135,3				
FER	DCF + TV=perpetuity	16,4				
Altri business (servizi di corporate, cimiteri e altro)	DCF + TV=perpetuity	(11,2)				
<b>Gruppo tea senza MNA</b>		<b>468,8</b>	<b>(119,4)</b>	<b>0,0</b>	<b>35,7</b>	<b>385,1</b>
<b>MNA</b>	DCF + TV=valore di smobilizzo	<b>17,3</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(6,9)</b>	<b>0,0</b>	<b>8,7</b>
<b>Sum of Parts</b>		<b>486,1</b>	<b>(121,1)</b>	<b>(6,9)</b>	<b>35,7</b>	<b>393,8</b>

Come noto, utilizzando il metodo DCF, i risultati sono significativamente influenzati dalla scelta del tasso di attualizzazione, nel nostro caso il WACC, e del tasso di crescita  $g$  quando il Terminal Value è stimato mediante una rendita perpetua. Per questa ragione è opportuno effettuare un'analisi di

sensitività dei valori di stima appena presentati rispetto a modifiche dei suddetti tassi. Le tabelle di seguito presentate illustrano gli effetti sui valori economici di stima di variazioni di 10bps del WACC e del tasso di crescita  $g$  utilizzati nei modelli di ciascuna BU/società controllata.

È opportuno precisare che non tutti i valori riportati nelle successive tabelle hanno uguale ragionevolezza e in alcuni casi si tratta del risultato di un esercizio meramente matematico, poiché derivano da combinazioni di variazioni nelle quantificazioni dei tassi citati (WACC e  $g$  rate) che hanno probabilità di verificarsi anche molto basse. In particolare, si ritiene che il range di valore più ragionevole sia quello delle due diagonali evidenziate. Questo in ragione delle assunzioni poste alla base della scelta del tasso di crescita  $g$  nelle valutazioni effettuate e analiticamente presentate nelle Appendici. Il tasso di crescita è infatti stato stabilito in base al valore atteso dell'inflazione di lungo termine, in ragione della capacità di specifiche BU di recuperare l'eventuale effetto inflazionistico nei flussi di medio-lungo termine. Poiché l'inflazione attesa è un componente anche del WACC attraverso il tasso free-risk, è ragionevole che ad aumenti o riduzioni del tasso di crescita  $g$ , così quantificato, corrispondano altrettanti aumenti e riduzioni del WACC.

Sulla base delle analisi, quindi, lo scrivente conclude che il valore di stima dell'Equity Value di Tea S.p.A. è compreso fra 376,4 e 413,2 milioni di euro, mentre il valore di stima del valore per azione pre-frazionamento, calcolato su 281.892 azioni in circolazione, è compreso fra 1.335,3 e 1.465,7 euro.

		Variazioni Wacc						
		-0,30%	-0,20%	-0,10%	0,00%	0,10%	0,20%	0,30%
Variazioni $g$ rate	0,30%	418,7	411,0	403,6	396,4	389,5	382,8	376,4
	0,20%	417,7	410,0	402,6	395,5	388,6	382,0	375,6
	0,10%	416,8	409,1	401,7	394,6	387,8	381,2	374,8
	0,00%	415,9	408,2	400,9	393,8	386,9	380,4	374,0
	-0,10%	414,9	407,3	400,0	392,9	386,1	379,6	373,2
	-0,20%	414,1	406,5	399,2	392,1	385,3	378,8	372,5
	-0,30%	413,2	405,6	398,3	391,3	384,6	378,0	371,7

Valori in €mln.

		Variazioni Wacc						
Variazioni g rate		-0,30%	-0,20%	-0,10%	0,00%	0,10%	0,20%	0,30%
	0,30%	1.485,4	1.458,0	1.431,6	1.406,2	1.381,7	1.358,1	1.335,3
	0,20%	1.481,9	1.454,6	1.428,3	1.403,0	1.378,6	1.355,1	1.332,3
	0,10%	1.478,5	1.451,3	1.425,1	1.399,9	1.375,6	1.352,2	1.329,5
	0,00%	1.475,2	1.448,1	1.422,0	1.396,9	1.372,7	1.349,3	1.326,7
	-0,10%	1.472,0	1.445,0	1.419,0	1.393,9	1.369,8	1.346,5	1.324,0
	-0,20%	1.468,8	1.441,9	1.416,0	1.391,0	1.367,0	1.343,8	1.321,4
	-0,30%	1.465,7	1.438,9	1.413,1	1.388,2	1.364,2	1.341,1	1.318,8

Valori in €; calcolo su 281.892 azioni in circolazione.

#### 4.4 Il metodo di controllo: la stima di Tea S.p.A. con il metodo dei multipli

Al fine di fornire un ulteriore supporto al ragionamento valutativo e di verificare il range di stima dell'Equity Value di Tea e del valore per azione, lo scrivente ha ritenuto opportuno ripetere l'analisi valutativa con un altro metodo di stima. La scelta è ricaduta sul metodo dei multipli di mercato poiché da un lato è coerente con la configurazione di valore prescelta – che, lo ricordiamo, è il valore normale di mercato – e dall'altro risulta adatto alla stima del Gruppo Tea per la comparabilità dei business svolti dal Gruppo con le imprese quotate del settore, sebbene Tea abbia dimensioni significativamente inferiori.

##### 4.4.1 Il metodo dei multipli

Il metodo dei multipli prevede la determinazione del valore del capitale di un'impresa sulla base dei prezzi osservati (in mercati finanziari regolamentati o in operazioni di M&A) per titoli rappresentativi di quote del capitale di imprese comparabili.

Tale metodo comporta la costruzione di rapporti (i multipli, appunto) che si basano su una relazione tra i prezzi dei titoli delle società comparabili e una variabile aziendale in grado di spiegare le differenze osservate nei prezzi dei titoli delle società o transazioni comparabili. Le variabili possono essere economiche (ad esempio, Fatturato, Ebitda, Ebit, Utile netto), patrimoniali (ad esempio, Patrimonio netto), oppure empiriche (ad esempio, numero di contratti/utenti/clienti, di punti vendita). Tali rapporti vengono poi applicati alla medesima variabile dell'azienda oggetto di valutazione per determinare, a seconda dell'approccio utilizzato (*Asset Side* o *Equity Side*), l'Enterprise Value o l'Equity Value.

I multipli vengono determinati con riferimento o a un campione di società quotate omogenee rispetto a quella da valutare (*trading multiples*) oppure a operazioni di M&A (transazioni) aventi per oggetto comparabile (*transaction multiples*). La valutazione condotta con il metodo dei multipli si basa sulle due seguenti assunzioni:

- uguaglianza nei tassi di crescita attesi dei flussi aziendali e nel grado di rischio dei comparabili rispetto all'azienda da valutare;
- proporzionalità diretta tra le variazioni del valore dell'impresa e quelle della variabile adottata come parametro di performance (ad esempio, Ebitda).

Date le caratteristiche di relativa omogeneità delle imprese multiutility, anche per effetto della forte regolamentazione, lo scrivente ritiene che l'utilizzo di *trading multiples* sia la soluzione preferibile per la stima del Gruppo Tea, in quanto consente di derivare il valore del multiplo con riferimento a valori di mercato aggiornati alla data di valutazione e confrontabili con l'azienda oggetto di valutazione. I *transaction multiples* – quali ad esempio il multiplo della Regulatory Asset Base (RAB) – risultano utili per specifiche Business Unit, come vedremo nel caso di alcune BU, ma sono meno affidabili nella stima del valore complessivo di un gruppo operante su più BU come Tea.

L'applicazione del metodo dei multipli per la valutazione del valore dell'Equity Value di una società non quotata richiede le seguenti fasi:

- scelta delle società comparabili (o delle transazioni comparabili);
- scelta del multiplo (o dei multipli);
- determinazione della grandezza associata al multiplo prescelto per la società oggetto di valutazione e, in caso di utilizzo di multipli asset side, del Bridge-to-Equity che include la Posizione Finanziaria Netta aggiustata;
- determinazione del valore prezzo probabile della società oggetto di valutazione.

#### **4.4.2 Società comparabili e multiplo di riferimento**

Avendo scelto l'approccio delle società comparabili, lo scrivente ha proceduto ad individuare fra le imprese quotate nel mercato italiano quelle comparabili al Gruppo Tea. Analogamente e coerentemente a quanto fatto per la stima del beta, per l'identificazione delle imprese comparabili si sono analizzati gli ambiti competitivi in cui opera il Gruppo Tea oggetto di valutazione – ossia multiutility – e si sono identificate le imprese quotate nel mercato italiano attive nel medesimo settore e/o in uno dei settori di attività di Tea. Questa procedura ha consentito di identificare le medesime sette società comparabili utilizzate per la determinazione del costo opportunità dei mezzi propri.

Identificati i comparable, si è proceduto ad analizzare la distribuzione statistica negli ultimi otto trimestri del multiplo di mercato di gran lunga più frequentemente utilizzato per le valutazioni, ossia Enterprise Value / Ebitda<sup>5</sup>. L'orizzonte temporale è stato scelto come un bilanciamento fra la necessità di avere dati stabili in una prospettiva di medio-lungo, ma non influenzati dal picco della crisi energetica innescata dal conflitto russo-ucraino. La tabella successiva riporta gli andamenti per i trimestri considerati per le otto società identificate come comparabili. Il valore medio del multiplo EV/Ebitda fwd<sup>6</sup> si attesta a 7,19, mentre i valori medi del multiplo stimati su un campione europeo dal prof. Damodaran si attestano su un livello inferiore alla media del campione italiano prescelto con un valore minimo di 6,66.

Società	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024
A2A	4,93	5,23	5,28	4,91	5,30	5,43	5,39	5,53
ACEA	5,94	6,05	5,47	5,93	5,87	5,97	6,01	6,15
ALERION CLEAN POWER	11,48	10,11	8,82	8,44	7,59	7,55	9,33	8,94
ASCOPIAVE	10,13	9,79	8,92	8,98	8,95	9,29	10,43	9,99
HERA	5,65	6,12	5,87	5,89	6,15	6,01	6,29	6,02
IREN	5,83	6,04	5,92	5,83	6,07	5,97	6,04	5,81
ITALGAS	9,64	9,33	8,86	8,50	8,55	8,21	8,39	7,69
<b>Media</b>								<b>7,19</b>
Media adj								7,16
<b>Mediana</b>								<b>6,10</b>
Multipli EV/Ebitda - Utility (General) Damodaran, 5gen2024								6,76
Multipli EV/Ebitda - Utility (General) Damodaran, 5gen2025								6,66

#### 4.4.3 La stima dell'Equity Value di Tea S.p.A. con il metodo dei multipli

Sulla base del range di valore del multiplo osservato, è possibile stimare l'Equity Value di Tea e il valore per azione utilizzando, coerentemente alla modalità di costruzione del multiplo, l'Ebitda consolidato di Gruppo stimato dal piano industriale per il 2025 pari a 69,8 milioni di euro. La tabella di seguito riportata mostra i calcoli delle stime, sulla base dei quali lo scrivente conclude che, utilizzando il metodo dei multipli – e nello specifico il multiplo EV/Ebitda –, il valore di stima dell'Equity Value di Tea S.p.A. è compreso fra 333,3 e 409,9 milioni di euro, mentre il valore di stima del valore per azione pre-frazionamento è compreso fra 1.182,4 e 1.454,1 euro e ciò conferma il range identificato mediante il metodo principale, che risulta in questo compreso.

<sup>5</sup> L'opportunità della scelta del multiplo EV/Ebitda è anche confermata dai dati empirici dai quale emerge che altri multipli come il Price/Earnings ha una deviazione standard molto superiore nel campione esaminato.

<sup>6</sup> Per il calcolo dei multipli è stato utilizzato l'Ebitda Forward 12 mesi, ossia la stima dell'Ebitda per l'esercizio successivo, coerentemente a quanto verrà fatto per la stima del valore del gruppo Tea.

Metodo dei multipli	Valore in €mln	Valore in €mln
Ebitda fwd 2025	69,8	69,8
Multiplo EV/Ebitda mediana	6,1	
Multiplo EV/Ebitda media		7,2
<b>Enterprise Value</b>	<b>425,6</b>	<b>502,2</b>
Bridge-to-Equity al 31.12.2024	(92,3)	(92,3)
<b>Equity Value di Tea S.p.A.</b>	<b>333,3</b>	<b>409,9</b>
N. di azioni in circolazione	281.892	281.892
<b>Valore per azione (in euro)</b>	<b>1.182,4</b>	<b>1.454,1</b>

## 5. La valutazione di Siem S.p.A.

L'applicazione del Metodo Patrimoniale semplice presentato nel paragrafo 3.3 prevede che il valore di stima del capitale economico (Equity value) derivi dal valore corrente delle attività dedotte le passività riesprese a valori correnti, a cui successivamente si sottrae o si aggiunge rispettivamente il valore economico dei futuri carichi o dei benefici fiscali derivanti dalla riespressione a valori correnti dei elementi del patrimonio aziendale.

La tabella successiva riporta le rettifiche effettuate dallo scrivente ai valori contabili delle attività e delle passività di Siem S.p.A. al 31.12.2024, nonché la quantificazione del collegato effetto fiscale per la determinazione dell'Equity value di Siem S.p.A. Le rettifiche sono successivamente analiticamente illustrate e motivate.

Situazione Patrimoniale al 31.12.2024	Valori di bilancio	Stima Valori Correnti	Rettifiche	Effetto fiscale rettifiche	Effetto netto rettifiche
<b>Tot. Immobilizzazioni Immateriali</b>	<b>3.149</b>	<b>0</b>			
7) altre	3.149	0	(3.149)	879	(2.270)
<b>Tot. Immobilizzazioni Materiali</b>	<b>6.037.492</b>	<b>1.746.805</b>			
1) terreni e fabbricati	5.998.649	1.746.625	(4.252.024)	315.188	(3.936.836)
2) impianti e macchinari	180	180			
5) immobilizzazioni in corso e acconti	38.663	0	(38.663)		(38.663)
<b>Tot. Immobilizzazioni Finanziarie</b>	<b>2.152.000</b>	<b>6.255.413</b>			
1) partecipazioni in imprese controllate, collegate, controllanti, sottoposte al controllo delle controllanti, altre	2.152.000	6.255.413	4.103.413	(49.241)	4.054.172
<b>TOTALE IMMOBILIZZAZIONI</b>	<b>8.192.641</b>	<b>8.002.218</b>			
Crediti verso clienti	22.002	22.002			
Crediti verso imprese collegate	159.330	159.330			
Crediti tributari	31.153	22.755	(8.398)		(8.398)
Imposte anticipate	1.273.746	524.045	(749.701)		(749.701)
Disponibilità liquide	364.722	364.722			
Ratei e risconti attivi	7.728	7.728			
<b>TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE</b>	<b>1.858.681</b>	<b>1.100.582</b>			
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>10.051.322</b>	<b>9.102.801</b>			
Fondi per rischi e oneri	3.980.083	4.466.850	(486.767)	116.824	(369.943)
Fondo TFR	9.371	9.371			
Debiti verso banche	552.056	552.056			
Debiti verso fornitori e acconti	121.338	121.338			
Debiti verso imprese collegate	3.188.697	3.188.697			
Debiti tributari	1.759	1.759			
Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	846	846			
Debiti verso altri	11.825	11.825			
Ratei e risconti passivi	1.825	1.825			
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>7.867.800</b>	<b>8.354.567</b>			
<b>Totale rettifiche</b>			<b>(1.435.288)</b>	<b>383.650</b>	<b>(1.051.639)</b>
<b>Patrimonio Netto di bilancio</b>	<b>2.183.522</b>				
<b>Patrimonio Netto pre-effetti fiscali rettifiche</b>		<b>748.234</b>			
<b>Attività (passività) fiscali da rettifiche</b>		<b>383.650</b>			
<b>PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO</b>		<b>1.131.883</b>			

### **Immobilizzazioni immateriali**

Coerentemente l'applicazione del Metodo Patrimoniale Semplice e con la presenza di un disequilibrio economico, le immobilizzazioni immateriali – peraltro di importo non significativo – sono state stornate. A fronte di tale storno, è stata riconosciuto un futuro vantaggio fiscale pari al 27,9% (IRES + IRAP) del minor valore contabile rispetto al valore fiscalmente riconosciuto.

### **Immobilizzazioni materiali**

Le immobilizzazioni materiali, iscritte nel bilancio d'esercizio al 31.12.2024 per un importo complessivo di poco superiore ai sei milioni di euro, sono rappresentate per la quasi totalità da terreni



e fabbricati utilizzati come discariche, ormai esaurite. Tali immobilizzazioni risultano concesse in locazione a Mantova Ambiente S.r.l. fino al 2030. Dagli approfondimenti avuto con l'amministratore unico di Siem S.p.A. e con i tecnici del Gruppo Tea è emerso che la quasi totalità delle immobilizzazioni immateriali, una volta terminato il contratto di locazione, non avranno possibili usi alternativi, ma dovranno al contrario essere oggetto di manutenzione (e quindi richiederanno impiego di risorse<sup>7</sup>) per gli obblighi di legge relativi alla gestione delle discariche dismesse. L'unica eccezione è rappresentata da un terreno di circa 61.000 metri quadri situato a Pieve di Coriano, libero da discariche, che per circa il 50% potrebbe essere impiegato per l'installazione di pannelli fotovoltaici, il cui valore è stato stimato in linea con il suo valore di carico di 766.700.

Alla luce delle informazioni raccolte, lo scrivente ha ritenuto di dover stimare il valore corrente delle immobilizzazioni materiali come il valore attuale dei flussi di reddito generati fino al 2030 dal contratto di locazione con Mantova Ambiente S.r.l. aumentati del valore attuale del valore del solo succitato terreno di Pieve di Coriano, non essendo plausibile l'alienazione o il riutilizzo di nessun'altra immobilizzazione materiale.

La tabella successiva presenta la stima che – per coerenza valutativa – utilizza il medesimo Wacc di mercato utilizzato per la stima dell'Enterprise Value del Gruppo Tea.

La differenza fra la stima del valore corrente delle immobilizzazioni materiali (1,74 milioni di euro) e il valore contabile (6 milioni), pari a 4,29 milioni di euro, è stata riconosciuta come rettifica in diminuzione del patrimonio netto di Siem S.p.A.

DCF (M€)		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	20230E	Flusso TV
<b>Canone</b>		<b>377.359</b>	<b>372.654</b>	<b>367.949</b>	<b>363.244</b>	<b>358.539</b>	<b>282.334</b>	<b>766.700</b>
Imposte IRAP	3,9%	(14.717)	(14.534)	(14.350)	(14.167)	(13.983)	(11.011)	
Imposte IRES	24%	(90.566)	(89.437)	(88.308)	(87.179)	(86.049)	(67.760)	
<i>Valore netto contabile</i>								766.700
<b>Flussi di cassa</b>		<b>272.076</b>	<b>268.684</b>	<b>265.291</b>	<b>261.899</b>	<b>258.507</b>	<b>203.563</b>	<b>766.700</b>
Tasso	6,84%	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
		1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	6,00
		0,94	0,88	0,82	0,77	0,72	0,67	0,67
<b>Flussi di cassa attualizzati</b>		<b>254.657</b>	<b>235.382</b>	<b>217.531</b>	<b>201.001</b>	<b>185.696</b>	<b>136.866</b>	<b>515.492</b>
<b>Somma dei flussi di cassa attualizzati</b>	<b>1.746.625</b>							

Lo scrivente ha quindi proceduto a stimare il possibile beneficio fiscale derivante da una svalutazione che conduce ad un valore corrente inferiore rispetto al valore fiscalmente riconosciuto. È opportuno precisare che la parte di svalutazione ascrivibile al valore dei terreni – non essendo sottoposti questi

<sup>7</sup> La stima di queste uscite è all'origine dello stanziamento dei cosiddetti fondi "post-mortem" che rappresentano un importo valore nei fondi rischi e oneri di Siem S.p.A.

ad alcun ammortamento – non vi è ragionevole possibilità di recuperare con future variazioni in diminuzione sul reddito imponibile il beneficio della suddetta svalutazione. È stato quindi prima determinata la svalutazione dei solo fabbricati e altri beni ammortizzabili per poi procedere tramite l'utilizzo del libro cespiti di Siem S.p.A. ad una stima analitica sia degli importi che delle tempistiche delle future possibili variazioni in diminuzione derivanti dalla svalutazione apportata. La tabella successiva riporta il calcolo del valore attuale di tali futuri benefici fiscali che complessivamente ammontano a 315 mila euro.

DCF (€)		2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
<b>Variazioni in diminuzione</b>		<b>148.804</b>	<b>148.804</b>	<b>148.804</b>	<b>135.373</b>	<b>125.464</b>	<b>125.442</b>	<b>125.225</b>	<b>124.462</b>	<b>123.795</b>
Imposte IRAP	3,90%	5.803	5.803	5.803	5.280	4.893	4.892	4.884	4.854	4.828
Imposte IRES	24%	35.713	35.713	35.713	32.489	30.111	30.106	30.054	29.871	29.711
<b>Beneficio fiscale</b>		<b>41.516</b>	<b>41.516</b>	<b>41.516</b>	<b>37.769</b>	<b>35.005</b>	<b>34.998</b>	<b>34.938</b>	<b>34.725</b>	<b>34.539</b>
Tasso	6,84%	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
		1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	9,00
		0,94	0,88	0,82	0,77	0,72	0,67	0,63	0,59	0,55
<b>Benefici fiscali attualizzati</b>		<b>38.858</b>	<b>36.371</b>	<b>34.042</b>	<b>28.987</b>	<b>25.145</b>	<b>23.531</b>	<b>21.987</b>	<b>20.454</b>	<b>19.041</b>

  

DCF (€)		2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
<b>Variazioni in diminuzione</b>		<b>123.593</b>	<b>121.789</b>	<b>121.556</b>	<b>53.036</b>	<b>45.769</b>	<b>33.648</b>	<b>25.194</b>	<b>19.936</b>
Imposte IRAP	3,90%	4.820	4.750	4.741	2.068	1.785	1.312	983	778
Imposte IRES	24%	29.662	29.229	29.173	12.729	10.985	8.076	6.046	4.785
<b>Beneficio fiscale</b>		<b>34.482</b>	<b>33.979</b>	<b>33.914</b>	<b>14.797</b>	<b>12.770</b>	<b>9.388</b>	<b>7.029</b>	<b>5.562</b>
Tasso	6,84%	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
		10,00	11,00	12,00	13,00	14,00	15,00	16,00	17,00
		0,52	0,48	0,45	0,42	0,40	0,37	0,35	0,32
<b>Benefici fiscali attualizzati</b>		<b>17.793</b>	<b>16.411</b>	<b>15.331</b>	<b>6.261</b>	<b>5.057</b>	<b>3.480</b>	<b>2.439</b>	<b>1.806</b>
<b>Somma dei benefici fiscali attualizzati</b>	<b>315.188</b>								

### ***Immobilizzazioni finanziarie: la partecipazione in Mantova Ambiente S.r.l.***

I PIV definiscono l'interessenza partecipativa come “un pacchetto di azioni o di quote di un'azienda inferiore al 100% e maggiore di una singola azione o quota” (III.3.1.) Il termine interessenza partecipativa definisce quindi uno spettro molto ampio di pacchetti azionari che dai PIV vengono ulteriormente classificati in cinque livelli caratterizzati da un differente set di benefici, rischi e informazioni disponibili:

- i) valore di controllo strategico (il valore riflette i benefici, i rischi e l'informazione a disposizione di un azionista strategico che detiene il controllo);
- ii) valore di controllo finanziario (il valore riflette i benefici, i rischi e l'informazione a disposizione di un azionista finanziario che detiene il controllo);
- iii) valore di minoranza di una società a proprietà contendibile con titoli scambiati su un mercato attivo (il valore riflette i benefici, i rischi e l'informazione a disposizione di un azionista di

minoranza di una società con titoli scambiati su un mercato attivo che può subire un ricambio di proprietà);

- iv) valore di minoranza di una società a proprietà bloccata con titoli scambiati su un mercato attivo (il valore riflette i benefici, i rischi e l'informazione a disposizione di un azionista di minoranza di una società con titoli scambiati su un mercato attivo che non può subire un ricambio di proprietà se non per volontà dell'attuale azionista di controllo);
- v) valore di minoranza di una società per la quale non esiste un mercato attivo di titoli azionari (il valore riflette i benefici, i rischi e l'informazione a disposizione di un'azionista di minoranza di una società non quotata o comunque priva di mercato attivo).

Le quote di Mantova Ambiente S.r.l. non sono quotate in nessun mercato attivo e la compagine sociale vedrà la presenza – dopo aver sottratto la quota del socio industriale – di un socio di maggioranza assoluta al 50,48% - Tea S.p.A., che appunto esercita il controllo su Mantova Ambiente S.r.l.

L'interessenza partecipativa oggetto di valutazione si configura quindi come una partecipazione in una società per la quale non esiste un mercato attivo e il cui valore riflette i benefici, i rischi e l'informazione a disposizione di un socio di minoranza di una società non quotata, ossia il livello di valore teoricamente di grado più basso. Ciò detto, è doveroso richiamare tre elementi di rilievo che mitigano significativamente i potenziali effetti negativi sul valore delle suddette caratteristiche dell'interessenza partecipativa oggetto di valutazione:

- l'interessenza partecipativa di Siem S.p.A in Mantova Ambiente S.r.l. rappresenta una quota molto rilevante del capitale di Mantova Ambiente S.r.l.;
- vi sono elementi che evidenziano una collaborazione industriale fra il Gruppo Tea e Siem, non ultimo il progetto di fusione oggetto del presente parere.

La dottrina economico-aziendale e la prassi professionale hanno elaborato due approcci principali per effettuare la valutazione di una interessenza partecipativa. In particolare, la valutazione di un'interessenza partecipativa può partire dalla stima del valore dell'intera azienda (opzione più comune) o può svilupparsi direttamente dalla stima del valore della partecipazione considerate le sue specifiche caratteristiche. Il PIV affermano che:

- “Normalmente il valore di una partecipazione viene stimato muovendo da un livello di valore (level of value) riferito al 100% dell'azienda, ma stimato sulla base dei benefici, dei rischi e delle informazioni disponibili alla specifica categoria di investitore definito dalla partecipazione oggetto di valutazione ed applicando a tale livello di valore la percentuale di possesso definita dalla partecipazione” (PIV, III.3.5); oppure
- “Ci possono essere casi in cui è più opportuno calcolare direttamente il valore della partecipazione senza stimare il livello di valore riferito all'intera azienda (questo può essere

il caso di talune partecipazioni di minoranza con caratteristiche di mero investimento finanziario per le quali la stima del valore di mercato può fondarsi sulla stima dei dividendi attesi e sul prezzo di cessione a termine dell'investimento)" (PIV, III.3.6.).

Considerato che la partecipazione oggetto di valutazione rappresenta una quota rilevante del capitale di Mantova Ambiente S.r.l. (ossia il 45%) e che si dispone di un piano industriale 2025-2029 di Mantova Ambiente S.r.l., lo scrivente ritiene che non vi siano ragioni per discostarsi dall'approccio considerato migliore che stima il valore dalla partecipazione partendo dalla stima dell'Equity Value dell'azienda. Solo dopo tale stima, verranno effettuate considerazioni specifiche sulle caratteristiche dell'interessenza partecipativa.

Con riferimento alle implicazioni in termini di valore, i PIV affermano che "I livelli di valore definiscono normalmente un ordine decrescente, nel senso che normalmente un livello di valore di controllo strategico ha un maggiore valore rispetto ad un livello di valore di controllo finanziario, etc. sino al livello di valore di minoranza in società a proprietà bloccata, priva di mercato attivo che costituisce la base di valore più contenuta" (PIV, pag. 108). Per questa ragione lo scrivente ritiene opportuno identificare uno sconto di minoranza da applicare al valore teorico di stima del 45% dell'Equity Value di Mantova Ambiente S.r.l.

L'autorevole studio di Alexander Dyck e Luigi Zingales<sup>8</sup> stima su un campione internazionale il premio per il controllo: per l'Italia trova un valore medio del 37% mentre il volere medio per l'intero campione è pari all'11%. L'utilizzo degli studi empirici sul premio per il controllo è indispensabile per la stima del cosiddetto sconto di minoranza, poiché se da un lato non vi sono studi altrettanto autorevoli sugli sconti di minoranza, dall'altro partendo dal premio per controllo è possibile inferire il corrispondente sconto di minoranza. Considerate le già richiamate caratteristiche della partecipazione oggetto di valutazione e del contesto all'interno del quale si perfeziona l'operazione, lo scrivente ritiene più che adeguato applicare il valore medio dello sconto di minoranza per l'intero campione Dyck-Zingales pari all'11%.

Partendo quindi dalla stima dell'Equity Value di Mantova Ambiente S.r.l. illustrata nell'Appendice 9, la Tabella successiva illustra la stima del valore corrente della partecipazione di Siem S.p.A. in Mantova Ambiente S.r.l., che risulta essere pari 6,3 milioni di euro. Tale rettifica comporta un aumento del patrimonio netto rettificato di Siem pari a circa 4,1 milioni di euro, solo minimamente ridotto dall'effetto di futuri oneri fiscali in ragione della disciplina fiscale della participation exemption (PEX).

---

<sup>8</sup> Alexander Dyck e Luigi Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison, Journal of Finance, Vol. no. 2, 2004.

Valori in €mln	
<b>Stima EV Mantova Ambiente</b>	<b>17,3</b>
PFN aggiustata	(1,7)
<b>Equity value (100%) Mantova Ambiente</b>	<b>15,6</b>
Percentuale di SIEM in Mantova Ambiente (senza socio industriale)	45%
<b>Valore teorico partecipazione 45% in SIEM</b>	<b>7,0</b>
Sconto di minoranza Dyck-Zingales - global	11%
<b>Valore economico di stima della partecipazione</b>	<b>6,3</b>

### ***Crediti fiscali e per imposte anticipate***

I crediti tributari sono stati ridotti di 8 mila euro. Tale importo fa riferimento ad un credito IVA per il quale la società non è stata in grado di fornire adeguata documentazione a supporto. I crediti per imposte anticipate si riferiscono in larga parte a imposte anticipate su perdite fiscali portate a nuovo e per 152 mila euro a interessi passivi non dedotti per incapacienza del ROL. Poiché l'art. 172, co. 7, del TUIR pone come limite all'ammontare utilizzabile di perdite fiscali delle società partecipanti alla fusione il valore del patrimonio netto, il valore corrente dei crediti per imposte anticipate è stato stimato pari al 24% (aliquota IRES) del valore del patrimonio netto di Siem S.p.A. all'ultimo bilancio d'esercizio approvato, ossia al 31.12.2024.

Si precisa che l'assenza di una due diligence fiscale che analizzi e verifichi tali perdite fiscali rappresenta una delle più significative difficoltà incontrate nel processo di valutazione e una dei principali limiti nella stima dell'Equity Value di Siem S.p.A.

### ***Fondi rischi e oneri***

I fondi rischi ed oneri iscritti in bilancio al 31.12.2024 si riferiscono alla gestione delle discariche dismesse (cosiddetti fondi post-mortem). Siem S.p.A. ha volontariamente incaricato un perito indipendente, l'ing. Sergio Cavallari, per verificare la congruità dei fondi accantonati, anche in ragione dell'estensione a 50 anni degli obblighi di gestione delle discariche cessate. Sulla base delle conclusioni dell'ing. Cavallari, lo scrivente ha aumentato l'importo dei fondi rischi e oneri di 487 mila euro, riconoscendo un corrispondente futuro beneficio fiscale di 116 mila euro.

## **5.1 La stima dell'Equity Value di Siem S.p.A.**

Sulla base delle stime dei valori correnti della attività e passività di Siem S.p.A. alla data di valutazione, la stima puntuale dell'Equity Value è pari a 1.132 migliaia di euro. Tuttavia, come già evidenziato con riferimento alla valutazione di Tea S.p.A., avendo utilizzato il metodo DCF per la stima del valore corrente di asset rilevanti (immobilizzazioni materiali e partecipazione in Mantova Ambiente), i risultati sono significativamente influenzati dalla scelta del tasso di attualizzazione, nel

nostro caso il WACC. Per questa ragione è opportuno effettuare un'analisi di sensitività dei valori di stima appena presentati rispetto a modifiche del suddetto tasso. La tabella di seguito presentata illustra gli effetti sul valore economico di stima (Equity Value) di Siem S.p.A. e sul valore per azione in caso di variazioni di 10bps del WACC.

Sulla base delle analisi, quindi, lo scrivente conclude che il valore di stima dell'Equity Value di Siem S.p.A. è compreso fra 1,01 e 1,26 milioni di euro, mentre il valore di stima del valore per azione, calcolato su 1.000.000 di azioni in circolazione, è compreso fra 1,01 e 1,26 euro.

Variazioni Wacc							
	-0,30%	-0,20%	-0,10%	0,00%	0,10%	0,20%	0,30%
Equity Value	1.257.174	1.215.175	1.173.412	1.131.883	1.090.588	1.049.524	1.008.690
N. azioni	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Valore per azione	1,26	1,22	1,17	1,13	1,09	1,05	1,01

È infine necessario osservare che non è stato possibile verificare le stime appena illustrate mediante un metodo di controllo, in contrasto con la migliore prassi e dottrina aziendalistica in tema di valutazioni d'azienda. Ciò a causa delle specifiche caratteristiche di Siem S.p.A. che non consentono di utilizzare approcci alternativi (ad es. l'income approach o il market approach) poiché Siem: non ha elaborato un piano industriale; e non è stata in grado di generare flussi economici positivi negli ultimi esercizi nemmeno a livello di Ebitda. L'assenza di un metodo di controllo rappresenta una delle principali difficoltà valutative della presente relazione e può costituire un limite del ragionamento valutativo effettuato.

## 7. Conclusioni

Sulla base delle informazioni raccolte e delle analisi effettuate, lo scrivente conclude che:

- il valore normale di mercato dell'Equity Value di Tea S.p.A. è ragionevolmente compreso fra 376,4 e 413,2 milioni di euro, da cui si desume un valore per azione prima del frazionamento – considerate le 281.892 azioni in circolazione – compreso fra 1.335,3 e 1.465,7 euro. Dopo il frazionamento tale range oscillerà da 133,5 e 146,6 euro. L'accordo proposto fra le Parti assegna un valore di Equity Value a Tea S.p.A. di 393.769.000 euro e per azione post-frazionamento di 139,69 euro. Questo valore negoziato si colloca al centro del range valutativo;

- il valore normale di mercato dell'Equity Value di Siem S.p.A. è ragionevolmente compreso fra 1,01 e 1,26 milioni di euro, da cui si desume un valore per azione – considerato il numero di 1.000.000 azioni in circolazione – risulta compreso fra 1,01 e 1.16 euro. L'accordo proposta fra le Parti assegna un valore di Equity Value a Siem S.p.A di 1.132.000 euro e per azione di 1,13 euro. Questo valore negoziato si colloca al centro del range valutativo;

I valori stabiliti delle Parti con riferimento alla valorizzazione di Tea S.p.A. SB e Siem S.p.A danno origine ad un rapporto di concambio di 0,00810378 azioni di Tea (post-frazionamento) per ciascuna azione di Siem.

In conclusione, il rapporto di concambio stabilito dalla Parti, coerentemente con i valori di stima da cui deriva, risulta a parere dello scrivente congruo.

Bologna, 30 giugno 2025

Prof. Marco Maria Mattei

## Appendice 1 - Il costo del capitale

Il costo del capitale (*melius*: il costo opportunità del capitale) rappresenta un elemento fondamentale nella determinazione del valore di mercato e/o intrinseco quando si usino metodi che prevedano l'attualizzazione di flussi finanziari o reddituali. Tale costo opportunità del capitale – negli approcci di stima *unlevered*, come quelli dei metodi di valutazione prescelti in precedenza descritti – trova il suo punto di ancoraggio nel costo medio ponderato del capitale (WACC - *Weighted Average Cost of Capital*), la cui formula è:

$$WACC = k_E \times \frac{E}{EV} + k_D \times (1 - T_c) \times \frac{D}{EV}$$

Dove:

$k_E$  = il costo opportunità dei mezzi propri;

$k_D$  = il costo dell'indebitamento finanziario;

$T_c$  = l'aliquota d'imposta effettiva;

i due rapporti  $E/EV$  e  $D/EV$ , con  $EV = E + D$ , denotano rispettivamente il rapporto percentuale tra mezzi propri e totale valore dell'impresa (Enterprise Value), e il suo complementare, ossia il rapporto di indebitamento, tutto a valori di mercato.

In applicazione dell'approccio *Sum of Parts*, per la valutazione delle diverse Business Unit e/o società del Gruppo Tea, come illustrato in precedenza, si utilizzeranno due diverse tipologie di stima del WACC a seconda dell'attività svolta:

- 1) per la generalità dei business si utilizzano stime del WACC derivanti da input di mercato e dall'applicazione del modello del Capital Asset Pricing Model (CAPM) applicato a un campione selezionato di società comparabili;
- 2) per i business altamente regolati, ossia Servizio Idrico Integrato e Distribuzione Gas, si utilizzano stime derivanti dalla determinazione del WACC della specifica autorità di regolamentazione, e le eventuali modifiche dello stesso stimate dalla Società nella redazione del Piano Industriale 2025-29;
- 3) per la sola BU Vendita, essendo questa caratterizzata un rischio maggiore rispetto alle altre BU – che sono soggette ad una maggiore regolamentazione –, si è aumentato il WACC di mercato di uno spread di 150 bps. Ciò risulta anche coerente con la scelta di cui al punto *sub* 2) di utilizzare WACC regolati (e quindi più bassi) per due BU, alla luce di un WACC di mercato medio identificato su comparabile che svolgono per la larga maggioranza dei casi tutte le medesime attività operative svolte dal Gruppo Tea.



Nel prosieguo si procederà a illustrare: prima, le stime dei parametri del WACC derivanti dall'applicazione del CAMP e quindi del WACC di mercato; successivamente, i WACC regolati utilizzati.

## 2.1. Il Wacc di Mercato

Il modello rischio-rendimento atteso noto come *capital asset pricing model* (CAPM) rappresenta l'approccio standard utilizzato nella pratica valutativa. In accordo a tale modello,  $k_E$  è determinato attraverso la somma di un tasso di interesse privo di rischio e di un premio per il rischio, il quale dipende del rischio sistematico dell'azienda (o asset) oggetto di valutazione. L'equazione del CAPM è la seguente:

$$k_E = r_F + \beta_E \times ERP$$

Dove:

$k_E$  = il costo opportunità dei mezzi propri;

$r_F$  = free-risk rate, ossia il tasso di interesse su un titolo privo di rischio;

$\beta_E$  = beta (o beta equity) dell'impresa considerata;

ERP = il premio per il rischio di mercato azionario (*equity risk premium*), ossia il rendimento atteso dell'indice di mercato azionario al netto del tasso di interesse privo di rischio,  $r_F$ .

Nel prosieguo si procederà a discutere della stima dei parametri del CAPM e a calcolare il costo opportunità del capitale.

### ***Il tasso di interesse privo di rischio***

Questo parametro del CAPM è stimato attraverso il rendimento di un investimento di lungo periodo in una attività finanziaria priva di rischio sistematico. A tale riguardo è opportuno ricordare che la valutazione avviene con riferimento al 31.12.2024 e che l'attività operativa di tutte le società del Gruppo Tea sono svolte unicamente all'interno del territorio nazionale. Per questa ragione, lo scrivente ritiene che sia corretto utilizzare come misura del tasso privo di rischio i rendimenti dei titoli di stato italiani, senza necessità di valutazioni comparativi rispetto ad altri paesi<sup>9</sup>.

La tabella seguente mostra i rendimenti mensili degli ultimi 12 mesi del Rendistato, ossia della media ponderata del rendimento titoli governativi italiani con scadenza decennale, nonché il valore medio a 12, 6 e 3 mesi, aggiornati a dicembre 2024.

---

<sup>9</sup> In tal senso si veda Massari, Gianfrate e Pepe, BTP o Bund? La stima del costo del capitale quando i titoli di stato non sono più risk-free, in *La valutazione delle aziende*, 2011.

Data di riferimento	Rendistato (%)
31/01/2024	3,48
29/02/2024	3,59
29/03/2024	3,48
30/04/2024	3,61
31/05/2024	3,63
28/06/2024	3,71
31/07/2024	3,57
30/08/2024	3,32
30/09/2024	3,15
31/10/2024	3,10
29/11/2024	3,15
31/12/2024	2,92
Media 12 mesi	3,39
Media 6 mesi	3,20
<b>Media 3 mesi</b>	<b>3,05</b>
Media 1 mese	2,92

La scelta del tasso free risk, analogamente a quella degli altri parametri utilizzati nel processo di valutazione, deve garantire un buon bilanciamento fra l'esigenza di determinare un tasso non influenzato da eventi contingenti (il che indurrebbe ad allungare la serie storica su cui calcolare la media), ma al tempo stesso aggiornato (il che indurrebbe a concentrarsi sui rendimenti più vicini alla data di valutazione). In particolare, negli ultimi mesi in osservazione si può osservare un progressivo calo dei tassi di interesse in parte guidato da una progressiva riduzione della dinamica inflazionistica. Questo evento ha indotto lo scrivente a scegliere come arco temporale di riferimento per la determinazione del tasso di interesse privo di rischio la media dei rendimenti degli ultimi tre mesi, in quanto si ritiene che la media dell'ultimo semestre non rappresenti il trend decrescente in essere, mentre il valore puntuale di dicembre 2024 risulti comunque definito su un intervallo troppo ristretto. Il tasso che lo scrivente ritiene quindi più appropriato come stima del tasso privo di rischio per la stima del costo del capitale è pari al 3,05% (Tasso free risk).

### ***La stima del beta***

Il beta rappresenta nel CAPM la variabilità dei rendimenti delle azioni di un'impresa quotata al variare del portafoglio di mercato, approssimato da un indice di mercato. In termini statistici, tale parametro può essere stimato attraverso la pendenza di una retta di regressione, in cui i rendimenti del titolo dell'impresa sono regrediti sui rendimenti di un indice di mercato. La relazione è la

seguinte:

$$\text{Rendimenti impresa (i)} = a + b \times \text{rendimenti indice di mercato} + \text{errore}$$

dove l'errore ha media uguale a zero. La pendenza di questa retta di regressione, ossia  $b$ , rappresenta una stima del beta del titolo della specifica azienda. Ovviamente, l'applicazione di un metodo di stima richiede di scegliere i parametri da inserire nel modello. In particolare, la letteratura in questo ambito mostra con chiarezza che la scelta della finestra di stima, dell'indice azionario che approssima i rendimenti del portafoglio di mercato, e la frequenza di campionamento influenzano la determinazione del beta<sup>10</sup>.

Poiché la Società non è quotata in alcun mercato, la stima del beta richiede l'identificazione di imprese comparabili quotate di cui è possibile stimare empiricamente il beta. I beta delle imprese comparabili sono quindi utilizzati per stimare il beta unlevered (o asset) medio di settore. Questo è possibile mediante un procedimento che neutralizza il rischio legato alla struttura finanziaria incorporato nel beta delle imprese comparabili. La procedura di stima del beta unlevered (o asset) a partire dai beta levered (o equity) e viceversa si basa sulla seguente equazione:

$$\text{Levered Beta} = \text{Unlevered beta} \times \left( 1 + \frac{(1 - T_c) \times D}{E} \right)$$

Dove:

$T_c$  = aliquota d'imposta;

$D$  = indebitamento netto;

$E$  = valore di capitalizzazione.

Per l'identificazione delle imprese comparabili, si sono analizzati gli ambiti competitivi in cui opera il Gruppo Tea – ossia multiutility – e si sono identificate le imprese quotate nel mercato italiano che operano nel medesimo settore con specializzazioni coerenti con le Business Unit del Gruppo. Questa procedura ha consentito di identificare sette società comparabili.

Per la stima del beta, si è proceduto come segue. L'indice di mercato di riferimento (FTSE ITALIA ALL SHARE) è stato regredito sul valore azionario di ciascuna delle imprese comparabili utilizzando rendimenti settimanali utilizzando una finestra di 104 osservazioni *rolling* fino all'ultima settimana prima della data di valutazione (i.e. 31.12.2024). Il beta levered per ciascuna impresa comparabile è quindi calcolato come media biennale dei beta *rolling* dei due anni precedenti alla data di stima (media di 104 beta a intervalli settimanali). La scelta dei rendimenti settimanali riflette un buon compromesso tra un campionamento giornaliero (che ha il pregio di fornire un maggior numero di osservazioni, ma

---

<sup>10</sup> Così ad esempio, tra gli altri, il noto testo di valutazione di A. Damodaran, "Investment Valuation", Wiley, capitolo 3.

che al tempo stesso ha un maggiore “noise” e spesso induce stime meno precise) e un campionamento mensile, che è più stabile, ma che richiedendo una serie storica più lunga per fornire un campione significativo in termini di numerosità, che però rischia di rappresentare una dinamica economica non più aggiornata. Il beta unlevered di ciascuna impresa comparabile è stato calcolato sulla base dell’equazione illustrata in precedenza, utilizzando il loro effettivo rapporto di indebitamento e il tax rate del 24% che è l’aliquota IRES in vigore da cui deriva il vantaggio di deducibilità degli oneri finanziari.

La tabella di seguito riportata riassume i valori dei parametri utilizzati per la stima del beta unlevered per ciascuna impresa comparabile identificata. Il beta unlevered “di settore” è normalmente definito essere pari alla media dei beta unlevered delle imprese comparabili.

Utilizzando quindi il valore medio dei beta unlevered di settore, si è proceduto alla stima del beta levered di settore, che risulta essere pari a 0,71. Si precisa che per il calcolo del *relevering* del beta come rapporto di indebitamento (target) si è utilizzato un rapporto di indebitamento medio di settore, definito sui comparable selezionati, e come tax rate l’aliquota IRES del 24%. Vale solo pena osservare che utilizzando il valore mediano o il valore di media aggiustata, invece della media, il valore stimato del beta levered è sostanzialmente invariato, il che conforta rispetto all’affidabilità della stima.

Società comparabili	Beta Lev (104weeks-rolling-average)	Net Debt Media 1Q-4Q 2024	Mrk Cap Media 1Q-4Q 2024	D/EV	E/EV	D/E	Tax rate (marginal)	Beta Unlev.	
A2A	0,75	4.170.000	6.087.623	40,7%	59,3%	0,68	24%	0,49	
ACEA	0,60	5.057.148	3.605.498	58,4%	41,6%	1,40	24%	0,29	
ALERION CLEAN POWER	0,50	532.667	949.558	35,9%	64,1%	0,56	24%	0,35	
ASCOPIAVE	0,74	404.097	589.255	40,7%	59,3%	0,69	24%	0,49	
HERA	0,80	3.955.925	5.090.498	43,7%	56,3%	0,78	24%	0,50	
IREN	0,86	4.374.666	2.510.470	63,5%	36,5%	1,74	24%	0,37	
ITALGAS	0,56	6.784.332	4.234.018	61,6%	38,4%	1,60	24%	0,25	
Media				49,2%	50,8%	1,07	24%	0,39	
Mediana				43,7%	56,3%	0,78	24%	0,37	
Media Adj				49,0%	51,0%	1,03	24%	0,40	
Beta Lev Media									0,71
Beta Lev Mediana								0,59	
Beta Lev Media Adj								0,71	

### ***Il premio per il rischio del mercato azionario***

Il CAPM prevede che il beta sia moltiplicato per il premio per il rischio del mercato azionario, il quale riflette l’extra-rendimento di un titolo avente beta unitario rispetto al tasso di interesse privo di rischio. La modalità di stima del premio per il rischio di mercato più utilizzata nella pratica valutativa è quella cosiddetta storica, perché ritenuta maggiormente stabile nel tempo. Considerato che tutte le

aziende oggetto di valutazione hanno la sede legale in Italia ed operano unicamente all'interno dei confini nazionali, lo scrivente ritiene che la stima del premio per il rischio del mercato azionario debba avvenire con riferimento all'Italia. Le stime più consolidate dell'extra-rendimento di un titolo avente beta unitario rispetto al tasso di interesse privo di rischio con riferimento all'Italia suggeriscono che tale parametro si attesti al 6,5%<sup>11</sup>.

### ***Il costo medio ponderato del capitale (WACC) di mercato***

Applicando il CAPM con i parametri illustrati in precedenza, la stima del costo opportunità dei mezzi propri risulta pari al 7,93%. Poiché le aziende oggetto di valutazione non sono quotate, è opportuno considerare nel costo opportunità dei mezzi propri ( $k_E$ ) anche un premio aggiuntivo, nella letteratura conosciuto come Additional Risk Premium (ARP). Nel caso specifico, lo scrivente ritiene che per valorizzare il rischio legato alla liquidità (marketability) e alla dimensione (size) necessario aggiungere un ARP pari al 2,91% sulla base delle stime effettuate da Kroll 2024 per le imprese micro-cap<sup>12</sup>.

Pur avendo le aziende oggetto di valutazione un loro rapporto di indebitamento, per la stima di un WACC che sia rappresentativo di una dinamica di medio-lungo termine, si è ipotizzato una convergenza verso una struttura finanziaria allineata alla media di settore. Per questa ragione è richiesta la stima di un costo del debito. Il costo del debito ( $k_D$ ), analogamente all'approccio seguito per il Beta, è stato stimato aggiungendo al tasso privo di rischio identificato uno spread medio-normale di settore. In particolare, al tasso free-risk free sono stati aggiunti 133 punti base, che è lo spread identificato per il settore "Utility (general)" dal professor Damodaran (Western Europe 05/01/2025).

Applicando il CAPM con i parametri illustrati in precedenza, la stima del costo opportunità dei mezzi propri aggiustato ( $k_E$ ) risulta pari al 10,58%, mentre il costo medio ponderato del capitale (WACC), che verrà utilizzato dallo scrivente come tasso di riferimento per le valutazioni con WACC di mercato, risulta pari allo 6,84% (si veda Tabella successiva)<sup>13</sup>.

---

<sup>11</sup> Dimson, E., P Marsh and M Staunton, Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook, 2018, Credit Suisse/ London Business School (Summary data is accessible at the Credit Suisse website) mostra che la media aritmetica del differenziale "Stocks minus Long term Governments" calcolata con tutti i dati disponibili fra il 1900 e il 2017 è appunto il 6,5%.

<sup>12</sup> Kroll (già Duff&Phelps) identificato annualmente un size premium come "return in excess of CAPM" che varia a seconda del valore dell'impresa. Coerentemente alle risultanze dell'esercizio valutativo svolto dallo scrivente per la determinazione del valore del ramo d'azienda oggetto di valutazione, è stato utilizzato il premio associato alle imprese di minori dimensioni nello studio citato (micro caps).

<sup>13</sup> A titolo di confronto, si osserva che il valore del WACC determinato dallo scrivente è superiore ma non significativamente dissimile dal WACC stimato per il settore "Utility (general)" dal professor Damodaran che, se corretto per il premio size/marketability citato, risulta oscillare fra il 7,05% (Western Europe 05/01/2025) e il 5,75% senza premio per la dimensione (Western Europe 05/01/2025).

Stima del WACC di mercato		Fonte del parametro
Free-risk rate	3,05%	Rendistato - media trimestrale al 31.12.2024
Beta levered di settore/comparable	0,71	Beta lev - su comparables italiani
ERP	6,50%	Dimson, E., P Marsh and M Staunton, Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook, 2018, Credit Suisse/ London Business School.
<b>Costo del capitale</b>	<b>7,67%</b>	
Small-size/Liquidity	2,91%	Kroll, 2024 - Micro-Cap Premium
<b>Costo del capitale aggiustato</b>	<b>10,58%</b>	
Tasso free risk	3,05%	Rendistato - media trimestrale al 30.09.2024
Spread (83bps + 50bps)	1,33%	Damodaran - 5gen2025 - WACC Europe Utility (general) - spread su std.dev returns
<b>Costo del debito</b>	<b>4,38%</b>	
E/(D+E)	48,4%	Leverage - su comparables italiani
Tax Rate	24%	Aliquota IRES
<b>WACC</b>	<b>6,84%</b>	

## 2.1. I Wacc regolati

I Wacc regolati sono stabiliti dall'autorità preposta alla regolamentazione ARERA e vengono periodicamente aggiornati. Di seguito sono riportati i Wacc utilizzati per l'attualizzazione dei flussi dei business regolati che recepiscono i valori di Wacc approvati dell'autorità e le previsioni delle future evoluzioni utilizzate per la predisposizione del Piano industriale 2025-2029 del Gruppo Tea:

- Wacc BU Infrastruttura (distribuzione gas): 6,00%
- Wacc BI Idrico: 6,13%

## Appendice 2 – La valutazione dell’Enterprise Value della BU Vendita

### A2.1. La BU Vendita e il Piano industriale 2025-2029

La BU Vendita comprende i servizi di vendita di energia elettrica e gas metano. Nella BU Vendite è attiva unicamente la società Tea Energia srl controllata al 100% di Tea S.p.A.

Di seguito si riportano di dati economici e patrimoniali del Piano industriale 2025-2029 con riferimento alla BU oggetto di valutazione. Lo scrivente ha discusso con il management gli obiettivi e le previsioni del Piano ritenendoli realistici e frutto di un affidabile sistema di programmazione, valutato anche sulla base dell’analisi degli scostamenti fra previsioni e risultati consuntivi degli esercizi precedenti.

Conto Economico (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Valore della Produzione	259,1	254,0	267,5	282,9	300,8	320,2
Materie Prime e Materiali	232,5	221,9	236,3	251,8	268,8	287,4
Prestazioni e Manutenzioni	4,0	6,0	6,3	6,5	6,7	6,8
Personale	1,8	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1
Altri costi operativi	2,1	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4
Costi di staff e global	4,6	5,3	5,1	5,0	4,9	4,9
Accantonamenti e effetti IFRS	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0
EBITDA	12,4	15,0	13,8	13,5	14,1	14,7
Ammortamenti e Svalutazioni	1,1	1,3	1,6	1,2	1,2	1,1
EBIT	11,3	13,7	12,2	12,3	12,9	13,7
Proventi (+) e Oneri (-)	1,0	0,7	0,7	0,7	0,9	1,1
EBT	12,3	14,4	12,9	13,0	13,8	14,7
Imposte	3,4	4,0	3,6	3,6	3,8	4,1
Risultato netto	8,9	10,4	9,3	9,4	9,9	10,6

Consolidato (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Capitale Circolante Netto	8,3	5,3	4,5	3,9	3,5	3,0
Immobilizzazioni	5,3	5,2	4,8	4,8	4,7	4,5
Fondi	(2,4)	(2,5)	(2,6)	(2,8)	(2,9)	(3,0)
Capitale Investito Netto	11,2	7,9	6,6	5,9	5,3	4,5

CapEx (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>Totale CapEx - RIDETERMINATO</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>

## **A2.2. La valutazione della BU Vendita**

Come illustrato nel paragrafo 3.3. del presente parere, la stima dell'Enterprise Value (EV) con il metodo DCF richiede la stima dei flussi finanziari attesi per gli esercizi coperti dal piano industriale e del WACC, ossia del tasso di attualizzazione, nonché del Terminal Value. Con riferimento alla BU in oggetto, lo scrivente ha:

- stimato i flussi finanziari attesi per il periodo 2025-29 utilizzando il Piano industriale 2025-2029 elaborato dalla Società;
- utilizzato come tasso di attualizzazione il WACC di mercato, che sono illustrati nell'Appendice 1, a cui si rinvia;
- stimato il Terminal Value attraverso il valore attuale di una rendita perpetua del flusso finanziario di medio-lungo termine mediante la formula presentata nel paragrafo 3.3. A tale riguardo è opportuno precisare che:
  - o il flusso di medio-lungo termine è stato stimato partendo dall'ultimo flusso in arco piano, ossia il 2029, assumendo che: (1) il CCN dopo il 2029 rimanga invariato coerentemente all'assunzione di seguito illustrata di un tasso di crescita nullo ( $g=0$ ) (2) i Capex di medio-lungo termine siano pari alla media degli ammortamenti in arcopiano. Queste assunzioni nella loro ragionevolezza sostanziale sono state discusse e concordate con il management della società.
  - o il tasso di crescita  $g$  è stato posto pari a zero. Questo valore trova giustificazione nel fatto che il mercato libero dell'energia e del gas si configura come fortemente competitivo e quindi si ritiene opportuno non ipotizzare una ulteriore crescita oltre quella analiticamente motivata in arco piano. Anche questa assunzione nella sua ragionevolezza sostanziale è stata discussa e concordata con il management della società.

La seguente tabella presenta i flussi attesi per gli esercizi di previsione puntuale, la stima del flusso di medio-lungo termine, i valori attuali, il Terminal Value e infine la stima dell'EV della BU. L'applicazione del metodo del DCF, sulla base delle ipotesi appena discusse, conduce quindi ad una stima dell'Enterprise Value della BU Vendita di Tea S.p.A. pari a 120,3 milioni di euro.



DCF (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Flusso TV
Valore della produzione	259,1	254,0	267,5	282,9	300,8	320,2	320,2
% Crescita		-2,0%	5,3%	5,8%	6,3%	6,5%	0,0%
EBITDA	12,4	15,0	13,8	13,5	14,1	14,7	14,7
Ebitda margin	4,8%	5,9%	5,2%	4,8%	4,7%	4,6%	4,6%
Ammortamenti, Accantonamenti e svalutazioni	(1,1)	(1,3)	(1,6)	(1,2)	(1,2)	(1,1)	(1,3)
EBIT	11	13,7	12,2	12,3	12,9	13,7	13,4
% Margine	4,4%	5,4%	4,6%	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%
Check EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Imposte su EBIT	(3,1)	(3,8)	(3,4)	(3,4)	(3,6)	(3,8)	(3,7)
Imposta (aliquota)	27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%
NOPAT		9,9	8,8	8,9	9,3	9,8	9,7
Ammortamenti	1,1	1,3	1,6	1,2	1,2	1,1	1,3
-Δ CCN	19,5	3,0	0,8	0,6	0,4	0,5	-
-Δ CCN / Tot. Ricavi %		1,2%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%
Capex	(1,6)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,0)	(0,8)	(1,3)
FCFF	19,1	13,2	10,0	9,5	9,9	10,6	9,7
WACC	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	
Discount Period		1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	
Discount Factor		0,92	0,85	0,79	0,73	0,67	
Flussi di cassa attualizzati		12,2	8,6	7,5	7,2	7,1	
Somma dei flussi di cassa attualizzati	42,5						
FCFF di lungo periodo	9,7						
Growth rate	0,0%						
WACC	8,3%						
Terminal Value al 2029	116,1						
WACC	8,3%						
Discount Period	5,00						
Discount Factor	0,67						
Valore Attuale Terminal Value	77,8						
Enterprise Value	120,3						

## Appendice 3 – La valutazione dell’Enterprise Value della BU Infrastrutture

### A3.1 La BU Infrastrutture e il Piano industriale 2025-2029

La BU Infrastrutture comprende i servizi di distribuzione gas e distribuzione/vendita di teleriscaldamento. Nella BU Infrastrutture sono attive: Tea S.p.A.; Sei S.r.l. e Deputa S.r.l.

Di seguito si riportano di dati economici e patrimoniali del Piano industriale 2025-2029 con riferimento alla BU oggetto di valutazione. Lo scrivente ha discusso con il management gli obiettivi e le previsioni del Piano ritenendoli realistici e frutto di un affidabile sistema di programmazione, valutato anche sulla base dell’analisi degli scostamenti fra previsioni e risultati consuntivi degli esercizi precedenti.

Conto Economico (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Valore della Produzione	29,7	38,3	33,5	32,7	32,2	32,4
Materie Prime e Materiali	6,9	10,8	9,0	8,6	8,3	8,4
Prestazioni e Manutenzioni	2,8	5,9	3,4	3,6	3,6	3,6
Personale	2,4	2,4	2,3	2,4	2,5	2,5
Altri costi operativi	5,6	6,0	5,9	5,8	5,9	5,8
Costi di staff e global	2,3	2,5	2,4	2,4	2,2	2,2
Accantonamenti e effetti IFRS	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
EBITDA	9,7	10,5	10,4	9,8	9,7	9,9
Ammortamenti e Svalutazioni	5,6	6,0	5,7	5,9	5,8	5,4
EBIT	4,2	4,6	4,7	3,9	3,9	4,4
Proventi (+) e Oneri (-)	(1,5)	(1,8)	(2,3)	(2,2)	(2,0)	(1,7)
EBT	2,6	2,8	2,4	1,7	1,9	2,7
Imposte	0,7	0,9	0,8	0,6	0,7	0,8
Risultato netto	1,9	1,8	1,6	1,1	1,2	1,9

Infrastrutture	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Capitale Circolante Netto	(1,5)	(2,8)	(1,3)	1,5	2,7	3,4
Immobilizzazioni	75,9	81,9	84,5	84,3	83,0	82,1
Fondi	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)
Capitale Investito Netto	72,5	77,2	81,3	84,0	83,8	83,6

CapEx (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>Totale CapEx - RIDETERMINATO</b>	<b>8,7</b>	<b>12,0</b>	<b>8,3</b>	<b>5,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>

### **A3.2. La valutazione della BU Infrastrutture**

Come illustrato nel paragrafo 3.3. del presente parere, la stima dell'Enterprise Value (EV) con il metodo DCF richiede la stima dei flussi finanziari attesi per gli esercizi coperti dal piano industriale e del WACC, ossia del tasso di attualizzazione, nonché del Terminal Value. Con riferimento alla BU in oggetto, lo scrivente ha:

- stimato i flussi finanziari attesi per il periodo 2025-29 utilizzando il Piano industriale 2025-2029 elaborato dalla Società;
- utilizzato come tasso di attualizzazione il WACC regolato (gas), che sono illustrati nell'Appendice 1, a cui si rinvia;
- stimato il Terminal Value come valore di smobilizzo al termine del periodo coperto dal piano industriale. In particolare, si è determinato il valore di smobilizzo come somma delle immobilizzazioni e del capitale circolante netto stimati al termine dell'esercizio 2029 moltiplicati per un moltiplicatore di 1,3<sup>14</sup>. La ragione per la quale si è ritenuto più opportuno stimare il Terminal Value con questa metodologia, invece che con la rendita perpetua, è che il flusso finanziario previsto per l'ultimo anno di piano, così come i precedenti, non risultano – a parere del management – rappresentativi della capacità prospettica di generare risorse nel medio-lungo periodo. Per questa ragione, stimare il flusso di Terminal Value sulla base dei dati di piano avrebbe comportato significative distorsioni nell'esercizio valutativo.

La seguente tabella presenta i flussi attesi per gli esercizi di previsione puntuale, la stima del flusso di medio-lungo termine, i valori attuali, il Terminal Value e infine la stima dell'EV della BU. L'applicazione del metodo del DCF, sulla base delle ipotesi appena discusse, conduce quindi ad una stima dell'Enterprise Value della BU Infrastrutture di Tea S.p.A. pari a 88 milioni di euro.

---

<sup>14</sup> Tale valore è il valore medio del multiplo EV/RAB osservato in dieci transazioni avvenute sul territorio nazionale negli ultimi sei anni nel settore regolato del gas.

DCF (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Valore della produzione	29,7	38,3	33,5	32,7	32,2	32,4
% Crescita		29,0%	-12,6%	-2,3%	-1,7%	0,7%
EBITDA	9,7	10,5	10,4	9,8	9,7	9,9
Ebitda margin	32,7%	27,5%	31,1%	30,0%	30,1%	30,4%
Ammortamenti, Accantonamenti e svalutazioni	(5,6)	(6,0)	(5,7)	(5,9)	(5,8)	(5,4)
EBIT	4	5	5	4	4	4
% Margine	14,0%	11,9%	14,1%	11,9%	12,0%	13,7%
Check EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Imposte su EBIT	(1,2)	(1,3)	(1,3)	(1,1)	(1,1)	(1,2)
Imposta (aliquota)	27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%
NOPAT		3,3	3,4	2,8	2,8	3,2
Ammortamenti	5,6	6,0	5,7	5,9	5,8	5,4
-Δ CCN	5,2	1,3	(1,5)	(2,8)	(1,2)	(0,7)
-Δ CCN / Tot. Ricavi %		3,4%	-4,5%	-8,6%	-3,7%	-2,2%
Capex	(8,7)	(12,0)	(8,3)	(5,8)	(4,5)	(4,5)
FCFF	2,0	(1,4)	(0,7)	0,2	2,9	3,4
WACC	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Discount Period		1,00	2,00	3,00	4,00	5,00
Discount Factor		0,94	0,89	0,84	0,79	0,75
Flussi di cassa attualizzati		(1,3)	(0,6)	0,1	2,3	2,6
Somma dei flussi di cassa attualizzati	3,0					
Valore di Smobilizzo a fine piano	85,5					
Premio medio da transazioni comparabili sulla RAB	1,3					
Terminal Value al 2029	113,7					
WACC	6,0%					
Discount Period	5,00					
Discount Factor	0,747					
Valore Attuale Terminal Value	85,0					
Enterprise Value	88,0					

## Appendice 4 – La valutazione dell'Enterprise Value della BU Illuminazione pubblica

### A4.1. La BU Illuminazione pubblica e il Piano industriale 2025-2029

La BU Illuminazione Pubblica comprende i servizi di illuminazione pubblica e smart city. Nella BU Illuminazione pubblica è attiva Tea Reteluce S.r.l.

Di seguito si riportano di dati economici e patrimoniali del Piano industriale 2025-2029 con riferimento alla BU oggetto di valutazione. Lo scrivente ha discusso con il management gli obiettivi e le previsioni del Piano ritenendoli realistici e frutto di un affidabile sistema di programmazione, valutato anche sulla base dell'analisi degli scostamenti fra previsioni e risultati consuntivi degli esercizi precedenti.

Conto Economico (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Valore della Produzione	14,3	14,6	15,1	13,0	12,3	11,8
Materie Prime e Materiali	3,9	2,9	3,2	3,0	2,9	3,0
Prestazioni e Manutenzioni	6,0	5,6	5,3	5,4	5,2	5,2
Personale	0,8	0,8	1,0	1,1	1,1	1,1
Altri costi operativi	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Costi di staff e global	1,1	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1
Accantonamenti e effetti IFRS	0,7	2,1	3,3	1,4	1,1	0,6
EBITDA	1,7	1,6	1,0	0,8	0,7	0,7
Ammortamenti e Svalutazioni	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4
EBIT	1,5	1,5	0,7	0,5	0,4	0,3
Proventi (+) e Oneri (-)	2,2	2,0	2,0	1,8	1,7	1,7
EBT	3,6	3,5	2,6	2,3	2,1	2,0
Imposte	1,0	1,0	0,7	0,6	0,6	0,6
Risultato netto	2,6	2,5	1,9	1,6	1,5	1,4

CapEx (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>Totale CapEx - RIDETERMINATO</b>	<b>0,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>
Capitale Circolante Netto	(2,9)	(2,1)	(2,5)	(2,7)	(2,3)	(2,4)
Immobilizzazioni	28,6	32,4	33,5	32,7	31,1	29,3
Fondi	(1,7)	(1,7)	(1,7)	(1,7)	(1,7)	(1,7)
Capitale Investito Netto	24,0	28,6	29,3	28,3	27,1	25,2

#### **A4.2. La valutazione della BU Illuminazione pubblica**

Come illustrato nel paragrafo 3.3. del presente parere, la stima dell'Enterprise Value (EV) con il metodo DCF richiede la stima dei flussi finanziari attesi per gli esercizi coperti dal piano industriale e del WACC, ossia del tasso di attualizzazione, nonché del Terminal Value. Con riferimento alla BU in oggetto, lo scrivente ha:

- stimato i flussi finanziari attesi per il periodo 2025-29 utilizzando il Piano industriale 2025-2029 elaborato dalla Società;
- utilizzato come tasso di attualizzazione il WACC di mercato, che sono illustrati nell'Appendice 1, a cui si rinvia;
- stimato il Terminal Value come valore di smobilizzo al termine del periodo coperto dal piano industriale. In particolare, si è determinato il valore di smobilizzo come somma delle immobilizzazioni e del capitale circolante netto stimati al termine dell'esercizio 2029 moltiplicati per un moltiplicatore di 1,3<sup>15</sup>. La ragione per la quale si è ritenuto più opportuno stimare il Terminal Value con questa metodologia, invece che con la rendita perpetua, è che il flusso finanziario previsto per l'ultimo anno di piano, così come i precedenti, non risultano – a parere del management – rappresentativi della capacità prospettica di generare risorse nel medio-lungo periodo. Per questa ragione, stimare il flusso di Terminal Value sulla base dei dati di piano avrebbe comportato significative distorsioni nell'esercizio valutativo.

La seguente tabella presenta i flussi attesi per gli esercizi di previsione puntuale, la stima del flusso di medio-lungo termine, i valori attuali, il Terminal Value e infine la stima dell'EV della BU. L'applicazione del metodo del DCF, sulla base delle ipotesi appena discusse, conduce quindi ad una stima dell'Enterprise Value della BU Illuminazione pubblica di Tea S.p.A. pari a 27,1 milioni di euro.

---

<sup>15</sup> Tale valore è il valore medio del multiplo EV/RAB osservato in dieci transazioni avvenute sul territorio nazionale negli ultimi sei anni nel settore regolato del gas. In assenza di un numero sufficiente di transazioni per ambiti più specifici, si è assunto che il premio del settore del gas – in quanto settore regolato in cui operano tutte le multiutility – possa essere utilizzato come multiplo per stimare il valore di smobilizzo al termine del periodo di previsione puntuale dei flussi.

DCF (M€)		2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Valore della produzione		14,3	14,6	15,1	13,0	12,3	11,8
% Crescita			2,4%	3,5%	-13,8%	-6,0%	-3,7%
EBITDA		1,7	1,6	1,0	0,8	0,7	0,7
Ebitda margin		11,8%	11,1%	6,4%	6,2%	5,9%	5,9%
Ammortamenti, Accantonamenti e svalutazioni		(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)
EBIT		1,5	1,5	0,7	0,5	0,4	0,3
% Margine		10,2%	10,0%	4,4%	3,8%	3,2%	2,7%
Check EBIT		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Proventi finanziari ex IFRS12 su Illuminazione		2,36	2,36	2,36	2,12	1,98	1,81
% Margine		16,5%	16,2%	15,6%	16,3%	16,1%	15,3%
Imposte su proventi finanziari	24,0%	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,5)	(0,5)	(0,4)
Imposte su EBIT		(0,4)	(0,4)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Imposta (aliquota)	27,9%		-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%
NOPAT		2,8	2,8	2,3	2,0	1,8	1,6
Ammortamenti		0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4
-Δ CCN		(0,5)	(0,8)	0,4	0,2	(0,4)	0,1
-Δ CCN / Tot. Ricavi %			-5,7%	2,6%	1,5%	-3,3%	0,8%
Capex		(0,7)	(2,8)	(3,3)	(1,5)	(1,1)	(0,6)
FCFF		1,8	(0,7)	(0,3)	1,0	0,6	1,5
WACC	6,8%		6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Discount Period			1,00	2,00	3,00	4,00	5,00
Discount Factor			0,94	0,88	0,82	0,77	0,72
Flussi di cassa attualizzati			(0,6)	(0,3)	0,8	0,5	1,1
Somma dei flussi di cassa attualizzati		1,4					
Valore di Smobilizzo a fine piano		26,9					
Premio medio da transazioni comparabili sulla RAB		1,3					
Terminal Value al 2029		35,8					
WACC	6,8%						
Discount Period	5,00						
Discount Factor	0,718						
Valore Attuale Terminal Value		25,7					
Enterprise Value		27,1					

## Appendice 5 – La valutazione dell’Enterprise Value della BU Ambiente (senza Mantova Ambiente S.r.l.)

### A5.1. La BU Ambiente (senza Mantova Ambiente S.r.l.) e il Piano industriale 2025-2029

La BU Ambiente comprende i servizi di raccolta, trattamento, recupero e smaltimento dei rifiuti solidi urbani e speciali della provincia e di terzi. Nella BU Ambiente sono attive: Tea S.p.A.; Mantova Ambiente S.r.l.; Ambiente & ecologia S.r.l. e Revere Energia S.r.l. Tuttavia, per le ragioni più volte illustrate, gli effetti sia economici che patrimoniali di Mantova Ambiente S.r.l. sono stati isolati e la presente valutazione è quindi della BU Ambiente senza considerare Mantova Ambiente S.r.l.

Di seguito si riportano di dati economici e patrimoniali del Piano industriale 2025-2029 con riferimento alla BU oggetto di valutazione. Lo scrivente ha discusso con il management gli obiettivi e le previsioni del Piano ritenendoli realistici e frutto di un affidabile sistema di programmazione, valutato anche sulla base dell’analisi degli scostamenti fra previsioni e risultati consuntivi degli esercizi precedenti.

Conto Economico (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Valore della Produzione	11,3	34,4	40,9	41,0	41,2	42,1
Materie Prime e Materiali	(3,1)	(1,8)	(1,7)	(2,3)	(2,5)	(2,3)
Prestazioni e Manutenzioni	4,6	12,1	17,5	17,6	17,8	17,8
Personale	1,1	2,4	2,8	2,8	2,8	2,8
Altri costi operativi	1,6	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
Costi di staff e global	(10,7)	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7
Accantonamenti e effetti IFRS	(0,5)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>18,3</b>	<b>19,5</b>	<b>19,8</b>	<b>20,5</b>	<b>20,9</b>	<b>21,5</b>
Ammortamenti e Svalutazioni	2,4	4,2	4,7	5,1	5,6	5,5
<b>EBIT</b>	<b>15,9</b>	<b>15,3</b>	<b>15,1</b>	<b>15,4</b>	<b>15,3</b>	<b>16,0</b>
Proventi (+) e Oneri (-)	(1,1)	(1,4)	(1,6)	(1,4)	(1,3)	(1,4)
<b>EBT</b>	<b>14,9</b>	<b>14,0</b>	<b>13,6</b>	<b>14,0</b>	<b>13,9</b>	<b>14,6</b>
Imposte	4,1	4,0	4,0	4,1	4,1	4,3
<b>Risultato netto</b>	<b>10,7</b>	<b>9,9</b>	<b>9,6</b>	<b>9,9</b>	<b>9,9</b>	<b>10,3</b>

Ambiente	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Capitale Circolante Netto	9,8	13,0	12,2	14,7	16,1	18,5
Immobilizzazioni	40,1	47,9	43,5	40,9	38,4	32,5
Fondi	(28,3)	(31,1)	(31,2)	(34,0)	(37,2)	(36,9)
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>21,7</b>	<b>29,8</b>	<b>24,5</b>	<b>21,7</b>	<b>17,4</b>	<b>14,1</b>

CapEx (M€)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>Totale CapEx - RIDETERMINATO</b>	<b>13,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>



#### **A5.2. La valutazione della BU Ambiente (senza Mantova Ambiente S.r.l.)**

Come illustrato nel paragrafo 3.3. del presente parere, la stima dell'Enterprise Value (EV) con il metodo DCF richiede la stima dei flussi finanziari attesi per gli esercizi coperti dal piano industriale e del WACC, ossia del tasso di attualizzazione, nonché del Terminal Value. Con riferimento alla BU in oggetto, lo scrivente ha:

- stimato i flussi finanziari attesi per il periodo 2025-29 utilizzando il Piano industriale 2025-2029 elaborato dalla Società;
- utilizzato come tasso di attualizzazione il WACC di mercato, che sono illustrati nell'Appendice 1, a cui si rinvia;
- stimato il Terminal Value come valore di smobilizzo al termine del periodo coperto dal piano industriale. In particolare, si è determinato il valore di smobilizzo come somma delle immobilizzazioni e del capitale circolante netto stimati al termine dell'esercizio 2029 moltiplicati per un moltiplicatore di 1,3<sup>16</sup>. La ragione per la quale si è ritenuto più opportuno stimare il Terminal Value con questa metodologia, invece che con la rendita perpetua, è che il flusso finanziario previsto per l'ultimo anno di piano, così come i precedenti, non risultano – a parere del management – rappresentativi della capacità prospettica di generare risorse nel medio-lungo periodo. Per questa ragione, stimare il flusso di Terminal Value sulla base dei dati di piano avrebbe comportato significative distorsioni nell'esercizio valutativo.

La seguente tabella presenta i flussi attesi per gli esercizi di previsione puntuale, la stima del flusso di medio-lungo termine, i valori attuali, il Terminal Value e infine la stima dell'EV della BU. L'applicazione del metodo del DCF, sulla base delle ipotesi appena discusse, conduce quindi ad una stima dell'Enterprise Value della BU Ambiente (senza Mantova Ambiente S.r.l.) di Tea S.p.A. pari a 92,9 milioni di euro.

---

<sup>16</sup> Tale valore è il valore medio del multiplo EV/RAB osservato in dieci transazioni avvenute sul territorio nazionale negli ultimi sei anni nel settore regolato del gas. In assenza di un numero sufficiente di transazioni per ambiti più specifici, si è assunto che il premio del settore del gas – in quanto settore regolato in cui operano tutte le multiutility – possa essere utilizzato come multiplo per stimare il valore di smobilizzo al termine del periodo di previsione puntuale dei flussi.

DCF (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Valore della produzione	11,3	34,4	40,9	41,0	41,2	42,1
% Crescita		204,5%	18,7%	0,4%	0,5%	2,2%
EBITDA	18,3	19,5	19,8	20,5	20,9	21,5
Ebitda margin	161,8%	56,6%	48,5%	50,0%	50,7%	51,1%
Ammortamenti, Accantonamenti e svalutazioni	(2,4)	(4,2)	(4,7)	(5,1)	(5,6)	(5,5)
EBIT	16	15	15	15	15	16
% Margine	141,0%	44,5%	37,0%	37,6%	37,0%	37,9%
Check EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Imposte su EBIT	(4,4)	(4,3)	(4,2)	(4,3)	(4,3)	(4,5)
Imposta (aliquota)	27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%
NOPAT		11,1	10,9	11,1	11,0	11,5
Ammortamenti	2,4	4,2	4,7	5,1	5,6	5,5
-Δ CCN	(5,9)	(3,2)	0,8	(2,5)	(1,4)	(2,4)
-Δ CCN / Tot. Ricavi %		-9,2%	1,9%	-6,1%	-3,4%	-5,7%
Capex	-	(13,8)	(1,0)	(0,5)	(0,4)	(0,5)
FCFF	(3,5)	(1,7)	15,4	13,2	14,8	14,2
WACC	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Discount Period		1,00	2,00	3,00	4,00	5,00
Discount Factor		0,94	0,88	0,82	0,77	0,72
Flussi di cassa attualizzati		(1,6)	13,5	10,8	11,3	10,2
Somma dei flussi di cassa attualizzati	44,2					
Valore di Smobilizzo a fine piano	51,1					
Premio medio da transazioni comparabili sulla RAB	1,3					
Terminal Value al 2028	67,9					
WACC	6,8%					
Discount Period	5,00					
Discount Factor	0,718					
Valore Attuale Terminal Value	48,8					
Enterprise Value	92,9					

## Appendice 6 – La valutazione dell’Enterprise Value della BU Idrico

### A6.1. La BU Idrico e il Piano industriale 2025-2029

La BU Idrico comprende i servizi inerenti il ciclo idrico integrato quali captazione, depurazione e fognatura. Nella BU Infrastrutture sono attive: Tea S.p.A. e AqA S.r.l.

Di seguito si riportano di dati economici e patrimoniali del Piano industriale 2025-2029 con riferimento alla BU oggetto di valutazione. Lo scrivente ha discusso con il management gli obiettivi e le previsioni del Piano ritenendoli realistici e frutto di un affidabile sistema di programmazione, valutato anche sulla base dell’analisi degli scostamenti fra previsioni e risultati consuntivi degli esercizi precedenti.

Conto Economico (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Valore della Produzione	44,7	46,1	50,8	58,0	60,6	58,0
Materie Prime e Materiali	6,2	6,4	7,0	7,1	7,2	7,2
Prestazioni e Manutenzioni	8,4	8,0	6,1	6,4	6,5	6,5
Personale	3,3	3,8	4,7	4,8	4,8	4,9
Altri costi operativi	3,5	2,7	4,6	3,2	2,9	2,9
Costi di staff e global	5,9	7,0	6,9	6,7	6,4	6,2
Accantonamenti e effetti IFRS	1,1	1,2	1,2	1,4	1,4	1,4
EBITDA	16,3	17,0	20,4	28,5	31,4	28,9
Ammortamenti e Svalutazioni	7,9	9,3	11,7	13,0	13,3	13,7
EBIT	8,4	7,6	8,7	15,5	18,0	15,2
Proventi (+) e Oneri (-)	(4,3)	(4,0)	(4,8)	(4,6)	(4,4)	(4,1)
EBT	4,1	3,6	3,9	10,9	13,6	11,1
Imposte	1,1	1,0	1,1	3,0	3,8	3,1
Risultato netto	3,0	2,6	2,8	7,8	9,8	8,0

Idrico	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Capitale Circolante Netto	6,0	(1,6)	(0,3)	3,6	6,7	5,4
Immobilizzazioni	143,8	173,8	194,2	204,5	212,2	221,7
Fondi	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Capitale Investito Netto	149,6	172,1	193,8	208,0	218,8	227,0

CapEx (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>MA - Idrico RIDETERMINATO</b>	<b>20,5</b>	<b>32,4</b>	<b>18,1</b>	<b>19,8</b>	<b>21,0</b>	<b>23,2</b>

## **A6.2. La valutazione della BU Idrico**

Come illustrato nel paragrafo 3.3. del presente parere, la stima dell'Enterprise Value (EV) con il metodo DCF richiede la stima dei flussi finanziari attesi per gli esercizi coperti dal piano industriale e del WACC, ossia del tasso di attualizzazione, nonché del Terminal Value. Con riferimento alla BU in oggetto, lo scrivente ha:

- stimato i flussi finanziari attesi per il periodo 2025-29 utilizzando il Piano industriale 2025-2029 elaborato dalla Società;
- utilizzato come tasso di attualizzazione il WACC regolato (servizio idrico integrato), che sono illustrati nell'Appendice 1, a cui si rinvia;
- stimato il Terminal Value attraverso il valore attuale di una rendita perpetua del flusso finanziario di medio-lungo termine mediante la formula presentata nel paragrafo 3.3. A tale riguardo è opportuno precisare che:
  - o il flusso di medio-lungo termine è stato stimato partendo dall'ultimo flusso in arco piano, ossia il 2029, assumendo che: (1) il CCN dopo il 2029 aumenti anno dopo anno del tasso di crescita; (2) i Capex di medio-lungo termine siano pari alla media degli ammortamenti in arcopiano maggiorati della crescita  $g$  delle immobilizzazioni al termine del 2029. Queste assunzioni nella loro ragionevolezza sostanziale sono state discusse e concordate con il management della società.
  - o il tasso di crescita  $g$  è stato posto pari al 2%. Questo valore è pari alla stima dell'inflazione di lungo periodo stimata dal Fondo Monetario Internazionale per l'Italia. Da approfondimenti con il management è infatti emerso che la BU oggetto di valutazione sia tendenzialmente in grado di recuperare l'effetto inflazionistico. Si evidenzia inoltre che porre il tasso di crescita  $g$  pari all'inflazione attesa equivale ad assumere una crescita in termini relati nulla.

La seguente tabella presenta i flussi attesi per gli esercizi di previsione puntuale, la stima del flusso di medio-lungo termine, i valori attuali, il Terminal Value e infine la stima dell'EV della BU. L'applicazione del metodo del DCF, sulla base delle ipotesi appena discusse, conduce quindi ad una stima dell'Enterprise Value della BU Idrico di Tea S.p.A. pari a 135,3 milioni di euro.

DCF (M€)		2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Flusso TV
Valore della produzione		44,7	46,1	50,8	58,0	60,6	58,0	59,1
% Crescita			3,2%	10,1%	14,3%	4,4%	-4,3%	2,0%
EBITDA		16,3	17,0	20,4	28,5	31,4	28,9	29,4
Ebitda margin		36,5%	36,8%	40,1%	49,1%	51,8%	49,8%	49,8%
Ammortamenti, Accantonamenti e svalutazioni		(7,9)	(9,3)	(11,7)	(13,0)	(13,3)	(13,7)	(12,2)
EBIT		8	8	9	15	18	15	17,2
% Margine		18,8%	16,6%	17,1%	26,7%	29,8%	26,2%	29,1%
Check EBIT		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Imposte su EBIT		(2,3)	(2,1)	(2,4)	(4,3)	(5,0)	(4,2)	(4,8)
Imposta (aliquota)	27,9%		-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%
NOPAT			5,5	6,3	11,2	13,0	10,9	12,4
Ammortamenti		7,9	9,3	11,7	13,0	13,3	13,7	12,2
-Δ CCN		(0,9)	7,6	(1,3)	(3,9)	(3,1)	1,3	(0,1)
-Δ CCN / Tot. Ricavi %			16,5%	-2,6%	-6,7%	-5,1%	2,2%	-0,2%
Capex		(20,5)	(32,4)	(18,1)	(19,8)	(21,0)	(23,2)	(16,6)
FCFF		(13,5)	(10,0)	(1,5)	0,5	2,2	2,8	7,9
WACC	6,1%		6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	
Discount Period			1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	
Discount Factor			0,94	0,89	0,84	0,79	0,74	
Flussi di cassa attualizzati			(9,4)	(1,3)	0,4	1,7	2,0	
Somma dei flussi di cassa attualizzati	(6,5)							
FCFF di lungo periodo	7,9							
Growth rate	2,0%							
WACC	6,1%							
Terminal Value al 2029	190,9							
WACC	6,1%							
Discount Period	5,00							
Discount Factor	0,74							
Valore Attuale Terminal Value	141,8							
Enterprise Value	135,3							

## Appendice 7 – La valutazione dell'Enterprise Value della BU FER

### A7.1. La BU FER e il Piano industriale 2025-2029

La BU FER è dedicata alla produzione di energia tramite impianti fotovoltaici. Nella BU FER è attiva unicamente la società Sei srl controllata al 100% di Tea S.p.A.

Di seguito si riportano di dati economici e patrimoniali del Piano industriale 2025-2029 con riferimento alla BU oggetto di valutazione. Lo scrivente ha discusso con il management gli obiettivi e le previsioni del Piano ritenendoli realistici e frutto di un affidabile sistema di programmazione, valutato anche sulla base dell'analisi degli scostamenti fra previsioni e risultati consuntivi degli esercizi precedenti.

Conto Economico (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Valore della Produzione	0,0	1,0	3,9	4,5	4,0	3,9
Materie Prime e Materiali	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Prestazioni e Manutenzioni	0,0	0,1	0,4	0,4	0,5	0,4
Personale	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
Altri costi operativi	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Costi di staff e global	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Accantonamenti e effetti IFRS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	0,0	0,5	3,1	3,5	3,0	2,9
Ammortamenti e Svalutazioni	0,0	0,5	1,1	1,2	1,2	1,1
EBIT	0,0	0,0	2,1	2,3	1,8	1,9
Proventi (+) e Oneri (-)	0,0	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
EBT	0,0	(0,1)	2,0	2,2	1,8	1,8
Imposte	0,0	(0,0)	0,6	0,6	0,5	0,5
Risultato netto	0,0	(0,0)	1,4	1,6	1,3	1,3

Consolidato (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Capitale Circolante Netto	-	-	-	-	-	-
Immobilizzazioni	9,5	23,9	26,5	25,3	24,2	23,2
Fondi	-	-	-	-	-	-
Capitale Investito Netto	9,5	23,9	26,5	25,3	24,2	23,2

CapEx (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>FER</b>	<b>9,5</b>	<b>14,9</b>	<b>3,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

## **A7.2. La valutazione della BU FER**

Come illustrato nel paragrafo 3.3. del presente parere, la stima dell'Enterprise Value (EV) con il metodo DCF richiede la stima dei flussi finanziari attesi per gli esercizi coperti dal piano industriale e del WACC, ossia del tasso di attualizzazione, nonché del Terminal Value. Con riferimento alla BU in oggetto, lo scrivente ha:

- stimato i flussi finanziari attesi per il periodo 2025-29 utilizzando il Piano industriale 2025-2029 elaborato dalla Società;
- utilizzato come tasso di attualizzazione il WACC di mercato, che sono illustrati nell'Appendice 1, a cui si rinvia;
- stimato il Terminal Value attraverso il valore attuale di una rendita perpetua del flusso finanziario di medio-lungo termine mediante la formula presentata nel paragrafo 3.3. A tale riguardo è opportuno precisare che:
  - o il flusso di medio-lungo termine è stato stimato partendo dall'ultimo flusso in arco piano, ossia il 2029, assumendo che: (1) il CCN dopo il 2029 rimanga invariato coerentemente all'assunzione di seguito illustrata di un tasso di crescita nullo ( $g=0$ ) (2) i Capex di medio-lungo termine sono stati posti a 400 mila euro suddivisi in 20 anni, poiché la potenza installata non richiede ulteriori investimenti se alcune manutenzioni straordinarie che nei successivi 20/30 anni sono stimate appunto in 400 mila euro. Queste assunzioni derivano da informazioni tramesse dal management della società.
  - o il tasso di crescita  $g$  è stato posto pari a zero. Questo valore trova giustificazione nel fatto che il Gruppo Tea non ha previsto ulteriori investimenti espansivi in impianti fotovoltaici.

La seguente tabella presenta i flussi attesi per gli esercizi di previsione puntuale, la stima del flusso di medio-lungo termine, i valori attuali, il Terminal Value e infine la stima dell'EV della BU. L'applicazione del metodo del DCF, sulla base delle ipotesi appena discusse, conduce quindi ad una stima dell'Enterprise Value della BU FER di Tea S.p.A. pari a 16,4 milioni di euro.

DCF (M€)		2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Flusso TV
Valore della produzione		-	1,0	3,9	4,5	4,0	3,9	3,9
% Crescita			n.a.	278,1%	14,6%	-11,0%	-2,4%	0,0%
EBITDA		0,0	0,5	3,1	3,5	3,0	2,9	2,9
Ebitda margin		#DIV/0!	49,7%	80,0%	78,2%	75,2%	75,6%	75,6%
Ammortamenti, Accantonamenti e svalutazioni		0,0	(0,5)	(1,1)	(1,2)	(1,2)	(1,1)	(1,0)
EBIT		-	0,0	2,1	2,3	1,8	1,9	1,9
% Margine		n.a.	1,0%	52,7%	50,3%	46,1%	48,1%	49,7%
Check EBIT		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Imposte su EBIT		-	(0,0)	(0,6)	(0,6)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
Imposta (aliquota)	27,9%		-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%
NOPAT			0,0	1,5	1,6	1,3	1,3	1,4
Ammortamenti		0,0	0,5	1,1	1,2	1,2	1,1	1,0
-Δ CCN		-	-	-	-	-	-	-
-Δ CCN / Tot. Ricavi %			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capex		(9,5)	(14,9)	(3,7)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
FCFF		(9,5)	(14,4)	(1,2)	2,8	2,4	2,4	2,4
WACC	6,8%		6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	
Discount Period			1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	
Discount Factor			0,94	0,88	0,82	0,77	0,72	
Flussi di cassa attualizzati			(13,4)	(1,0)	2,3	1,9	1,7	
Somma dei flussi di cassa attualizzati	(8,6)							
FCFF di lungo periodo	2,4							
Growth rate	0,0%							
WACC	6,8%							
Terminal Value al 2029	34,8							
WACC	6,8%							
Discount Period	5,00							
Discount Factor	0,72							
Valore Attuale Terminal Value	25,0							
Enterprise Value	16,4							



## Appendice 8 – La valutazione dell'Enterprise Value della BU Altri Business

### A8.1. La BU Altri Business e il Piano industriale 2025-2029

La BU Altri Business comprende i servizi di produzione calore; la gestione impianti termici; la gestione del verde pubblico; la manutenzione strade; la gestione rifiuti speciali; la gestione cimiteriale e cremazioni ed altri servizi minori; nonché tutti i servizi cosiddetti “corporate” svolti dalla capogruppo Tea S.p.A. che non sono stati allocati come costo alle singole BU.

Nella BU Altri Business sono attive: Tea S.p.A.; Sei S.r.l.; Tea Reteluce S.r.l.; Mantova Ambiente S.r.l.; e Deputa S.r.l. Per le ragioni più volte illustrate, gli effetti sia economici che patrimoniali (questi ultimi nulli) di Mantova Ambiente S.r.l. nella BU Altri Business sono stati isolati e la presente valutazione è quindi della BU Altri Business senza considerare Mantova Ambiente S.r.l.

Di seguito si riportano di dati economici e patrimoniali del Piano industriale 2025-2029 con riferimento alla BU oggetto di valutazione. Lo scrivente ha discusso con il management gli obiettivi e le previsioni del Piano ritenendoli realistici e frutto di un affidabile sistema di programmazione, valutato anche sulla base dell'analisi degli scostamenti fra previsioni e risultati consuntivi degli esercizi precedenti.

Valore della Produzione	41,2	39,7	40,2	40,7	40,6	42,6
Materie Prime e Materiali	5,7	3,3	3,7	3,8	3,9	4,1
Prestazioni e Manutenzioni	12,8	14,5	13,0	13,1	13,5	13,3
Personale	13,7	14,3	14,9	15,1	15,2	15,4
Altri costi operativi	5,7	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6
Costi di staff e global	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Accantonamenti e effetti IFRS	(0,0)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EBITDA	1,8	0,6	1,6	1,7	0,9	2,7
Ammortamenti e Svalutazioni	3,9	4,4	4,5	3,9	2,7	2,9
EBIT	(2,2)	(3,8)	(2,9)	(2,2)	(1,8)	(0,1)
Proventi (+) e Oneri (-)	5,8	16,7	18,9	23,7	26,4	25,4
EBT	3,7	13,0	16,0	21,5	24,6	25,3
Imposte	(0,5)	(0,6)	0,1	0,4	0,6	1,0
Risultato netto	4,2	13,6	16,0	21,1	24,0	24,3

Consolidato (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Capitale Circolante Netto	2,6	12,7	(0,5)	(5,3)	3,3	9,3
Immobilizzazioni	70,4	67,8	62,0	58,1	55,9	51,1
Fondi	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)
Capitale Investito Netto	69,9	77,4	58,4	49,6	56,0	57,2

CapEx (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Capex Altri Business	5,1	5,8	3,1	3,3	3,2	1,0

## A82. La valutazione della BU Altri Business

Come illustrato nel paragrafo 3.3. del presente parere, la stima dell'Enterprise Value (EV) con il metodo DCF richiede la stima dei flussi finanziari attesi per gli esercizi coperti dal piano industriale e del WACC, ossia del tasso di attualizzazione, nonché del Terminal Value. Con riferimento alla BU in oggetto, lo scrivente ha:

- stimato i flussi finanziari attesi per il periodo 2025-29 utilizzando il Piano industriale 2025-2029 elaborato dalla Società;
- utilizzato come tasso di attualizzazione il WACC di mercato, che sono illustrati nell'Appendice 1, a cui si rinvia;
- stimato il Terminal Value attraverso il valore attuale di una rendita perpetua del flusso finanziario di medio-lungo termine mediante la formula presentata nel paragrafo 3.3. A tale riguardo è opportuno precisare che:
  - o il flusso di medio-lungo termine è stato stimato partendo dall'ultimo flusso in arco piano, ossia il 2029, assumendo che: (1) il CCN dopo il 2029 rimanga invariato coerentemente all'assunzione di seguito illustrata di un tasso di crescita nullo ( $g=0$ ) (2) i Capex di medio-lungo termine siano pari alla media degli ammortamenti in arcopiano. Queste assunzioni nella loro ragionevolezza sostanziale sono state discusse e concordate con il management della società.
  - o il tasso di crescita  $g$  è stato posto pari a zero. Questo valore trova giustificazione nel fatto che l'equilibrio prospettico fra i servizi di corporate non allocati alle altre BU e i business minori inclusi in questa BU di presume rimarranno costanti nel medio-lungo termini.

La seguente tabella presenta i flussi attesi per gli esercizi di previsione puntuale, la stima del flusso di medio-lungo termine, i valori attuali, il Terminal Value e infine la stima dell'EV della BU. L'applicazione del metodo del DCF, sulla base delle ipotesi appena discusse, conduce quindi ad una stima dell'Enterprise Value della BU Altri business di Tea S.p.A. che è negativa per 11,2 milioni di euro. Come già illustrato nel paragrafo 4.1 del presente parere, la valutazione relativa alla BU Altri Business non è negativa per ragioni derivanti da performance negative, ma è negativa in quanto, oltre ad includere business minori, è prevalentemente un centro di costo che fornisce servizi alle altre BU di Tea. Alcuni costi infatti non sono completamente trasferiti alle suddette BU per ragioni regolatorie

e/o di affidabilità delle basi di riparto. I flussi stimati a piano per la BU Altri business sono quindi quelli a complemento e quadratura dei valori consolidati di Gruppo e che garantiscono che l'approccio SoP non conduca a sopravvalutazioni.

DCF (M€)		2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Flusso TV
Valore della produzione		41,2	39,7	40,2	40,7	40,6	42,6	42,6
% Crescita			-3,6%	1,1%	1,4%	-0,2%	4,9%	0,0%
EBITDA		1,8	0,6	1,6	1,7	0,9	2,7	2,7
Ebitda margin		4,3%	1,6%	4,0%	4,1%	2,3%	6,4%	6,4%
Ammortamenti, Accantonamenti e svalutazioni		(3,9)	(4,4)	(4,5)	(3,9)	(2,7)	(2,9)	(3,7)
EBIT		(2)	(3,8)	(2,9)	(2,2)	(1,8)	(0,1)	(1,0)
% Margine		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Check EBIT		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Imposte su EBIT		0,6	1,0	0,8	0,6	0,5	0,0	0,3
Imposta (aliquota)	27,9%		-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%
NOPAT			(2,7)	(2,1)	(1,6)	(1,3)	(0,1)	(0,7)
Ammortamenti		3,9	4,4	4,5	3,9	2,7	2,9	3,7
-Δ CCN		(11,9)	(10,1)	13,2	4,9	(8,6)	(6,0)	-
-Δ CCN / Tot. Ricavi %			-25,4%	32,9%	11,9%	-21,2%	-14,0%	0,0%
Capex		(5,1)	(5,8)	(3,1)	(3,3)	(3,2)	(1,0)	(3,7)
FCFF		(13,1)	(14,2)	12,5	3,8	(10,4)	(4,2)	(0,7)
WACC	6,8%		6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	
Discount Period			1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	
Discount Factor			0,94	0,88	0,82	0,77	0,72	
Flussi di cassa attualizzati			(13,3)	11,0	3,1	(8,0)	(3,0)	
Somma dei flussi di cassa attualizzati		(10,1)						
FCFF di lungo periodo		(0,1)						
Growth rate		0,0%						
WACC		6,8%						
Terminal Value al 2029		(1,5)						
WACC		6,8%						
Discount Period		5,00						
Discount Factor		0,72						
Valore Attuale Terminal Value		(1,1)						
Enterprise Value		(11,2)						

## Appendice 9 – La valutazione di Mantova Ambiente S.r.l.

### A9.1. Mantova Ambiente S.r.l. e il Piano industriale 2025-2029

Mantova Ambiente S.r.l. è una società attiva nella gestione dei rifiuti e dell'igiene urbana controllata da Tea S.p.A. SB.

La tabella successiva riporta la compagine sociale di Mantova Ambiente S.r.l. con e senza il socio industriale Progetto Mantova S.r.l.

Soci	Capitale Sociale	% del Capitale Sociale	Capitale Sociale (senza socio industriale)	% del Capitale Sociale (senza socio industriale)
TEA SPA	92.000	40,48%	92.000	50,6%
SISAM SPA	8.000	3,52%	8.000	4,4%
SIEM SPA	81.816	36,0%	81.816	45,0%
PROGETTO MANTOVA S.R.L.	45.454	20,0%		
<b>Totale</b>	<b>227.270</b>	<b>100,0%</b>	<b>181.816</b>	<b>100,0%</b>

Di seguito si riportano di dati economici e patrimoniali del Piano industriale 2025-2029 ascrivibile a Mantova Ambiente S.r.l. Come già illustrato, Mantova Ambiente S.r.l. opera prevalentemente nella BU Ambiente, ma ha anche un'attività (i.e. gestione del verde) riconducibile alla BU Altri Business. Considerata la necessità di stimare separatamente il valore di Mantova Ambiente S.r.l., lo scrivente ha richiesto al management di Tea di isolare il contributo sia economico che patrimoniale di Mantova Ambiente S.r.l. alla formazione dei numeri del Piano industriale 2025-2029. Si è anche proceduto a discutere con il management gli obiettivi e le previsioni del Piano ritenendoli con riferimento alla legal entity Mantova Ambiente. Dal confronto è emerso che Mantova Ambiente si sia caratterizzata negli esercizi 2023 e 2024 per una crescita importante dei risultati operativi grazie al recupero differito dei costi operativi sostenuti negli anni precedenti, come previsto da normativa ARERA. Negli anni 2023-2024 la società ha beneficiato, quindi, di un aumento sostanziale dei ricavi, sia con la crescita dei piani economico finanziari (PEF) e, di conseguenza, delle tariffe, sia mediante l'utilizzo di avanzi. Al termine del biennio in questione, tuttavia, il Gruppo Tea ci si attende ad un allineamento dei costi e ricavi con contestuale riduzione dei margini operativi. A metà 2024, inoltre, la gestione della discarica è passata in Tea spa (proprietaria dell'asset) con un importante riduzione dei risultati di Mantova Ambiente i cui effetti si vedono nella loro interezza solo a partire dal 2025.

Verso la fine del 2024 sono state adeguate le tariffe al socio operativo di Mantova Ambiente in seguito all'incremento dei costi che la cooperativa fornitrice ha realizzato per effetto dei rinnovi CCNL e

dell'inflazione. Mentre, dal 2025, sono state passate al Socio Tea alcune attività operative di rilievo quali la raccolta notturna dei rifiuti indifferenziati di Mantova.

Il piano 2025-29 di Mantova Ambiente S.r.l. riflette quindi quanto sopra esposto e rende evidente una riduzione dei ricavi da piani finanziari entro l'inflazione programmata, costi operativi in aumento e una riduzione della marginalità per effetto del passaggio della gestione della discarica a Tea S.p.A.

Conto Economico (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Valore della Produzione	99,7	78,5	73,5	74,0	74,7	75,0
Materie Prime e Materiali	8,1	6,8	6,7	7,3	7,5	7,3
Prestazioni e Manutenzioni	49,5	43,0	38,3	38,6	38,9	39,6
Personale	12,2	11,3	11,0	11,1	11,2	11,3
Altri costi operativi	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	3,1
Costi di staff e global	16,5	6,8	6,3	6,1	5,8	5,7
Accantonamenti e effetti IFRS	1,5	2,5	2,5	2,2	2,2	2,2
EBITDA	9,0	5,0	5,7	5,8	6,0	5,8
Ammortamenti e Svalutazioni	8,0	3,6	4,2	4,6	5,1	5,0
EBIT	1,0	1,4	1,5	1,2	0,9	0,8
Proventi (+) e Oneri (-)	0,2	0,1	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)
EBT	1,2	1,5	1,4	1,1	0,9	0,8
Imposte	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2
Risultato netto	0,9	1,1	1,0	0,8	0,6	0,5

Consolidato (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Capitale Circolante Netto	-5,8	-8,2	-7,6	-9,8	-11,9	-14,0
Immobilizzazioni	19,3	24,4	24,3	27,4	29,9	33,9
Fondi	(1,6)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)
Capitale Investito Netto	11,9	14,8	15,2	16,2	16,6	18,5

CapEx (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Capex Mantova Ambiente	4,9	8,5	4,1	7,8	7,6	8,9

## **A9.2. La valutazione dell'Enterprise Value di Mantova Ambiente S.r.l.**

Come illustrato nel paragrafo 3.3. del presente parere, la stima dell'Enterprise Value (EV) con il metodo DCF richiede la stima dei flussi finanziari attesi per gli esercizi coperti dal piano industriale e del WACC, ossia del tasso di attualizzazione, nonché del Terminal Value. Con riferimento alla BU in oggetto, lo scrivente ha:

- stimato i flussi finanziari attesi per il periodo 2025-29 utilizzando il Piano industriale 2025-2029 elaborato dalla Società;
- utilizzato come tasso di attualizzazione il WACC di mercato, che sono illustrati nell'Appendice 1, a cui si rinvia;
- stimato il Terminal Value come valore di smobilizzo al termine del periodo coperto dal piano industriale. In particolare, si è determinato il valore di smobilizzo come somma delle immobilizzazioni e del capitale circolante netto stimati al termine dell'esercizio 2029 moltiplicati per un moltiplicatore di 1,3<sup>17</sup>. La ragione per la quale si è ritenuto più opportuno stimare il Terminal Value con questa metodologia, invece che con la rendita perpetua, è che il flusso finanziario previsto per l'ultimo anno di piano, così come i precedenti, non risultano – a parere del management – rappresentativi della capacità prospettica di generare risorse nel medio-lungo periodo. Per questa ragione, stimare il flusso di Terminal Value sulla base dei dati di piano avrebbe comportato significative distorsioni nell'esercizio valutativo.

La seguente tabella presenta i flussi attesi per gli esercizi di previsione puntuale, la stima del flusso di medio-lungo termine, i valori attuali, il Terminal Value e infine la stima dell'EV della BU. L'applicazione del metodo del DCF, sulla base delle ipotesi appena discusse, conduce quindi ad una stima dell'Enterprise Value di Mantova Ambiente S.r.l. pari a 17,3 milioni di euro.

---

<sup>17</sup> Tale valore è il valore medio del multiplo EV/RAB osservato in dieci transazioni avvenute sul territorio nazionale negli ultimi sei anni nel settore regolato del gas. In assenza di un numero sufficiente di transazioni per ambiti più specifici, si è assunto che il premio del settore del gas – in quanto settore regolato in cui operano tutte le multiutility – possa essere utilizzato come multiplo per stimare il valore di smobilizzo al termine del periodo di previsione puntuale dei flussi.

DCF (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Valore della produzione	99,7	78,5	73,5	74,0	74,7	75,0
% Crescita		-21,3%	-6,4%	0,8%	0,9%	0,4%
EBITDA	9,0	5,0	5,7	5,8	6,0	5,8
Ebitda margin	9,0%	6,4%	7,8%	7,8%	8,1%	7,8%
Ammortamenti, Accantonamenti e svalutazioni	(8,0)	(3,6)	(4,2)	(4,6)	(5,1)	(5,0)
EBIT	1,01	1,44	1,48	1,15	0,93	0,83
% Margine	1,0%	1,8%	2,0%	1,6%	1,2%	1,1%
Check EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Imposte su EBIT	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,3)	(0,3)	(0,2)
Imposta (aliquota)	27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%
NOPAT		1,0	1,1	0,8	0,7	0,6
Ammortamenti	8,0	3,6	4,2	4,6	5,1	5,0
-Δ CCN	5,3	2,4	(0,5)	2,2	2,1	2,1
-Δ CCN / Tot. Ricavi %		3,0%	-0,7%	2,9%	2,8%	2,8%
Capex	(4,9)	(8,5)	(4,1)	(7,8)	(7,6)	(8,9)
FCFF	8,4	(1,5)	0,7	(0,2)	0,3	(1,2)
WACC	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Discount Period		1,00	2,00	3,00	4,00	5,00
Discount Factor		0,94	0,88	0,82	0,77	0,72
Flussi di cassa attualizzati		(1,4)	0,6	(0,1)	0,2	(0,9)
Somma dei flussi di cassa attualizzati	(1,7)					
Valore di Smobilizzo a fine piano	19,9					
Premio medio da transazioni comparabili sulla RAB	1,3					
Terminal Value al 2028	26,4					
WACC	6,8%					
Discount Period	5,00					
Discount Factor	0,718					
Valore Attuale Terminal Value	19,0					
Enterprise Value	17,3					

### A9.3. La valutazione dell'Equity Value di Mantova Ambiente S.r.l.

Una volta determinato l'Enterprise Value (EV) del di Mantova Ambiente S.r.l., per giungere alla stima del valore economico del capitale proprio di Mantova Ambiente S.r.l., ossia dell'Equity Value, è necessario innanzitutto determinare la Posizione Finanziaria Netta (PFN) che rappresenta la quantificazione di tutte le passività non operative – ossia le obbligazioni di corrispondere risorse monetarie a terzi – esistenti alla data di valutazione, al netto delle disponibilità liquide e mezzi equivalenti. Tuttavia, poiché la PFN contabile alla data di valutazione può non essere rappresentativa dell'effettivo fabbisogno finanziario del business aziendale, è prassi consolidata in sede di valutazione apportare alcuni aggiustamenti per correggere tali effetti e distorsioni sulla base di specifiche analisi.

La tabella di seguito riportata mostra la quantificazione degli aggiustamenti effettuati dallo scrivente alla PFN contabile al 31.12.2024 di Mantova Ambiente S.r.l. e la determinazione dell'Equity Value. L'applicazione del metodo del DCF, sulla base delle ipotesi appena discusse, conduce quindi ad una stima dell'Equity Value (100%) di Mantova Ambiente S.r.l. pari a 15,6 milioni di euro.

VOCE DI BILANCIO E DEBT-LIKE-ITEMS	31/12/2024
4) debiti verso banche:	2,06
conto transitorio di c/c	0,07
B) FONDI PER RISCHI E ONERI:	0,54
C) TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO DI LAVORO SUBORDINATO	0,93
Aggiustamento IFRS al TFR	(0,03)
Altri debiti (depositi cauzionali)	0,01
IFRS 16	2,14
Socio correlato (Progetto Mantova)	2,57
<b>Totale debiti finanziari aggiustati</b>	<b>8,29</b>
7) Att. fin. per la gestione accentrata della tesoreria	6,50
IV. DISPONIBILITA' LIQUIDE	0,10
<b>Cash and cash equivalents</b>	<b>6,60</b>
<b>PNF aggiustata</b>	<b>(1,69)</b>
Stima EV Mantova Ambiente	17,31
<b>Equity Value (100%) di Mantova Ambiente S.r.l.</b>	<b>15,62</b>