

Relazione di stima ai sensi dell'art. 2343-ter del valore dei beni oggetto di conferimento



PROF. MAURIZIO DALLOCCHIO
ORDINARIO DI FINANZA AZIENDALE
NELL'UNIVERSITÀ BOCCONI
DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE
SEDE LEGALE E AMM.VA: PIAZZA SAN SEPOLCRO, 1 - 20123 MILANO



15 Novembre 2021



- 1** **Oggetto dell'incarico**
- 2 Ipotesi di lavoro e limiti
- 3 Documenti di riferimento
- 4 Gruppo GTH e mercato di riferimento
- 5 Operazione Societarie e individuazione del compendio conferito
- 6 Scelta dei criteri e dei parametri principali per la valutazione
- 7 Stima del valore delle partecipazioni conferite
- 8 Stima del valore degli altri beni conferiti
- 9 Conclusioni



Greenthesi S.p.A («**GTH**», «**Società**» o «**Conferente**» e, congiuntamente alle società partecipate, «**Gruppo GTH**») è una società di capitali per azioni di diritto italiano controllata interamente da RAPS S.a.s. («**RAPS**»), quest'ultima facente capo, in misura paritetica, al Sig. Andrea Grossi ed alle Sig.re Paola Grossi, Simona Grossi e Rina Marina Cremonesi. La Società è a capo di un gruppo attivo nei settori: i) della gestione ambientale, in particolare del trattamento e recupero di rifiuti, ii) della progettazione, costruzione e gestione di impianti industriali (WWTP, WTE, cogenerazione, discariche); e iii) dell'attività di bonifica e di riqualificazione territoriale.

La Società ha avviato un progetto («**Operazione**») finalizzato all'ampiamiento del perimetro societario della partecipata Ambienthesis S.p.A. («**ATH**» e, congiuntamente a GTH, «**Parti**»), società quotata sul mercato telematico azionario gestito da Borsa Italiana dal 1997 e con capitalizzazione, al 30 giugno 2021, pari a circa 71,4 milioni di Euro circa e, alla data del 8 novembre 2021, pari a 70,7 milioni di Euro circa. ATH è società specializzata nel trattamento, recupero e smaltimento di rifiuti speciali e nelle attività di bonifica e risanamento ambientale. In tale contesto, in data 28 luglio 2021, ATH e GTH hanno sottoscritto un *Memorandum of Understanding* non vincolante («**MoU**») finalizzato alla realizzazione dell'Operazione. Con la sottoscrizione del MoU, le Parti hanno inteso darsi atto del reciproco e coincidente interesse a valutare la sussistenza dei presupposti industriali, finanziari, economici e giuridici per addivenire al perfezionamento dell'Operazione, nonché a negoziare in buona fede un accordo di investimento relativo all'Operazione.

Nel contesto dell'Operazione si prevede un preliminare processo di riorganizzazione societaria del gruppo GTH e di alcune sue società operative, volto anche alla razionalizzazione della struttura patrimoniale e finanziaria di queste ultime nell'ottica dell'Operazione.

L'Operazione si propone di concentrare in ATH le attività operative del gruppo GTH, al fine di: i) creare il principale *pure player* indipendente quotato in Italia specializzato nell'ambito della gestione integrata di servizi ambientali, in grado di offrire soluzioni innovative e sostenibili; e ii) conseguire taluni benefici per il Gruppo e i suoi azionisti quali:

- razionalizzazione, integrazione ed efficientamento della struttura operativa complessiva con le *best practice* di società quotate, grazie alla concentrazione in un unico gruppo quotato di tutte le attività industriali riguardanti il medesimo business;
- ampliamento e diversificazione dei settori di operatività, oggi focalizzati sulle bonifiche ambientali e sui rifiuti industriali, con attività ad elevato valore aggiunto nei servizi ambientali, quali la termovalorizzazione di rifiuti, la produzione di energia elettrica e di biocarburanti avanzati secondo i principi della *circular economy*, nonché il trattamento, il recupero, la valorizzazione multi-materiale e lo smaltimento dei rifiuti urbani, speciali e assimilabili agli urbani;
- incremento delle dimensioni aziendali, rafforzamento delle posizioni di mercato ed aumento delle capacità di sviluppo con la possibilità di conseguire sinergie, economie di scala e maggiori efficienze organizzative e finanziarie.



Nell'ambito dell'Operazione, la Società sta valutando di integrare all'interno dell'attuale perimetro quotato, ovvero in ATH, tutte le attività operative nel settore ambientale facenti capo a GTH ed in particolare le seguenti principali attività operative:

- la proprietà e la gestione dell'impianto di termovalorizzazione situato a Dalmine (BG), impianto a tecnologia complessa di valenza strategica nazionale e tra i più avanzati – specie in termini di rispondenza ai requisiti ambientali – ed efficienti tra quelli operanti sul territorio italiano (attività facente capo alla società Rea Dalmine S.p.A. ("**REA**"));
- la gestione integrata e la valorizzazione multimateriale dell'intero ciclo dei rifiuti di matrice urbana rivenienti dalla raccolta degli stessi sul territorio della Regione Valle d'Aosta sino al 2036 (attività facente capo alla società Enval S.r.l., controllata al 51% da REA);
- la proprietà e la gestione della discarica tattica regionale della Regione Veneto, dedicata allo smaltimento di rifiuti prevalentemente urbani e di rifiuti speciali non pericolosi (con durata attuale residua attesa sino al 2029), e degli impianti, complementari alla stessa, di valorizzazione del biogas e di trattamento dei reflui liquidi, siti nel Comune di S. Urbano (PD) (attività facente capo alla società Gea S.r.l. ("**GEA**"));
- la proprietà delle aree e la valorizzazione degli invasi di discarica in post chiusura di Latina (località Borgo Montello), presso le quali è installato un sistema impiantistico di produzione di energia elettrica derivante dallo sfruttamento del biogas ed è in corso la realizzazione di un impianto di produzione di biometano liquefatto con annesso parco fotovoltaico (attività facente capo alla società Indeco S.r.l. ("**Indeco**"));
- l'autorizzazione per la costruzione e gestione di un impianto di trattamento delle frazioni umide dei rifiuti e degli scarti verdi (per 80 mila tonnellate annue complessive) con la finalità di produrre biometano liquefatto e compost di qualità, da ubicarsi in provincia di Latina (attività facente capo alla società Rifuture S.r.l., partecipata al 30% da REA ed al 30% da GEA).

In particolare, per quanto riguarda la struttura dell'Operazione, il compendio aziendale oggetto di conferimento ("**Conferimento**") sarà rappresentato principalmente: (i) dalle partecipazioni totalitarie detenute da GTH in Indeco e GEA. che, a seguito del perfezionamento delle Operazioni Societarie (come di seguito definite), deterranno, inter alia, il 100% di REA; (ii) dalla partecipazione del 100% detenuta da GTH in Aimeri S.r.l. in liquidazione; (iii) dal debito finanziario di GTH nei confronti di Indeco; (iv) da un debito bancario di GTH; (v) da un contratto preliminare sottoscritto da GTH e Plurifinance S.r.l. (partecipata al 40% da GTH e, per la restante parte del capitale, da componenti della famiglia Grossi, azionista di GTH) avente ad oggetto la cessione di un contratto di leasing di cui quest'ultima è parte relativo all'immobile in cui il gruppo GTH e il gruppo ATH hanno la sede centrale; e (vi) dal ramo d'azienda attualmente condotto da GTH e relativo alla fornitura di servizi amministrativi e direzionali a favore della Società e delle altre società operative del gruppo GTH.



L'Operazione è soggetta a condizioni in linea con la prassi di mercato per operazioni simili, tra cui: (i) la stipula degli atti di scissione di GEA e REA previsti nell'ambito delle Operazioni Societarie; (ii) l'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria di ATH dell'Aumento di Capitale (come di seguito definito); (iii) il compiuto esperimento e la conclusione della procedura di informazione e consultazione sindacale di cui all'art. 47 della l. 29 dicembre 1990, n. 428 con riferimento al ramo d'azienda; (iv) in relazione a eventuali contratti di finanziamento e/o prestiti obbligazionari di cui siano parte GTH, il Gruppo GTH, ATH che prevedano il consenso rispetto ad operazioni straordinarie di riorganizzazione infragruppo, in via alternativa, (a) l'ottenimento, ove necessario, del consenso da parte delle relative banche finanziatrici e/o obbligazionisti; (b) la rinegoziazione dei relativi contratti di finanziamento e/o prestiti obbligazionari e/o (c) l'eventuale rifinanziamento del relativo indebitamento; (v) il mancato verificarsi di uno o più eventi o circostanze che abbiano effettivamente prodotto un rilevante effetto negativo sulle attività, sui rapporti giuridici, sulle passività e/o sui risultati gestionali di GTH e/o delle società del Gruppo GTH che verranno integrate in ATH.

All'esito dell'Operazione, inoltre, GTH valuterà l'opportunità di procedere ad un ampliamento del flottante di ATH con l'obiettivo di incrementare la liquidità del titolo nonché costituire, ove possibile, i requisiti necessari per l'ammissione di ATH al segmento Euronext STAR Milan.

In data 24 maggio 2021, la Società ha conferito al sottoscritto Prof. Maurizio Dallochio («**Sottoscritto**» o «**Esperto**») l'incarico di procedere alla redazione della relazione di stima dei beni («**Relazione**») di proprietà di GTH che saranno oggetto di Conferimento in ATH. Ai sensi dell'art. 2343-ter del codice civile, il valore risultante dalla Relazione che sarà redatta dal Sottoscritto potrà essere preso a riferimento dalla Conferente ai fini della determinazione del valore dei beni in natura oggetto di conferimento, escludendo la necessità di una relazione di stima redatta da un perito nominato dal Tribunale, così come prevista dall'art. 2343, comma 1, del codice civile.

Lo Scrivente dichiara di possedere comprovata e adeguata professionalità ai fini dello svolgimento delle attività oggetto dell'incarico e dichiara l'insussistenza di cause di incompatibilità a suo carico, o conflitti di interesse, ai fini dell'assunzione dell'incarico medesimo e dichiara infine di possedere i necessari requisiti di indipendenza anche ai sensi dell'art. 9, comma 5 del Codice Deontologico.

È opportuno dare evidenza che nel contesto dell'operazione, D.G.P.A.&Co. S.r.l., società di cui il Sottoscritto è socio fondatore, ha assistito GTH, in qualità di Advisor finanziario. Lo Scrivente ha adottato tutte le misure necessarie affinché la stesura della presente Relazione soddisfi i necessari requisiti di indipendenza.



Ai sensi della normativa prima richiamata, l'oggetto dell'incarico conferito al Sottoscritto si sostanzia nella stima del valore dei beni di proprietà di GTH oggetto di conferimento, stima che deve essere «conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento».

La configurazione di valore applicabile in questa sede è quella stabilita dai Principi Italiani di Valutazione («PIV») al par. IV 5.2, secondo cui: *«la configurazione di valore nel caso delle valutazioni ai fini di conferimento è rappresentata dal valore normale di mercato dei beni. Nel caso di conferimento di aziende o di rami d'azienda il valore di conferimento è normalmente rappresentato dal minore fra il valore intrinseco e il valore normale di mercato dei beni conferiti. In casi particolari l'esperto potrà adottare anche più di una configurazione di valore che tenga conto della logica dell'operazione di conferimento nel più ampio contesto dell'operazione acquisitiva»*. Il valore normale di mercato definito dal principio I.6.12 è *«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»*.

La presente Relazione è predisposta tenendo in considerazione la finalità generale che il dispositivo di legge intende perseguire, ovvero quella di evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della conferitaria risulti artificialmente alterato.

Le conclusioni espresse nella presente Relazione sono basate sul complesso delle indicazioni e considerazioni in essa contenute, pertanto nessuna parte della stessa potrà essere considerata o comunque utilizzata disgiuntamente dal documento nella sua interezza.



1 Oggetto dell'incarico

2 **Ipotesi di lavoro e limiti**

3 Documenti di riferimento

4 Gruppo GTH e mercato di riferimento

5 Operazione Societarie e individuazione del compendio conferito

6 Scelta dei criteri e dei parametri principali per la valutazione

7 Stima del valore delle partecipazioni conferite

8 Stima del valore degli altri beni conferiti

9 Conclusioni



Il presente documento («**Documento**») è assoggettato ai limiti e redatto sulla base delle ipotesi riportate di seguito.

Le analisi hanno assunto la data del 30 giugno 2021 come data di riferimento («**Data di Riferimento**») delle stime, data alla quale si riferiscono gli ultimi dati consuntivi resi disponibili dalla Conferente e dalle società da essa controllate. Ai fini del presente Documento non sono stati presi in considerazione fatti o eventi verificatisi in data successiva al 30 giugno 2021, salvo quanto di seguito specificato.

Rispetto alla Data di Riferimento, la normativa applicabile stabilisce i limiti temporali entro i quali i risultati della presente stima potranno essere utilizzati da GTH qualora si desse effettiva esecuzione al prospettato Conferimento.

I risultati delle analisi valutative condotte hanno significato esclusivamente ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), cod. civ. e non sono in alcun modo rappresentativi di prezzi negoziabili nell'ambito di operazioni di finanza straordinaria.

Per le partecipazioni in GEA ed Indeco, oggetto di conferimento, sono state analizzate le situazioni delle società da esse a loro volta partecipate: REA, Enval S.r.l. («**Enval**»), Rifuture S.r.l. («**Rifuture**»). In particolare, si fa riferimento ad una situazione di continuità di gestione (c.d. «*going concern*»): di conseguenza, le società oggetto di stima sono state considerate come un complesso aziendale in funzionamento in un'ottica *stand alone*. Oltre alle suddette partecipazioni oggetto di conferimento, è stata valutata la partecipazione del 100% di Aimeri S.r.l. società in liquidazione («**Aimeri**») e il relativo fondo copertura perdite, entrambi valutati a valori di libro alla Data di Riferimento.

Il presente Documento non è finalizzato ad esprimere alcun giudizio sulla congruità di un eventuale corrispettivo. Sarà l'organo amministrativo di ATH a stabilire i termini e le modalità attraverso cui proporre all'Assemblea degli Azionisti la determinazione dell'aumento di capitale (d'ora in avanti "**Aumento di Capitale**") da deliberare ai fini del Conferimento.

Le analisi svolte e le conclusioni esposte sono basate sul complesso delle indicazioni e considerazioni contenute nel Documento, pertanto nessuna parte della stessa potrà essere considerata o comunque utilizzata in modo separato. Il presente Documento inoltre, non dovrà essere impiegato per fini diversi da quelli per cui è stato redatto.

L'Esperto non assume alcuna responsabilità diretta o indiretta per gli eventuali danni che potrebbero derivare da un non corretto utilizzo delle informazioni contenute nella Relazione.

Resta inteso che anche nel caso in cui la presente Relazione sia posta in circolazione, distribuita a terzi, pubblicata o comunque resa pubblica al di fuori del contesto per il quale essa è intesa, l'Esperto non potrà in alcun modo essere ritenuto responsabile per qualsiasi eventuale evento pregiudizievole, discendente dall'adozione di decisioni adottate in conseguenza della lettura della Relazione medesima.



Nella predisposizione della presente Relazione le analisi e le valutazioni svolte sono basate sugli eventi ritenuti certi o ragionevolmente prevedibili al momento della stesura della stessa. L'Esperto ha escluso dalle analisi e dalle proiezioni tutti gli elementi di natura eminentemente straordinaria, e dunque non ragionevolmente prevedibili (quali ad esempio future evoluzioni tecnologiche, modifiche regolamentari di settore e variazioni della normativa fiscale, che potrebbero avere impatto sui risultati delle stime condotte), non coerenti con i principi di logica e prudenza adottati nel presente lavoro.

Per le analisi di carattere storico, lo scrivente ha analizzato i bilanci storici relativi al triennio 2018-2020 di tutte le società oggetto di conferimento. Per le medesime società è stata inoltre analizzata la situazione economica e patrimoniale al 30 giugno 2021, resa disponibile dal *management* della Conferente. Tali documenti sono stati recepiti dall'Esperto senza alcuna verifica in merito, come previsto dall'incarico ricevuto.

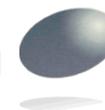
Nella Relazione sono stati utilizzati dati e informazioni forniti direttamente dalla Conferente. L'Esperto ha fatto affidamento, senza compiere alcuna verifica indipendente, sulla veridicità, accuratezza, correttezza e completezza di tutta la documentazione e di tutte le informazioni ricevute. L'Esperto non assume, pertanto, alcuna responsabilità in merito alla veridicità, completezza e accuratezza delle informazioni, fornite in forma scritta e orale, utilizzate, né fornisce alcuna garanzia, implicita o esplicita, al riguardo.

L'Esperto ha tenuto conto solo di quanto riflesso nella documentazione esaminata. L'analisi non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese) non previste/indicate dal management della Società. L'Esperto ha lavorato sulla base dell'assunto che nessuna informazione rilevante sia stata omessa e/o non fornita.

Non sono state effettuate verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale, o connesse a problematiche di tipo ambientale non riportate nella documentazione fornita all'Esperto e confermate dal *management* della Società.

Per quanto concerne le società partecipate oggetto di conferimento, le componenti reddituali e finanziarie di natura previsionale della valutazione sono state determinate, facendo riferimento ai piani economici, patrimoniali e finanziari («**Piani**» e singolarmente «**Piano**») **OMISSIS**

L'Esperto ha operato nell'assunzione che le informazioni prospettiche dei piani economici, patrimoniali e finanziari siano state preparate in modo obiettivo su presupposti che riflettono le migliori previsioni attualmente disponibili in relazione ai futuri risultati economici e finanziari delle separate entità legali. L'Esperto non ha pertanto svolto alcuna attività di *audit* o di *business due diligence* sui piani.



Le analisi presentate nel Documento sono state realizzate utilizzando, tra l'altro, dati economico-finanziari prospettici predisposti dal management delle rispettive società anche con il supporto di consulenti esterni. Con riferimento a tali dati previsionali, lo Scrivente ha fatto affidamento sulla circostanza che gli stessi siano stati predisposti sulla base di assunzioni ragionevoli e realistiche e riflettano il giudizio più accurato del management della Società circa il futuro sviluppo delle attività delle società del gruppo GTH.

Pur assumendo che i dati dei suddetti piani recepiscano le migliori stime ad oggi disponibili, occorre rimarcare che potrebbero manifestarsi scostamenti tra i valori che saranno rilevati a consuntivo e quelli preventivati nei piani medesimi; ciò a causa della aleatorietà che condiziona l'effettivo realizzarsi di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il verificarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione.

In ogni caso, il raggiungimento e la continua applicabilità di previsioni, proiezioni economico-finanziarie e ipotesi contenute nei piani restano di esclusiva responsabilità dell'organo amministrativo e del *management* di GTH e delle società da essa partecipate direttamente o indirettamente, non essendo oggetto del presente incarico qualsiasi valutazione riguardo alla effettiva conseguibilità e al successivo monitoraggio dei predetti obiettivi.

Come sarà meglio precisato in seguito, le verifiche svolte in questa sede sui dati contenuti nei piani sono state coerenti con le esigenze conoscitive strettamente connesse all'operazione di valutazione dei beni oggetto di conferimento, ed hanno riguardato in particolare la ragionevolezza delle ipotesi operative su cui si fondano i Piani.

L'Esperto non ha svolto alcuna analisi in merito alla validità e razionalità del disegno strategico sotteso ai piani, posto che ciò esula dalla finalità del presente incarico.

L'incarico non ha previsto alcuna verifica puntuale in relazione ai dati forniti dalla Società relativamente agli investimenti inclusi nei piano sia in merito alla composizione che alla loro natura.

L'incarico non ha inoltre previsto da parte dell'Esperto alcuna verifica sulla titolarità degli asset materiali e immateriali della Società e si è basato esclusivamente sulle indicazioni e sui documenti forniti dalla Conferente. Del pari non sono state effettuate verifiche ipotecarie, né accertamenti in ordine all'esistenza di altri diritti di terzi o in ordine alla conformità delle immobilizzazioni alle varie normative vigenti.

Il Documento si basa necessariamente sulle condizioni economiche, monetarie, di mercato e, più in generale, sulle altre condizioni esistenti alla Data di Riferimento, nonché sulle informazioni che sono state fornite all'Esperto dalla Conferente sino alla data del 15 novembre 2021. Eventi verificatisi e/o che si potranno verificare successivamente potrebbero aver inciso e/o incidere sui presupposti e sul contenuto del presente Documento, ma l'Esperto non assume alcun obbligo di aggiornare o modificare o confermare il Documento.



L'attività condotta dall'Esperto:

- non ha determinato alcun coinvolgimento dello stesso nella gestione e nell'attività della Conferente, della Società e delle società controllate e collegate;
- non ha previsto alcuna assistenza e/o consulenza di natura legale e/o fiscale, con la conseguenza che l'Esperto non assume alcuna responsabilità riguardante aspetti legali e/o fiscali o di interpretazione contrattuale legate alle analisi e alle valutazioni effettuate ai fini della presente Relazione.

Le valutazioni in merito ad i beni oggetto di conferimento sono state effettuate sulla base dell'attuale configurazione e delle prospettive future della Società e dei beni oggetto di conferimento autonomamente considerati (*stand-alone*), senza quindi tenere conto di potenziali sinergie derivanti dall'Operazione e di costi relativi all'Operazione.



1 Oggetto dell'incarico

2 Ipotesi di lavoro e limiti

3 Documenti di riferimento

4 Gruppo GTH e mercato di riferimento

5 Operazione Societarie e individuazione del compendio conferito

6 Scelta dei criteri e dei parametri principali per la valutazione

7 Stima del valore delle partecipazioni conferite

8 Stima del valore degli altri beni conferiti

9 Conclusioni



Ai fini della stesura del presente Documento, l'Esperto ha fatto riferimento alla documentazione di supporto fornita dalla Conferente e alle informazioni pubblicamente disponibili.

In particolare, come già anticipato, si è fatto riferimento alle componenti reddituali e finanziarie di natura previsionale contenute nei Piani. In dettaglio, l'Esperto ha fatto riferimento alla documentazione di supporto di seguito indicata:

- GEA – Bilancio civilistico al 31 dicembre 2020;
- Indeco – Bilancio civilistico al 31 dicembre 2020;
- REA – Bilancio civilistico al 31 dicembre 2020;
- Enval – Bilancio civilistico al 31 dicembre 2020;
- Rifuture – Bilancio civilistico al 31 dicembre 2020;
- Aimeri – Bilancio civilistico al 31 dicembre 2020;
- GTH – Bilancio civilistico al 31 dicembre 2020;
- GTH – Bilancio consolidati al 31 dicembre 2020;
- GEA – Bilancio civilistico al 31 dicembre 2019;
- Indeco– Bilancio civilistico al 31 dicembre 2019;
- REA – Bilancio civilistico al 31 dicembre 2019;
- Enval – Bilancio civilistico al 31 dicembre 2019;
- Aimeri – Bilancio civilistico al 31 dicembre 2019;
- Indeco – Bilancio civilistico al 31 dicembre 2018;
- REA – Bilancio civilistico al 31 dicembre 2018;



- Enval – Bilancio civilistico al 31 dicembre 2018;
- Aimeri – Bilancio civilistico al 31 dicembre 2018;
- GEA – Bilancio di verifica al 30 giugno 2021;
- Indeco – Bilancio di verifica al 30 giugno 2021;
- REA – Bilancio di verifica al 30 giugno 2021;
- Enval – Bilancio di verifica al 30 giugno 2021;
- Rifuture – Bilancio di verifica al 30 giugno 2021;
- Aimeri – Bilancio di verifica al 30 giugno 2021;
- Noy Ambiente S.r.l. – Bilancio di verifica al 31 dicembre 2020;
- Marzano S.r.l. – Bilancio di verifica al 31 dicembre 2020;
- La Riccia S.r.l. – Bilancio di verifica al 31 dicembre 2020;
- Evoluzione ambiente S.r.l. – Bilancio di verifica al 31 dicembre 2020;
- Aimeri Immobiliare S.r.l. - Bilancio di verifica al 31 dicembre 2020;
- GEA – piano economico, patrimoniale e finanziario redatto dalla società, in formato elettronico;
- Indeco - piano economico, patrimoniale e finanziario redatto dalla società, in formato elettronico;
- REA piano economico, patrimoniale e finanziario redatto dalla società, in formato elettronico;
- Enval - piano economico, patrimoniale e finanziario redatto dalla società, in formato elettronico;
- Rifuture - piano economico, patrimoniale e finanziario redatto dalla società, in formato elettronico;
- *Report crediti/debiti intercompany* al 31 dicembre 2020 e alla data del 30 giugno 2021, in forma elettronica;



- *Due Diligence* contabile redatta da PriceWaterHouseCoopers Advisory S.p.A. ad oggetto: GEA, REA, Indeco, Enval e il ramo di azienda conferito relativo ai servizi amministrativi;
- Bilancio GTH post *Carve Out* al 30 giugno 2021, in formato elettronico;
- REA – Verbali C.d.A. 2018 – 2020
- GEA - Verbali C.d.A. 2018 – 2020
- REA - Verbali assemblee 2018 – 2020
- GEA - Verbali assemblee 2018 – 2020
- Indeco - Verbali assemblee 2018 – 2020;
- Progetto di scissione parziale di GEA in favore di GTH;
- Progetto di scissione parziale REA in favore di GTH;
- Indeco - Prospetto pratiche legali datato giugno 2021;
- GTH - Prospetto pratiche legali datato giugno 2021;
- GEA - Prospetto pratiche legali datato giugno 2021;
- REA - Prospetto pratiche legali datato giugno 2021;
- Aimeri – Perizia GPO al 31 dicembre 2020;
- Documentazione ed allegati relativi al MoU, come precedentemente definito;
- Rapporto Rifiuti Speciali; Edizione 2021; ISPRA;
- Rapporto Rifiuti Urbani; Edizione 2020; ISPRA.



1 Oggetto dell'incarico

2 Ipotesi di lavoro e limiti

3 Documenti di riferimento

4 Gruppo GTH e mercato di riferimento

5 Operazione Societarie e individuazione del compendio conferito

6 Scelta dei criteri e dei parametri principali per la valutazione

7 Stima del valore delle partecipazioni conferite

8 Stima del valore degli altri beni conferiti

9 Conclusioni



Gruppo GTH rappresenta da circa 30 anni, in Italia, uno dei principali operatori integrati nell'ambito della gestione dei rifiuti urbani ed industriali e nel settore delle bonifiche ambientali.

GTH e le sue controllate operano nell'ambito della gestione integrata del ciclo dei rifiuti urbani ed industriali ad eccezione del servizio di raccolta. Il Gruppo GTH si occupa principalmente di logistica, intermediazione, trattamento, recupero e smaltimento rifiuti, bonifiche ambientali, oltre che di progettazione e costruzione di impiantistica dedicata.

Le aree di business del Gruppo GTH ricoprono l'intera catena del valore nella gestione integrata del ciclo dei rifiuti.

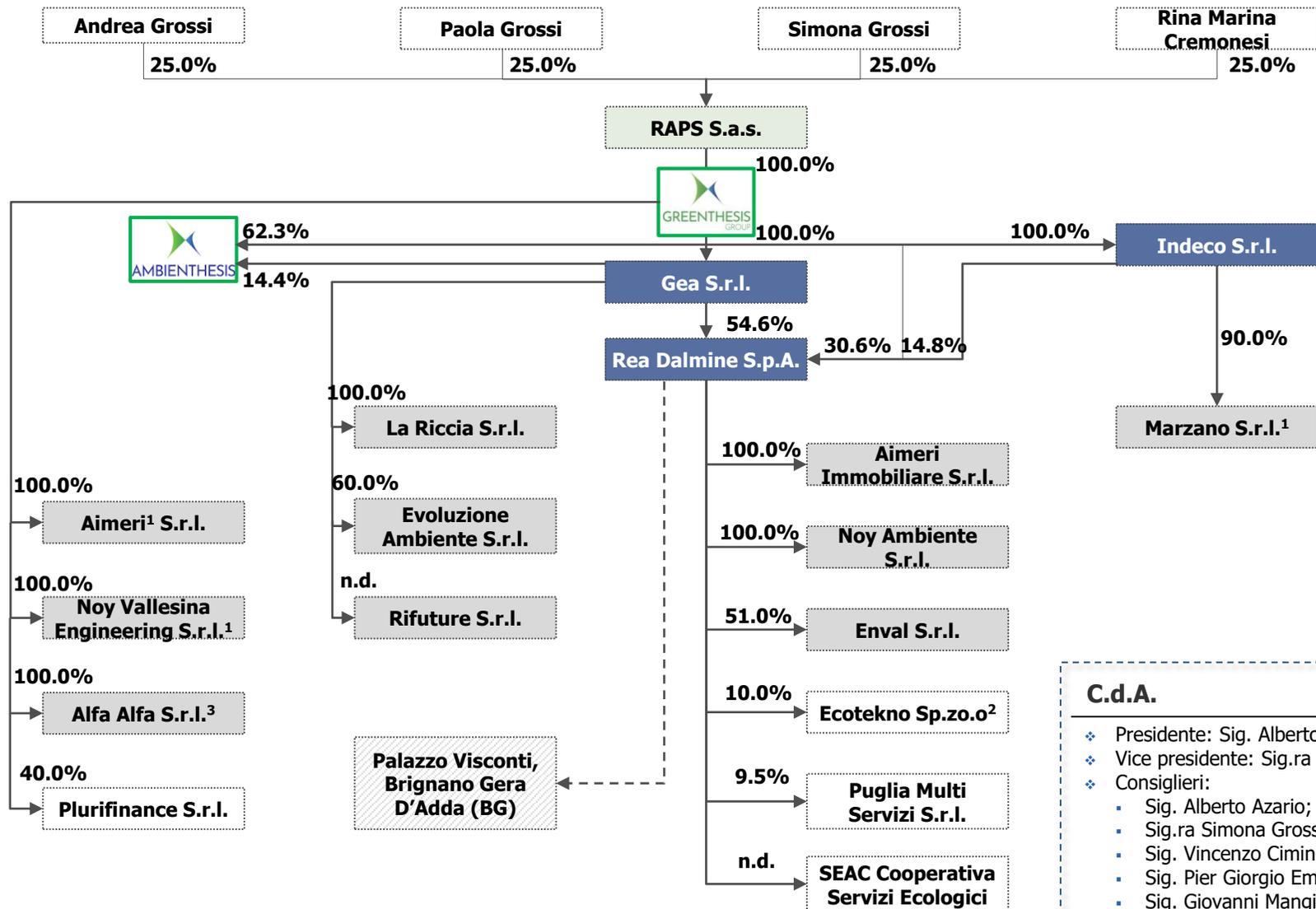
GTH esercita attività di coordinamento e di gestione strategica delle sue partecipate accentrando in sé le funzioni di finanza e controllo di gestione, tesoreria di gruppo, politiche di copertura e gestione dei rischi, politiche assicurative, politiche del personale. GTH svolge altresì attività di erogazione di servizi operativi a supporto delle proprie società partecipate.



**Impianto Depurazione
Percolato**



**Teleriscaldamento REA
con A2A Calore e Servizi**



C.d.A.

- ❖ Presidente: Sig. Alberto Azario
- ❖ Vice presidente: Sig.ra Simona Grossi
- ❖ Consiglieri:
 - Sig. Alberto Azario;
 - Sig.ra Simona Grossi;
 - Sig. Vincenzo Cimini;
 - Sig. Pier Giorgio Emiliano Cominetta;
 - Sig. Giovanni Mangialardi.
- ❖ Presidente del Collegio Sindacale: Sig. Antonio Ortolani

1. In liquidazione
 2. Il 90% è detenuto indirettamente da ATH
 3. Società che detiene beni di investimento non relative al business, partecipazione per il 49.9% gravata da usufrutto a favore di Rina Marina Cremonesi



Le società del Gruppo GTH operano principalmente in 3 mercati di riferimento: i) **rifiuti industriali**; ii) **rifiuti urbani**; e iii) **bonifiche ambientali**. Accanto all'attività principale, le società del Gruppo GTH hanno investito risorse nel settore della cogenerazione e **produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili**.



Rifiuti industriali

- Attività di recupero, trattamento e smaltimento rifiuti industriali



Rifiuti urbani

- Attività di recupero, trattamento e smaltimento rifiuti urbani



Bonifiche ambientali

- Attività di risanamento e riqualificazione ambientale di aree industriali contaminate e/o dismesse



Produzione energetica da fonti rinnovabili

- Termovalorizzazione, recupero energetico da *biogas* di discarica e fotovoltaico



Produzione

Quello dei rifiuti è un business con un alto grado di lavorazione del prodotto dove i margini sono recuperati principalmente dall'ottimizzazione delle operazioni interessate.

Lavorazione intermedia

La lavorazione intermedia consiste nei processi che permettono al rifiuto di essere recuperato e/o smaltito: queste attività richiedono notevoli investimenti impiantistici ad alto contenuto tecnologico.

Destinazione finale

La destinazione finale è la fase finale della catena del valore. L'intero ciclo risulta regolato o parzialmente regolato per il mondo degli RSU mentre è caratterizzato da logiche di mercato libero per quelle dei rifiuti industriali dove si riscontra un maggiore livello di integrazione delle fasi di raccolta – trattamento intermedio – smaltimento finale.



Le analisi sul mercato di riferimento in cui opera il Gruppo GTH, fanno prevalente riferimento alle relazioni “Rapporto Rifiuti Speciali” e “Rapporto Rifiuti Urbani” pubblicati dall’Istituto Superiore per la Protezione e la Ricerca Ambientale («**ISPRA**»). Per la predisposizione delle presente perizia, si è fatto riferimento rispettivamente alle edizioni 2021 e 2020 delle suddette relazioni.

Gli ultimi rapporti ISPRA quantificano, in Italia, un mercato annuo di circa 154 milioni di tonnellate di rifiuti industriali, circa 30,1 milioni di tonnellate per i rifiuti urbani ed oltre 40 Siti di Interesse Nazionale in riferimento alle aree geografiche che necessitano interventi di risanamento ambientale.

In totale il settore genera un fatturato annuo di oltre 25 miliardi di Euro.

Il 2019 è stato un anno in attivo per il settore del italiano del recupero e trattamento rifiuti, nonostante il quadro macroeconomico italiano non sia stato mediamente altrettanto performante. Rimane tuttavia un profondo gap tra Nord e Sud, legato soprattutto a diverse modalità di *governance*. Il 60% delle aziende operanti nel settore è situato nel Nord Italia, in particolare in Lombardia e Veneto.

Nel 2019, secondo il rapporto annuale di WAS – Waste Strategy, le maggiori 230 aziende operanti nel mercato della gestione e smaltimento dei rifiuti hanno registrato un valore della produzione pari a 11,7 miliardi di Euro, con un aumento delle masse di rifiuti gestiti (+6,4%) e degli investimenti (+4,1%), rispetto al 2018.



Rifiuti speciali¹

Nel 2019, la produzione nazionale di rifiuti speciali si attesta a circa 154 milioni di tonnellate, di questi, il quantitativo di rifiuti speciali pericolosi prodotto, nel 2019, supera le 10,1 milioni di tonnellate .

Tra il 2018 e il 2019 si rileva un aumento nella produzione totale di rifiuti speciali, pari al 7,3%, corrispondente a circa 10,5 milioni di tonnellate. L'incremento registrato è quasi del tutto imputabile ai rifiuti non pericolosi che rappresentano il 93,4% del totale dei rifiuti prodotti; aumentano, infatti, di quasi 10,4 milioni di tonnellate (+7,8%), mentre quelli pericolosi di 110 mila tonnellate (+1,1%). In particolare, i rifiuti non pericolosi prodotti da operazioni di costruzione e demolizione aumentano del 14,2% pari, in termini quantitativi, a 8,5 milioni di tonnellate.

Il maggior contributo alla produzione totale di rifiuti speciali è dato dal settore delle costruzioni e demolizioni che, con oltre 70 milioni di tonnellate comprensivi di rifiuti da operazioni di costruzione e demolizione e di altri rifiuti prodotti da tali attività, rappresenta il 45,5% del totale prodotto. Le attività di trattamento dei rifiuti e di risanamento ambientale contribuiscono per il 25,1% (38,6 milioni di tonnellate), mentre una percentuale pari al 18,9% è rappresentata dall'insieme delle attività manifatturiere (circa 29,1 milioni di tonnellate). Le altre attività economiche contribuiscono, complessivamente, alla produzione di rifiuti speciali con una percentuale pari al 10,5% (16,1 milioni di tonnellate).

L'analisi dei dati per tipologia dei rifiuti non pericolosi evidenzia come i rifiuti delle operazioni di costruzione e demolizione costituiscano il 47,5% della produzione totale, quelli prodotti dal trattamento dei rifiuti e delle acque reflue il 27,5%, cui seguono i rifiuti prodotti dai processi termici, che rappresentano il 6,1%, e i rifiuti non specificati altrimenti nell'Elenco Europeo, 4,1%.

L'analisi dei dati per tipologia di rifiuti speciali pericolosi evidenzia come il 26,2% della produzione del 2019 sia costituito dai rifiuti prodotti dal trattamento dei rifiuti e delle acque reflue, mentre una percentuale pari al 23,2% è rappresentata dai rifiuti non specificati altrimenti nell'Elenco Europeo che comprendono, tra gli altri, i veicoli fuori uso, le apparecchiature elettriche ed elettroniche, le batterie e gli accumulatori

1) Fonte: Rapporto Rifiuti Speciali; Edizione 2021; ISPRA.



Rifiuti urbani¹

Nel 2019, la produzione nazionale dei rifiuti urbani si è attestata a quasi 30,1 milioni di tonnellate, con un lieve calo dello 0,3% rispetto al 2018.

Rispetto al 2018, si rileva un disallineamento tra l'andamento della produzione dei rifiuti e quello degli indicatori socio-economici (PIL e spesa per consumi finali sul territorio economico delle famiglie residenti e non residenti). Nel 2019, infatti, il prodotto interno lordo e la spesa delle famiglie fanno registrare un incremento pari, rispettivamente, allo 0,3% e allo 0,6%, mentre la produzione di rifiuti mostra un lieve calo. Dopo il riallineamento al valore del 2016 registrato nel 2018, con un quantitativo superiore a 30,1 milioni di tonnellate, la produzione torna, quindi, a calare, pur se in modo contenuto.

Osservando l'andamento della produzione italiana di rifiuti urbani riferito ad un arco temporale più esteso, è stato rilevato che tra il 2006 e il 2010 la produzione si è mantenuta costantemente al di sopra dei 32 milioni di tonnellate mentre, c'è stata una flessione nel biennio 2011-2012 (concomitante con la contrazione dei valori del prodotto interno lordo e dei consumi delle famiglie), che ha attestata la produzione di rifiuti urbani a quantitativi inferiori a 30 milioni di tonnellate fino al 2015. Successivamente, ad esclusione dell'anno 2017, i valori della produzione si sono mantenuti intorno ai 30,1 milioni di tonnellate.

Parallelamente, rapportando la produzione annuale di rifiuti urbani con l'andamento macroeconomico in Italia, si registra un incremento più lieve della produzione di rifiuti urbani rispetto a ai due indicatori socio-economici presi a riferimento nel report analizzato e pari rispettivamente a +1,7%, a fronte di incrementi percentuali pari al 5,1% per il PIL e al 6,8% per le spese delle famiglie.

1) Fonte: Rapporto Rifiuti Urbani; Edizione 2020; ISPRA.



Si riportano qui di seguito i principali dati economici delle principali società operanti nel settore.

OMISSIS

OMISSIS

Nota: I valori fanno riferimento al bilancio civilistico dell'esercizio 2020, eccetto quelli di GTH che fanno riferimento al consolidato al 31.12.2020.



Si riportano qui di seguito i principali dati economici delle principali società operanti nel settore.

OMISSIS

OMISSIS

Nota: I valori fanno riferimento al bilancio civilistico dell'esercizio 2020, eccetto quelli di GTH che fanno riferimento al consolidato al 31.12.2020.



- 1 Oggetto dell'incarico
- 2 Ipotesi di lavoro e limiti
- 3 Documenti di riferimento
- 4 Gruppo GTH e mercato di riferimento
- 5 Operazione Societarie e individuazione del compendio conferito**
- 6 Scelta dei criteri e dei parametri principali per la valutazione
- 7 Stima del valore delle partecipazioni conferite
- 8 Stima del valore degli altri beni conferiti
- 9 Conclusioni



Obiettivi

Ai fini dell'Operazione, al Sottoscritto è stata rappresentata dalla Conferente la necessità di scorporare, mediante operazioni di scissione parziale o modalità tecniche equivalenti («**Operazioni Societarie**»), talune attività e passività di proprietà delle società del Gruppo GTH.

In tale contesto, le Operazioni Societarie sono volte alla razionalizzazione della struttura patrimoniale e finanziaria di alcune società oggetto di Conferimento.

In particolare, si prevede di scindere, dalle società oggetto di Conferimento, a favore di GTH e/o di una NewCo («**NewCo**») detenuta interamente da GTH, tra le altre, le seguenti:

- i. partecipazioni in società non attive nei *core business* del settore ambientale;
- ii. rapporti di credito/debito *intercompany*;
- iii. l'immobile non strumentale di Palazzo Visconti.

Condizioni

L'efficacia delle Operazioni Societarie previste, è subordinata:

- all'approvazione, in sostanziale continuità e progressiva iscrizione nel registro delle imprese, da parte dei consigli di amministrazione e delle assemblee straordinarie di GTH e di ciascuna società scissa ai sensi degli artt. 2502 e 2506-ter, comma 5, del codice civile. Il Sottoscritto a tal proposito è stato informato che:
 - ✓ i progetti di scissione sono stati approvati dai consigli di amministrazione e deliberati dalle assemblee delle rispettive società in data 1° ottobre 2021.
- alla mancata opposizione dei creditori ai sensi dell'art. 2503 e 2506-ter, comma 5, del codice civile.



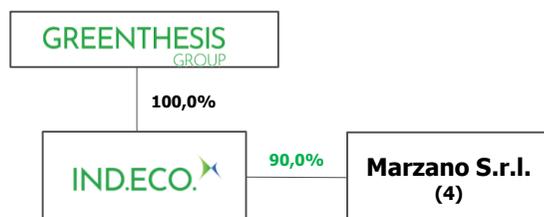
Società

Rapporti infragruppo al 30.06.2021

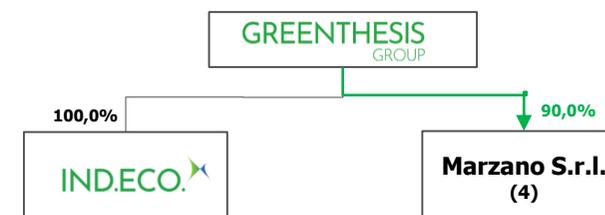
Sintesi operazioni societarie

Situazione post Operazioni Societarie

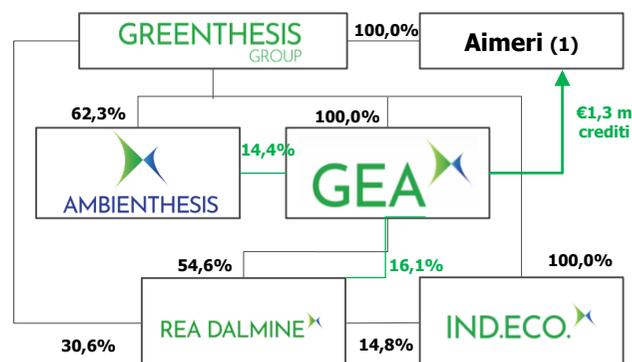
Indeco



Cessione a favore di GTH della partecipazione del 90% in Marzano S.r.l. per il corrispettivo di €1,00

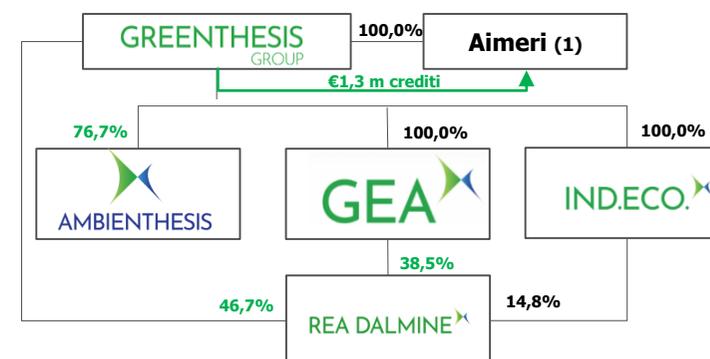


GEA



Scissione parziale a favore di GTH di:

- Credito commerciale² vs Aimeri
- Partecipazione del 14,4% in ATH
- Partecipazione del 16,1% in REA
- Quota del fondo imposte differite



Note: (1) Società in liquidazione; (2) Nell'ambito dell'Operazione, GTH rinuncerà a crediti vantati nei confronti di Aimeri congiuntamente ai crediti che riceverà a seguito della scissione parziale di GEA

(3) Rappresentazione illustrativa sintetica post scissione, prima della scissione parziale asimmetrica di Rea; (4) Società in liquidazione.



OMISSIS



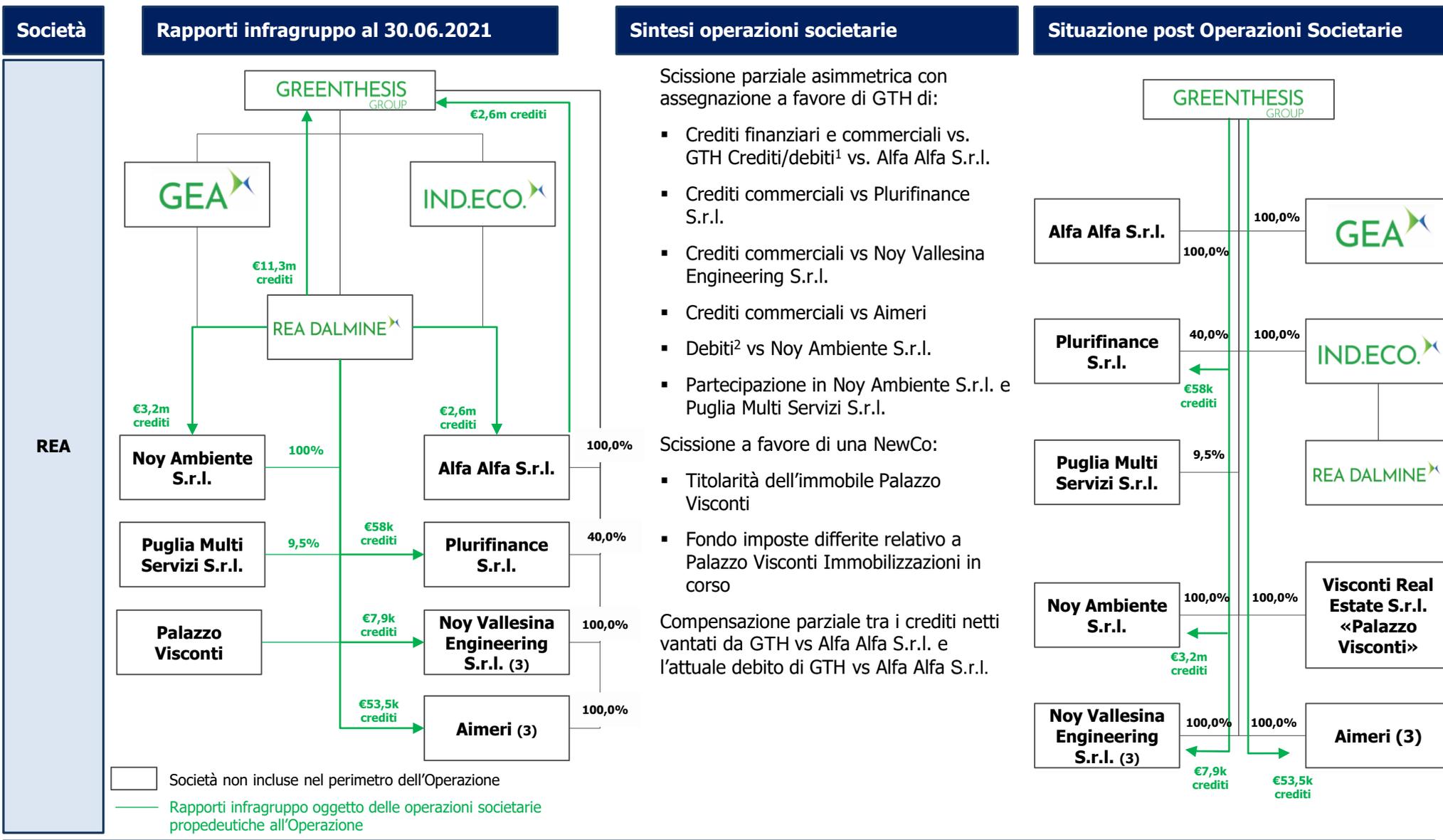
OMISSIS



In conseguenza del perfezionamento della Scissione:

- faranno carico alla società beneficiaria anche tutte le sopravvenienze passive, passività, perdite e qualsiasi danno e/o costo, debiti e obbligazioni inerenti o comunque riferibili al compendio scisso che dovessero sorgere successivamente alla date di efficacia dell'operazione;
- faranno invece carico esclusivamente alla società scissa tutte le sopravvenienze passive, passività, perdite e qualsiasi danno e/o costo (inclusi i costi legali), debiti e obbligazioni non inerenti o comunque non riferibili al compendio scisso assegnato alla società beneficiaria.

OMISSIS



Si prevede che la scissione parziale di REA sia asimmetrica e, pertanto, GTH riduca proporzionalmente, fino ad annullarla la propria partecipazione in REA a beneficio degli altri azionisti (i.e. GEA e Indeco) che deterranno integralmente il capitale della Società.

Note: (1) include nei confronti di Alfa Alfa S.r.l. i) il credito finanziario per 2.133 migliaia di Euro; ii) il credito commerciale per 510 migliaia di Euro; e iii) il debito commerciale per 12 migliaia di Euro; 2) include nei confronti di Noy Ambiente S.r.l. i) debiti finanziari per 3.182 migliaia di Euro; ii) debiti commerciali per 52 migliaia di Euro; e iii) debiti per fatture da ricevere per 11 migliaia di Euro; 3) Società in liquidazione.





OMISSIS



OMISSIS



OMISSIS



In conseguenza del perfezionamento della Scissione:

- faranno carico alla società beneficiaria anche tutte le sopravvenienze passive, passività, perdite e qualsiasi danno e/o costo, debiti e obbligazioni inerenti o comunque riferibili al compendio scisso che dovessero sorgere successivamente alla date di efficacia dell'operazione;
- faranno invece carico esclusivamente alla società scissa tutte le sopravvenienze passive, passività, perdite e qualsiasi danno e/o costo (inclusi i costi legali), debiti e obbligazioni non inerenti o comunque non riferibili al compendio scisso assegnato alla società beneficiaria.

OMISSIS



Nel contesto dell'Operazione e più in particolare del processo di riorganizzazione societaria del Gruppo GTH, il Sottoscritto è stato reso edotto del fatto che in data 25 ottobre, 2021 con atto notarile, la società Plurifinance S.r.l. ha ceduto in forma onerosa gli immobili, dalla medesima detenuti, di: i) Tenuta Bonsciano sita in Città di Castello (PG) e ii) di Cascine Doppie sito in Inzago (MI), in favore di Aimeri Immobiliare S.r.l.. La cessione è stata regolarizzata a valori di mercato come risultante da perizia condotta **OMISSIS** el mese di settembre 2021 per un valore totale complessivo pari a **OMISSIS**

OMISSIS

Come confermato dal management della società ed ai fini della presente Relazione, lo Scrivente ritiene che tali operazioni dal punto di vista economico abbiano un profilo neutrale.

Lo Scrivente è stato poi reso edotto che in data 12 novembre 2021 GTH ha siglato un contratto preliminare di acquisto con la partecipata Plurifinance S.r.l. volto a formalizzare l'acquisto da parte di GTH del compendio immobiliare Cascine Ovi, attuale sede legale di GTH e società del gruppo sito in Segrate (MI). In base alle condizioni e agli accordi del contratto preliminare, Plurifinance S.r.l. cede a GTH la posizione di utilizzatore nel contratto di leasing relativo al compendio Cascine Ovi. La Società al perfezionamento della cessione dell'immobiliare si è impegnata a trasferire il ramo d'azienda in favore di ATH, ovvero società oggetto del conferimento, entro l'anno fiscale 2022. L'operazione avente ad oggetto Cascina Ovi si ritiene avvenuta sulla base di valori di mercato e più precisamente in base alle risultanze di apposita perizia condotta **OMISSIS** nel mese di marzo 2021 per un valore di circa **OMISSIS**

OMISSIS

Lo scrivente pertanto, come confermato dal management della società ed ai fini della presente Relazione, ha assunto che dal punto di vista economico tale operazione abbia un profilo neutrale.

Nel prosieguo vengono analizzati in maggior dettaglio le principali caratteristiche degli immobili oggetto di cessione:



1. Tenuta Bonsciano

Il compendio immobiliare fa parte del complesso edilizio sito in Umbria nel territorio del Comune di Città di Castello (PG), frazione Bonsciano. La proprietà è immersa nel verde delle colline umbre in una zona a prevalente vocazione agricola. La tenuta è costituita da una villa padronale principale con piscina adiacente, una piccola chiesa sconsacrata, oltre che ad un complesso di *dependance*. Il complesso immobiliare sarà organizzato e gestito dalle società del Gruppo GTH come *hub* di sviluppo competenze per attività formative interne e anche nei confronti del pubblico attraverso l'organizzazione di eventi dedicati a temi relativi alla *circular economy*. Il compendio immobiliare nel mese di settembre 2021 è stato oggetto di perizia di valutazione, condotta dall'architetto **OMISSIS**. Per la valutazione economica dell'immobile la perizia condotta si è basata parzialmente sui valori pubblicati dalla banca dati della agenzia delle entrate aggiornate al secondo semestre 2020. Per quanto riguarda la valutazione dei terreni è stato fatto ricorso al metodo comparativo determinando il valore in relazione ai valori agricoli medi pubblicati sul Bollettino Ufficiale della Regione Umbria. Le risultanze della perizia condotta valorizzano il complesso immobiliare sito a Bonsciano per un valore pari a **OMISSIS**.

2. Cascine Doppie, Inzago

Il compendio immobiliare oggetto di stima è ubicata in provincia di Milano, nel Comune di Inzago in Via delle Cascine Doppie ed è posizionata a Sud Ovest rispetto al centro urbano principale nel nucleo denominato Villaggio Residenziale; il contesto risulta essere una zona prevalentemente a carattere residenziale a bassa densità edilizia. Il compendio è costituito da capannoni, una palazzina uffici composta al piano terra da ingresso, reception, 6 locali ad uso ufficio, servizi e porticato, al piano interrato è presente un archivio e un locale tecnico oltre che ad un'abitazione adibita a guardiana. Attualmente il complesso immobiliare è utilizzato dalle società del Gruppo come centro logistico per la gestione delle attività di ricovero e manutenzione dei mezzi e attrezzature strumentali. Il compendio immobiliare nel mese di settembre 2021 è stato oggetto di perizia di valutazione, condotta dall'architetto **OMISSIS**. Per la valutazione economica dell'immobile la perizia condotta si è basata sui valori pubblicati dalla banca dati della agenzia delle entrate aggiornate al secondo semestre 2020. Le risultanze della perizia condotta valorizzano il complesso immobiliare sito nel Comune di Inzago per un valore pari a **OMISSIS** di Euro.



3. *Casina Ovi*

Il compendio immobiliare fa parte del complesso edilizio di antica formazione denominato "Casina Ovi", situato ad Est di Milano nel territorio del Comune di Segrate. Il complesso, acquisito agli inizi degli anni 2000, è attualmente adibito a sede delle società controllate direttamente e indirettamente da GTH. Il compendio immobiliare nel mese di marzo 2021 è stato oggetto di perizia di valutazione, condotta dall'architetto **OMISSIS**. Per la valutazione economica dell'immobile la perizia condotta si è basata sui valori pubblicati presenti nell'archivio OMI "Osservatorio Mercato Immobiliare" dell'Agenzia delle Entrate aggiornati al secondo semestre 2020. Nello specifico l'oggetto della perizia sono stati alcuni dei corpi di fabbrica costituenti il suddetto complesso edilizio, le risultanze della suddetta perizia valorizzano il compendio immobiliare "Casina Ovi" per : **OMISSIS**

OMISSIS



Elementi conferiti da GTH in ATH

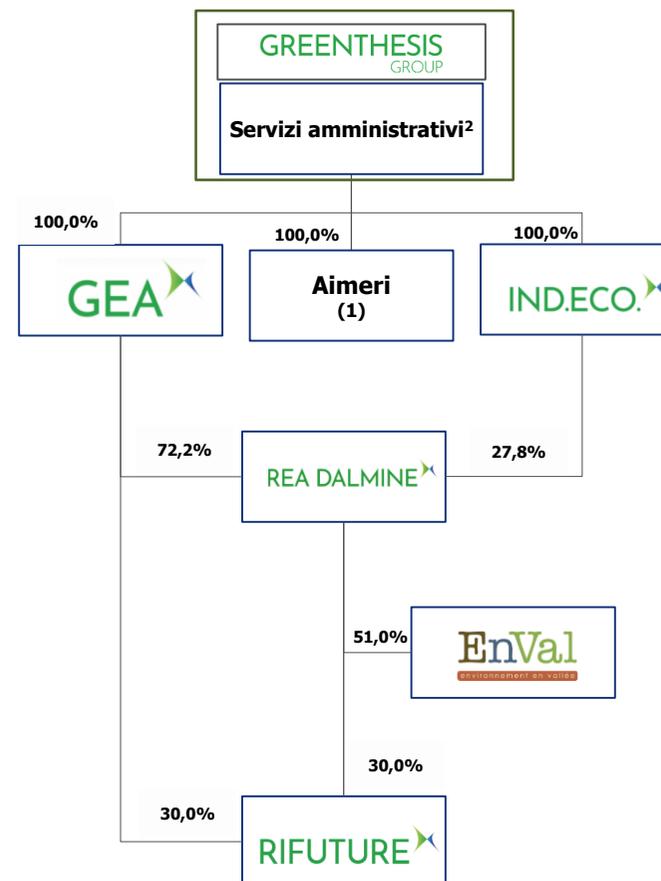
A seguito della corretta esecuzione delle Operazioni Societarie, il conferimento in ATH da parte di GTH prevede il trasferimento di:

- Partecipazione del 100% in GEA;
- Partecipazione del 100% in Indeco;
- Partecipazione del 100% in Aimeri e relativo fondo copertura perdite;
- Ramo d'azienda relativo alla fornitura di servizi amministrativi e finanziari in favore di ATH e delle altre società incluse nel perimetro dell'Operazione;
- Poste finanziarie di GEA, Indeco e REA vs/GTH e finanziamenti a MLT e BT di GTH;
- Un debito bancario di GTH;
- Un contratto preliminare sottoscritto da GTH e Plurifinance S.r.l. avente ad oggetto la cessione di un contratto di leasing.

Il Conferimento è sospensivamente condizionato al verificarsi dei seguenti eventi:

- l'esito positivo dell'attività di *due diligence*;
- la condivisione delle valorizzazioni del compendio di conferimento di GTH nonché di ATH ai fini dell'emissione delle azioni al servizio dell'Aumento di Capitale;
- l'approvazione dell'Operazione ai sensi della disciplina sulle operazioni con parti correlate di ATH.

Situazione sintetica post Operazioni Societarie



Note: (1) Società in Liquidazione; (2) Servizi Amministrativi e direzionali a favore di ATH e delle altre società del gruppo GTH incluse nel perimetro dell'Operazione.



OMISSIS



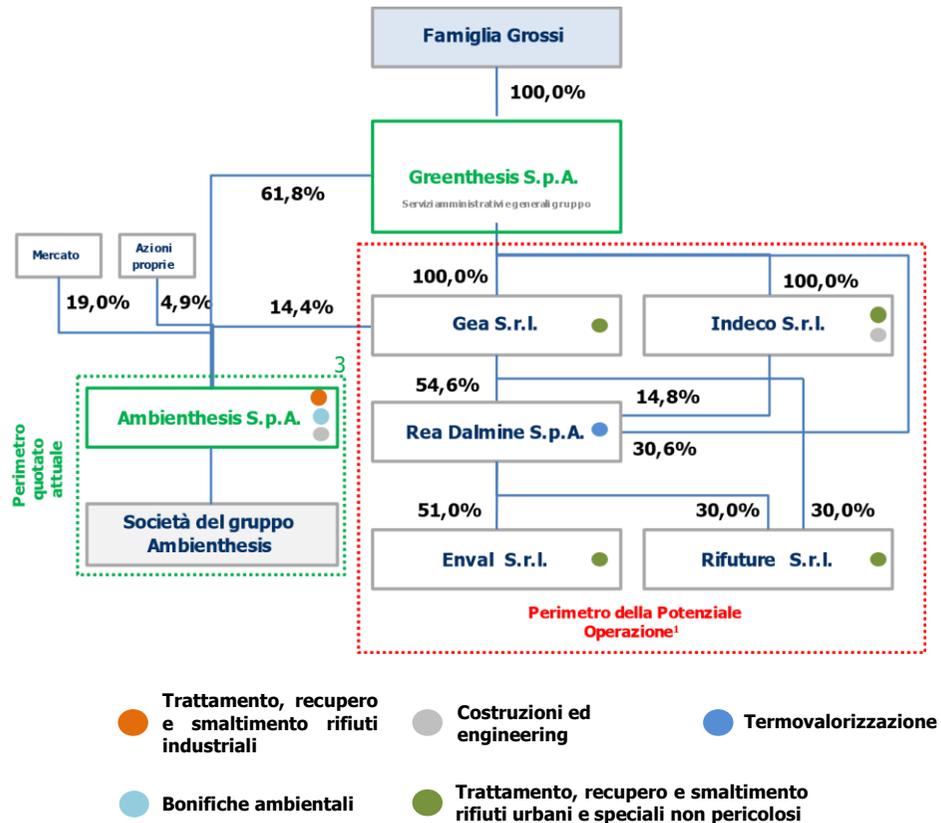
OMISSIS



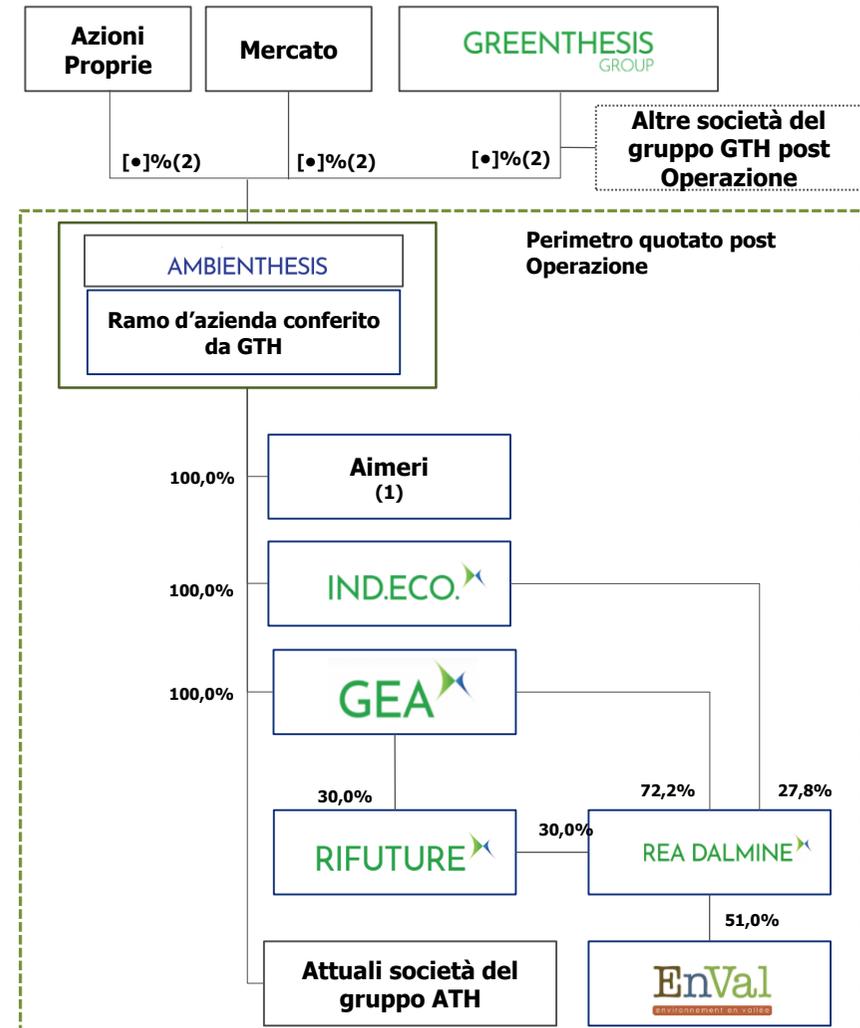
OMISSIS

Struttura del gruppo a seguito dell'Operazione

Struttura di gruppo semplificata attuale¹



Possibile struttura di gruppo semplificata post Operazione¹



Note:

- 1) Struttura societaria semplificata non esaustiva con indicazione delle principali società operative;
- 2) Le percentuali di partecipazione verranno definite ad esito dell'approvazione dell'Operazione;
- 3) Conferitaria/beneficiaria del Perimetro dell'Operazione.



- 1 Oggetto dell'incarico
- 2 Ipotesi di lavoro e limiti
- 3 Documenti di riferimento
- 4 Gruppo GTH e mercato di riferimento
- 5 Operazione Societarie e individuazione del compendio conferito
- 6 Scelta dei criteri e dei parametri principali per la valutazione**
- 7 Stima del valore delle partecipazioni conferite
- 8 Stima del valore degli altri beni conferiti
- 9 Conclusioni



Scelta dei criteri e dei parametri principali per la valutazione

Oggetto della presente Relazione è la stima del valore dei beni di proprietà di GTH oggetto di conferimento. La stima di tale valore si basa su metodologie sviluppate dalla dottrina e condivise dalla prassi consolidata. Tali principi e metodi riassumono organicamente precetti giuridici, indicazioni teoriche e linee di comportamento suggerite dalla prassi, nonché largamente diffusi e riconosciuti dai mercati. Dette metodologie di valutazione sono riconducibili alle seguenti fattispecie:

- metodo patrimoniale;
- metodo reddituale;
- metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del *goodwill*;
- metodo finanziario (di seguito anche il "Metodo Finanziario");
- metodi di mercato («Metodo dei Multipli di Borsa» e «Metodo delle Transazioni comparabili»):

In termini generali, tali criteri esprimono talune caratteristiche comuni di rilievo assoluto, principalmente quelle della credibilità-affidabilità, della coerenza, della continuità, della dimostrabilità-verificabilità e dell'efficienza. La pluralità dei metodi impiegabili deve essere declinata dal valutatore in funzione della finalità dell'analisi, della realtà oggetto di valutazione e dei *driver* che, meglio di altri, permettono di apprezzare il valore della realtà oggetto di valutazione.

Nel caso di specie, i multipli *asset side* da adottare in relazione alle singole partecipazioni oggetto di conferimento, assumono a numeratore un complesso di attività, sia *core* sia accessorie, per le quali risulta difficile rappresentare un nesso di diretta causalità con il margine operativo espresso a denominatore. Preme rimarcare, difatti, che i piani forniti a chi scrive dal *management* delle società rappresentano le stime reddituali, patrimoniali e finanziarie delle partecipazioni prima delle operazioni societarie e che pertanto i margini ivi indicati fanno riferimento ad un complesso aziendale diverso da quello oggetto di conferimento. Proprio alla luce di tali considerazioni ai fini della presente Relazione non si è ritenuto opportuno ricorrere all'utilizzo dei metodi di mercato se non ove possibile come metodo di controllo delle risultanze valutative ottenute.

Infine, chi scrive non ha ritenuto necessario ricorrere all'utilizzo del metodo patrimoniale e/o reddituale o misto, dando rilevanza, nel caso di specie, ai metodi che si basano su previsioni esplicite riguardo ai futuri risultati operativi, avendo la disponibilità dei piani economici finanziari delle società partecipate oggetto di conferimento.



Scelta dei criteri e dei parametri principali per la valutazione

Lo scrivente ha pertanto ritenuto di utilizzare primariamente il metodo finanziario.

Il ricorso al Metodo Finanziario è suffragato dalla primaria rilevanza attribuita a tale metodo dalla dottrina aziendalistica ai fini della valutazione di complessi aziendali in funzionamento. Non di meno occorre osservare che tale metodo è intrinsecamente coerente con le caratteristiche della realtà oggetto di valutazione e con i dati a disposizione di chi scrive, in quanto (i) presenta il requisito della universalità di applicazione; (ii) consente di esprimere il valore implicito dell'eventuale capacità del *management* della Società di produrre risultati almeno in linea con quelli medi di settore; (iii) tale metodo è imprescindibile ai fini della valutazione di realtà, quale quella oggetto di conferimento, caratterizzate da un portafoglio clienti con commesse annuali e pluriannuali, la cui valorizzazione non trova compiuta rappresentazione tra le voci contabili dell'attivo patrimoniale.

Chi scrive ha, inoltre, stimato il valore del capitale del compendio oggetto di Conferimento attraverso Metodi di Mercato nella versione del metodo dei Multipli di Borsa di aziende comparabili, verificando con tale metodologia, l'esito dell'applicazione del Metodo Finanziario.



Scelta dei criteri e dei parametri principali per la valutazione

Nella prospettiva *asset side*, il valore di un'azienda («Valore Operativo») è pari alla somma delle seguenti componenti:

- il valore operativo, determinato sulla base dei flussi di cassa operativi che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital*, definito in breve *WACC*);
- la posizione finanziaria netta dell'azienda espressa a valori di mercato e determinata con riferimento alla data di valutazione;
- il valore di mercato di eventuali *surplus asset* non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati, per eventuali specifiche ragioni metodologiche, nei flussi di cassa operativi.

Secondo la seguente relazione:

$$W_e = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + wacc)^t} + \frac{TV}{(1 + wacc)^n} + PFN + ACC$$

dove:

We	= valore del capitale dell'azienda;
FCFO	= flussi di cassa operativi (<i>Free Cash Flows from Operations</i>);
n	= orizzonte di proiezione esplicita;
WACC	= costo medio ponderato del capitale;
TV	= <i>terminal value</i> o valore residuo;
PFN	= posizione finanziaria netta;
ACC	= valore delle attività accessorie non operative.

Per quanto concerne la determinazione del Valore Operativo, la stima dei flussi di cassa operativi prospettici richiede un'analisi puntuale per l'orizzonte temporale del piano ed una stima del valore futuro della stessa al termine del periodo di proiezione esplicita.



Scelta dei criteri e dei parametri principali per la valutazione

Ai fini del calcolo del Valore Operativo è quindi necessario stimare le seguenti componenti:

1) **I flussi di cassa operativi (FCFO)**

I flussi di cassa operativi da stimare per il periodo di pianificazione esplicita del piano sono quelli resi disponibili dalle sole attività operative della società, al lordo di qualsiasi componente di natura finanziaria.

2) **L'orizzonte di proiezione esplicita (n)**

L'orizzonte di tempo n da utilizzare ai fini delle proiezioni esplicite dei flussi di cassa operativi dovrebbe essere definito in modo tale che, al termine di tale periodo, la società abbia raggiunto uno stato di sostanziale equilibrio.

3) **Il terminal value o valore residuo (TV)**

Ai fini della stima del valore residuo, la dottrina e la prassi professionale prevalente propongono diverse alternative:

- valore di liquidazione dell'attivo, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di previsione esplicita;
- valore corrispondente alla capitalizzazione del flusso di cassa operativo medio normalizzato;
- valore corrispondente alla capitalizzazione illimitata del reddito operativo netto;
- valore derivante dall'impiego di moltiplicatori empirici (prezzo/utile per azione, prezzo/patrimonio netto per azione, valore operativo/margine operativo lordo, ecc.).



Scelta dei criteri e dei parametri principali per la valutazione

4) Il tasso di attualizzazione (WACC)

I flussi di cassa individuati nel metodo in oggetto sono quelli di natura operativa, destinati alla remunerazione e all'eventuale rimborso di tutti i conferenti capitale: di debito e di rischio. Ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi, deve quindi essere utilizzato un tasso rappresentativo del costo di tutte le risorse finanziarie utilizzate dall'azienda; detto tasso è individuabile nel costo medio ponderato del capitale (*WACC*).

Il WACC è definito come segue:

$$wacc = K_d \cdot (1 - t) \cdot \frac{W_D}{W_D + W_E} + K_e \cdot \frac{W_E}{W_D + W_E}$$

Il costo del capitale di debito (K_d) è pari al costo dei debiti onerosi della società e può essere stimato, in assenza di dati puntuali societari di riferimento, a partire dalla relazione:

$$K_d = R_f + Spread$$

dove:

- Kd** = costo del capitale di debito;
- Rf** = rendimento degli investimenti privi di rischio;
- Spread** = premio per il rischio di debito.



Scelta dei criteri e dei parametri principali per la valutazione

Il costo del capitale di rischio è comunemente definito come il costo opportunità del capitale azionario dell'azienda, ovvero il suo rendimento medio atteso. Il costo del capitale di rischio può essere stimato tramite differenti modelli. La prassi operativa prevalente impiega il modello del Capital Asset Pricing Model (CAPM), definito dalla seguente relazione:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) = R_f + \beta \cdot MRP$$

dove:

Ke	= costo del capitale di rischio;
Rf	= rendimento degli investimenti privi di rischio;
Rm	= rendimento di un portafoglio di attività rappresentativo del mercato;
β	= indice della rischiosità della società rispetto alla media del mercato;
MRP	= premio per il rischio di mercato.

Più in dettaglio, il beta (β) misura il legame tra il rendimento del singolo titolo con quello del mercato azionario nel suo complesso. I tassi sopra definiti, rappresentando il rendimento di mercato da garantire agli investitori in capitale di debito ed in capitale di rischio, devono essere ponderati in relazione alla struttura finanziaria della società oggetto di valutazione.

Ai fini della stima della struttura finanziaria, ossia della definizione dei pesi del capitale di debito e di quello di rischio (*leverage*), è possibile ricorrere a diverse soluzioni operative:

- riferirsi alla struttura finanziaria dell'azienda alla data di riferimento della valutazione espressa in termini di valori correnti di mercato. In tal caso, si ipotizza implicitamente che l'azienda, nel lungo periodo, abbia una struttura finanziaria analoga a quella corrente;
- riferirsi alla struttura finanziaria prospettica dell'azienda, definibile sulla base di:
 - ✓ valori medi di mercato delle due componenti di capitale, rilevate a partire da un campione di imprese comparabili. Tale approccio si fonda sul presupposto che la struttura finanziaria dell'azienda si allineerà, nel medio-lungo periodo, a quella delle imprese del settore di appartenenza;
 - ✓ valori medi del capitale proprio e del capitale di debito previsti dal *management* e incorporate nelle ipotesi di piano. Secondo tale approccio, sono formulate ipotesi esplicite sulla composizione prospettica del capitale dell'azienda.



Scelta dei criteri e dei parametri principali per la valutazione

5) Il valore dei fondi relativi alla gestione post operativa

Il valore dei fondi relativi alla gestione post operativa («GPO») è stato ottenuto mediante l'attualizzazione dei flussi monetari previsti per il trattamento dei rifiuti successivi alla vita utile delle discariche. Da un punto di vista finanziario, i fondi GPO rappresentano delle uscite monetarie differite nel tempo, la cui manifestazione è certa ma potrebbe variare nell'importo.

Operativamente, si è ritenuto opportuno confrontare le risultanze valutative attualizzando i flussi monetari dei GPO al 30 giugno 2021 mediante il:

- costo medio ponderato del capitale (WACC): la scelta di tale saggio di attualizzazione è determinata sul presupposto che la gestione post operativa delle discariche è a tutti gli effetti parte integrante del ciclo di vita e operatività delle società operanti nel settore del trattamento dei rifiuti. Pur accantonando annualmente risorse destinate specificamente alla gestione di tale fase di vita delle discariche, le società si assumono il rischio di reintegro nel caso i fondi non fossero sufficienti.
- tasso privo di rischio (inclusivo del *country spread*): considerando che i valori accantonati per far fronte ai costi della gestione post operativa vengono stimati sulla base di perizie rilasciate da esperti indipendenti, la natura e l'entità dei futuri costi appare meno incerta rispetto a quelli sostenuti per l'ordinaria operatività delle società. In tale contesto, chi scrive ha ritenuto ragionevole applicare un tasso pari al rendimento dei buoni poliennali del tesoro (BTP) con maturità più vicina agli anni di utilizzo dei relativi fondi. Nello specifico, si è utilizzato il rendimento del BTP con scadenza a 50 anni (pari al 2,2%) per i costi relativi alla gestione post operativa della discarica di GEA e il rendimento del BTP con scadenza a 30 anni (pari all' 1,8%) per i costi relativi alla gestione post operativa della discarica di Indeco.

I flussi monetari relativi ai fondi GPO sono stati capitalizzati con le stime inflazionistiche* condotte da istituti pubblici per gli anni 2021 – 2023. Dal 2023, è stato assunto un tasso di inflazione costante, pari all'1%.

La stima del valore dei GPO al 30 giugno 2021, cambia significativamente a seconda del tasso di attualizzazione adottato. Per tale motivo, si è ritenuto opportuno procedere ad una stima del valore dei GPO in relazione a differenti esiti o scenari possibili, sulla base delle risultanze di due analisi di sensitività del valore rispetto al saggio di sconto. Alle risultanze in tal modo ottenute, è stato attribuito un «peso» in egual misura, pari al 50% ciascuna.

*Fonte: Bloomberg



Scelta dei criteri e dei parametri principali per la valutazione

6) La posizione finanziaria netta (PFN)

La posizione finanziaria netta rappresenta il risultato della somma algebrica dei debiti finanziari, dei crediti finanziari e della sua liquidità alla data di valutazione.

7) Il valore delle attività accessorie (ACC)

Il valore operativo, derivante dall'attualizzazione dei flussi di cassa operativi prospettici, non comprende il valore delle attività accessorie non strumentali, la cui ipotetica liquidazione alla data di riferimento della valutazione non compromette la futura redditività dell'attività economica prospettica dell'azienda. Talvolta le attività accessorie possono comprendere anche attività definibili strumentali, ma per natura o dimensione classificabili come sussidiarie rispetto al *core business* dell'impresa stessa.



Parametri

I flussi di cassa individuati sono di natura operativa, destinati cioè alla remunerazione di tutti i finanziatori della Società. Il tasso di attualizzazione di detti flussi viene quindi espresso nella forma precedentemente indicata del *weighted average cost of capital* (WACC) – costo medio ponderato del capitale, per unanime indirizzo di dottrina e prassi. Chi scrive ha dunque proceduto alla stima delle singole componenti del WACC come descritto di seguito.

Il costo del debito (Kd) per la Società è stato determinato puntualmente, considerando il costo medio ponderato delle linee di finanziamento attualmente utilizzate dalla Società che, al lordo delle conseguenze fiscali, risulta essere dunque pari a **3,5%**. Applicando un'aliquota d'imposta pari al 24%, pari all'aliquota IRES vigente, il costo del debito al netto delle conseguenze fiscali risulta essere pari a **2,7%**.

Il costo del capitale di rischio è stato ottenuto applicando il noto modello del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Il valore del tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio è stato stimato pari a quello di un titolo privo di rischio di durata pari all'orizzonte di lungo termine del capitale proprio, che chi scrive ha approssimato nel rendimento medio relativo agli ultimi 5 anni dell'indice Euro Swap 10 anni che risulta pari a **0,6%** a cui si somma un premio per il rischio Paese pari a **1,3%**. Il coefficiente beta (β) e il *leverage* sono stati invece stimati, ricorrendo all'individuazione di un campione di società comparabili (Allegato 1). Chi scrive ha indagato, per ciascuna società, i principali valori economici, patrimoniali e finanziari, oltre ai valori di mercato più significativi. Dall'analisi condotta sono stati stimati i valori medi riferiti alle seguenti variabili: (i) il coefficiente β *unlevered* pari a **0,6**; (ii) l'incidenza percentuale della posizione finanziaria netta e dell'*equity* rispetto alle fonti di finanziamento complessive, calcolate sulla base dei valori di mercato, pari rispettivamente a **47,1%** e **52,9%**.

Il *market risk premium* è stato assunto pari al **6,0%**, di fonte Fernandez.

Preme evidenziare che il WACC, così come definito in queste pagine, è stato impiegato dal Sottoscritto per l'attualizzazione dei flussi finanziari di tutte le partecipazioni oggetto di conferimento, e che il medesimo tasso è stato assunto quale riferimento, assieme a quello del generico buono poliennale del tesoro italiano con scadenza a 50 anni, per la stima dei costi di futura manifestazione monetaria in relazione alla gestione post-operativa delle discariche.



OMISSIS



Determinanti:

	Parametri	Ipotesi	Valore
Costo del debito (Kd)	Tasso privo di rischio	Stimato con riferimento all'IRS europeo a 10 anni	0,6%
	Rischio paese	Calcolato come differenza tra il rendimento del titolo di stato italiano a 10 anni e l'IRS europeo a 10 anni	1,3%
	Credit spread	Considerato il Rating della Società emesso da Cerved Spa pari a B1.2, comparato ad un BBB di S&P	1,6%
	Costo del debito	Costo del debito al lordo dello scudo fiscale = Tasso privo di rischio + Rischio paese + <i>Credit spread</i>	3,5%
	Aliquota fiscale	IRES	24,0%
	Totale	Costo del debito al netto dello scudo fiscale = Costo del debito al lordo dello scudo fiscale x (1 - Aliquota fiscale)	2,7%
Costo del capitale proprio (Ke)	Tasso privo di rischio	Stimato con riferimento all'IRS europeo a 10 anni	0,6%
	Rischio paese	Calcolato come differenza tra il rendimento del titolo di stato italiano a 10 anni e l'IRS europeo a 10 anni	1,3%
	B unlevered	Coefficiente di volatilità <i>unlevered</i> (proprio di aziende non indebitate)	0,6
	D / (E + D)	Peso riferito al capitale di debito sul totale della struttura finanziaria aziendale	34,3%
	B levered	Coefficiente di volatilità <i>levered</i> (proprio di aziende indebitate)	1,0
	MRP	Premio per il rischio di mercato	6,0%
	ARP	Rischio dimensionale rispetto ai <i>Peers</i> presi a riferimento	1,0%
	Totale	Costo del capitale proprio = Tasso privo di rischio + Rischio paese + B levered X MRP + ARP	7,8%
Struttura finanziaria	D / (E + D)	Peso riferito al capitale di debito sul totale della struttura finanziaria aziendale	47,1%
	E / (E + D)	Peso riferito al capitale proprio sul totale della struttura finanziaria aziendale	52,9%
Totale		Costo del capitale proprio x E / (E + D) + Costo del debito netto x D / (E + D)	6,0%

Fonte: Bloomberg



OMISSIS



OMISSIS



- 1 Oggetto dell'incarico
- 2 Ipotesi di lavoro e limiti
- 3 Documenti di riferimento
- 4 Gruppo GTH e mercato di riferimento
- 5 Operazione Societarie e individuazione del compendio conferito
- 6 Scelta dei criteri e dei parametri principali per la valutazione
- 7 Stima del valore delle partecipazioni conferite**
- 8 Stima del valore degli altri beni conferiti
- 9 Conclusioni



Ai fini della stima del valore del compendio oggetto di conferimento, il Sottoscritto ha ritenuto opportuno adottare un approccio valutativo per somma di parti.

Nello specifico, la valutazione del compendio muove dalla stima del valore delle singole partecipazioni oggetto di conferimento mediante metodo finanziario, per le quali il *management* della Società ha fornito al Sottoscritto Piani con un orizzonte temporale sufficientemente esteso.

Considerato il complesso dei rapporti giuridici tra le società rientranti nel perimetro dell'Operazione, si è ritenuto opportuno procedere dapprima alla valutazione delle società partecipate interamente da una o più entità oggetto di conferimento e, «a cascata», alla stima del valore delle partecipazioni direttamente conferite da GTH a favore di ATH.

Si procederà in primo luogo all'esposizione dei risultati relativi alla stima di valore di Enval e di Rifuture, a seguire quella di REA, ed, infine, quelle di GEA ed Indeco. Si rammenta infatti che:

- Enval è partecipata al 51,0% da REA;
- Rifuture è partecipata al 30,0% da REA e al 30,0% da Gea;
- REA è partecipata per il 54,6% da GEA, per il 14,8% da Indeco e per il restante 30,6% da GTH; in via preliminare all'Conferimento, sulla base di quanto riferito al Sottoscritto dal *management* della Società, GTH conferirà, a favore di GEA ed Indeco, rispettivamente il 17,6% ed il 13,0% della propria partecipazione in REA attraverso la scissione parziale asimmetrica di quest'ultima;
- GEA ed Indeco sono partecipate al 100,0% da GTH.

Per quanto riguarda Aimeri, in assenza del presupposto di *going concern* e di affidabili prospettive di sviluppo economico e finanziario della società, si è ritenuto opportuno procedere alla valutazione della partecipazione sulla base delle consistenze patrimoniali alla Data di Riferimento.

In relazione ai beni conferiti da GTH a ATH diversi dalle partecipazioni, il valore è stato assunto pari al valore di iscrizione contabile.

Analisi storica

Enval è controllata da REA per una quota pari al 51% e per la restante parte da Fratelli Ronc SI (45%) e Cesaro Mac. Import Srl (4%).

La società opera in virtù di una convenzione con la Valle d'Aosta della durata di 17 anni e raccoglie i rifiuti urbani di 74 comuni della Regione Valle d'Aosta insieme ai rifiuti speciali prodotti nel territorio regionale presso il Centro di Brissogne. Inoltre, la società smaltisce la frazione organica del rifiuto solido urbano (FORSU o «umido»), destinandola a impianti di digestione anaerobica dedicati e i rifiuti denominati RAEE, che vengono raccolti, stoccati in specifiche aree e in un secondo tempo inviati al centro di coordinamento. La convenzione prevede la restituzione della discarica alla Regione Valle d'Aosta al termine dei 17 anni.

La società gestisce inoltre la raccolta del biogas derivante dalla degradazione anaerobica dei rifiuti attraverso appositi pozzi di drenaggio. Il biogas raccolto alimenta un impianto di combustione da 950Kwe.

OMISSIS

OMISSIS



Analisi storica

Enval intrattiene rapporti di natura commerciale e finanziaria con talune società del Gruppo GTH, in particolare con i soci REA, Fratelli Ronc e Cesaro Mac Import, nonché la correlata Valeco. In particolare:

OMISSIS

OMISSIS





Analisi prospettica del Piano

Le figure successive rappresentano il piano economico e patrimoniale di Enval fornito a chi scrive dal *management* della società. **L'orizzonte temporale di previsione esplicita è pari a 16 anni**, pari alla durata residua della convenzione sottoscritta con la Valle d'Aosta. Al termine della convenzione, si prevede che la Società interrompa la propria operatività.

OMISSIS

Analisi prospettica del Piano

OMISSIS

Analisi prospettica del Piano

OMISSIS



Stima del valore del capitale economico

OMISSIS

Stima del valore del capitale economico

OMISSIS

Stima del valore del capitale economico (*Equity value*)

Chi scrive ha stimato il valore del capitale economico di Enval alla data del 30 giugno 2021 in misura pari a

9.786 migliaia di Euro.

Pertanto, la partecipazione pari al 51% del capitale di Enval detenuta da REA è stata valorizzata per un valore totale pari a **4.997 migliaia di Euro.**

OMISSIS



Rifuture è la società del gruppo GTH, costituita nel 2020, che ha ottenuto l'autorizzazione per la costruzione e gestione di un impianto di trattamento delle frazioni umide dei rifiuti e degli scarti verdi da ubicarsi in provincia di Latina.

Rifuture è stata autorizzata dalla Regione Lazio al trattamento di una quantità di rifiuti pari a ~80 mila tonnellate annue complessive, con la finalità di produrre biometano liquefatto e compost di qualità destinato al settore agricolo.

Rifuture è partecipata al 30% da REA, al 30% da GEA e per il rimanente 40% da Società Tecnologie Innovative S.r.l. (società attiva nella fabbricazione di dispositivi elettronici ed elettrotecnici). L'avvio dell'attività di costruzione dell'impianto, della durata di circa 2 anni, è previsto nel 2022.

La società prevede di registrare i primi ricavi derivanti dalla gestione dell'impianto nel 2024 e di poter operare a regime entro due anni dall'inizio dell'attività produttiva.



Analisi prospettica del Piano

Le figure successive rappresentano il piano economico e patrimoniale di Rifuture fornito a chi scrive dal *management* della società. **L'orizzonte temporale di previsione esplicita è pari a 15 anni**, dall'esercizio 2022, anno di presunto inizio degli investimenti, all'esercizio 2038.

OMISSIS



Analisi prospettica del Piano

OMISSIS



Analisi prospettica del Piano

OMISSIS

Stima del valore del capitale economico di Rifuture

Stima del valore dell' *Enterprise Value*

OMISSIS

Stima del valore del capitale economico

OMISSIS

Stima del valore del capitale economico (*Equity value*)

In assenza di debiti finanziari ed attività accessorie, chi scrive ha stimato il valore del capitale economico di Rifuture alla data del 30 giugno 2021 in misura pari a

11.133 migliaia di Euro.

Pertanto, la partecipazione detenuta da REA in Rifuture, pari al 30%, è stata valorizzata per 3.340 migliaia di Euro, allo stesso modo, la partecipazione detenuta da GEA in Rifuture, pari al 30%, è stata valorizzata per 3.340 migliaia di Euro

OMISSIS

Analisi storica

REA, è la società del gruppo GTH che gestisce l'impianto di termovalorizzazione di Dalmine (BG), impianto di proprietà (non gestito in concessione) che rappresenta un impianto a tecnologia complessa di valenza strategica nazionale.

REA ha stipulato un accordo con A2A Calore e Servizi per la realizzazione di un progetto di teleriscaldamento utilizzando l'energia prodotta dal termovalorizzatore con la cogenerazione di energia termica.

Nel 2018 è stato avviato un piano di revamping dell'impianto di termovalorizzazione con un investimento di 10.000 migliaia di Euro, tale da garantirne una vita utile di 20 anni al 31 dicembre 2020.

REA detiene inoltre il 51% di Enval, società che gestisce in concessione il servizio di gestione integrata dei rifiuti urbani ed assimilabili della Valle d'Aosta, comprensivo della realizzazione degli impianti di trattamento ed adeguamento delle strutture del centro regionale di trattamento dei rifiuti urbani ed assimilati di Brissogne (AO).

La società al 31/12/2020 impiega 42 dipendenti.

OMISSIS

OMISSIS



Analisi storica

OMISSIS



Analisi prospettica del Piano

OMISSIS



Analisi prospettica del Piano

OMISSIS



Analisi prospettica del Piano

OMISSIS

Stima del valore del capitale economico di REA

Stima del valore dell' *Enterprise Value*

OMISSIS

Stima del valore del capitale economico di REA

OMISSIS

OMISSIS

Stima del valore della partecipazione conferita

Alla data del 30 giugno 2021, l'*Enterprise Value* di REA è stato determinato in misura pari a **119.741 migliaia di Euro, OMISSIS**

Il valore risultante dell'*Equity Value* pre-operazioni societarie di REA risulta pari a **98.914 migliaia di Euro.**

Successivamente sono stati esclusi dal perimetro di valutazione le attività e le passività oggetto di scissione, in quanto non facenti parte del compendio che sarà conferito in ATH, per un totale complessivo pari a 23.916 migliaia di Euro.

Il valore della partecipazione di REA che sarà oggetto di conferimento ammonta dunque a **74.998 migliaia di Euro.**



Analisi storica

GEA, controllata al 100% da GTH ed attiva dal 1990, si occupa principalmente della gestione della discarica tattica regionale della Regione Veneto ubicata in S. Urbano (PD), dedicata allo smaltimento di rifiuti prevalentemente urbani e di rifiuti speciali non pericolosi e degli impianti, complementari alla stessa, di valorizzazione del biogas e di trattamento dei reflui liquidi.

I rifiuti portati in discarica vengono verificati e analizzati da tecnici specializzati e successivamente compattati e depositati in lotti impermeabilizzati. La discarica dispone di un impianto di depurazione del percolato.

Presso la discarica è in funzione un impianto di raccolta di biogas per la produzione di energia elettrica che viene immessa nella rete nazionale.

GEA gestisce dal 2001 la movimentazione dei rifiuti relativi alla discarica per rifiuti industriali di Barricalla1 (Collegno-Torino), ed è risultata aggiudicataria della gara per la relativa gestione dal 01/07/2019 per un periodo di 48 mesi.

GEA gestisce inoltre le discariche in post-chiusura di Villanova del Ghebbo (RO), Ramon di Loria (TV), San Martino di Venezze (RO) e Verretto (PV).

La società al 31 dicembre 2020 impiega 28 dipendenti.

OMISSIS

OMISSIS





OMISSIS



Analisi prospettica del Piano

OMISSIS



Analisi prospettica del Piano

OMISSIS



Analisi prospettica del Piano

OMISSIS

OMISSIS

OMISSIS

OMISSIS

Alla data del 30 giugno 2021, l' *Enterprise Value* di GEA è stato determinato in misura pari a **53.524 migliaia di Euro**,

OMISSIS



OMISSIS



Stima del valore del capitale economico

OMISSIS

Stima del valore del capitale economico

OMISSIS



Stima del valore del capitale economico

Stima del valore della partecipazione in GEA scontando i fondi GPO al WACC

Sulla base delle risultanze esposte nelle precedenti slide, scontando i fondi GPO al tasso WACC, pari a 6,0%, il valore puntuale della partecipazione in GEA oggetto di conferimento risulta pari a 94.485 migliaia di Euro.

Chi scrive ha infine condotto un'analisi di sensitività sul valore ottenuto variando il saggio di sconto applicato e il saggio di crescita di lungo periodo di +/- 10 bps. L'intervallo di valore ottenuto risulta compreso tra 93,2 milioni di Euro (WACC pari al 6,06% e tasso di crescita pari a -0,1%) e 96,1 milioni di Euro (WACC pari al 5,88% e tasso di crescita pari a +0,1%).

Stima del valore della partecipazione in GEA scontando i fondi GPO al tasso del generico BTP italiano con scadenza a 50 anni

Sulla base delle risultanze esposte nelle precedenti slide, scontando i fondi GPO al tasso BTP, pari a 2,2%, il valore puntuale della partecipazione in GEA oggetto di conferimento risulta pari a 75.174 migliaia di Euro.

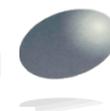
Chi scrive ha infine condotto un'analisi di sensitività sul valore ottenuto variando il saggio di sconto applicato e il saggio di crescita di lungo periodo di +/- 10 bps. L'intervallo di valore ottenuto risulta compreso tra 73,6 milioni di Euro (BTP pari al 2,2% e tasso di crescita pari a -0,1%) e 77,2 milioni di Euro (BTP pari al 2,2% e tasso di crescita pari a +0,1%).

Valori in migliaia di Euro

Gea	Val. al BTP	Val. al WACC
Min	73.608	93.194
Max	77.183	96.146
Range di valutazione	77.183	93.194

In ultima analisi, **chi scrive stima il valore della partecipazione in GEA pari a 85.188 migliaia di Euro**, ovvero pari al valore medio tra:

- l'estremo superiore dell'intervallo valutativo, scontando i fondi GPO al BTP, pari a 77.183 migliaia di Euro;
- l'estremo inferiore dell'intervallo valutativo ottenuto scontando i fondi GPO al WACC, pari a 93.194 milioni di Euro.



Analisi storica

Indeco, controllata al 100% da GTH, dispone della proprietà e si occupa della valorizzazione della discarica in post-chiusura di Borgo Montello (Latina).

La discarica, chiusa dal febbraio 2020, era dedicata al conferimento di rifiuti urbani non pericolosi provenienti dai Comuni della Provincia di Latina.

Ai fini della valorizzazione del sito di Borgo Montello:

- i. è installato un impianto di produzione di energia elettrica derivante dallo sfruttamento del biogas estratto dagli invasi di discarica, per una produzione nominale ~2 MWh;
- ii. è in corso di realizzazione un impianto di produzione di biometano liquefatto basato sul riutilizzo del biogas proveniente dalle discariche;
- iii. è previsto un impianto fotovoltaico (potenza nominale ~ 1 MW) per la produzione di energia elettrica che permetterà la riduzione dei costi operativi relativi alla produzione del biometano in termini di autoproduzione di energia elettrica.

La società al 31/12/2020 impiega 15 dipendenti.

OMISSIS

OMISSIS





Analisi storica

OMISSIS



Analisi prospettica del Piano

OMISSIS



Analisi prospettica del Piano

OMISSIS



Analisi prospettica del Piano

OMISSIS



Stima del valore del capitale economico di REA

OMISSIS



Stima del valore del capitale economico

OMISSIS



Stima del valore del capitale economico

OMISSIS



Stima del valore del capitale economico

OMISSIS



Stima del valore del capitale economico

Stima del valore della partecipazione in Indeco scontando i fondi GPO al WACC

Sulla base delle risultanze esposte nelle precedenti slide, scontando i fondi GPO al tasso WACC, pari a 6,0%, il valore puntuale della partecipazione in Indeco oggetto di conferimento risulta pari a 25.971 migliaia di Euro.

Chi scrive ha infine condotto un'analisi di sensitività sul valore ottenuto variando il saggio di sconto applicato e il saggio di crescita di lungo periodo di +/- 10 bps. L'intervallo di valore ottenuto risulta compreso tra 25.560 migliaia di Euro (WACC pari al 6,06% e tasso di crescita pari a -0,1%) e 26.501 migliaia di Euro (WACC pari al 5,88% e tasso di crescita pari a +0,1%).

Stima del valore della partecipazione in Indeco scontando i fondi GPO al tasso del generico BTP italiano con scadenza a 30 anni

Sulla base delle risultanze esposte nelle precedenti slide, scontando i fondi GPO al tasso BTP, pari a 1,8%, il valore puntuale della partecipazione in Indeco oggetto di conferimento risulta pari a 20.182 migliaia di Euro.

Chi scrive ha infine condotto un'analisi di sensitività sul valore ottenuto variando il saggio di sconto applicato e il saggio di crescita di lungo periodo di +/- 10 bps. L'intervallo di valore ottenuto risulta compreso tra 19.697 migliaia di Euro (BTP pari al 1,8% e tasso di crescita pari a -0,1%) e 20.806 migliaia di Euro (BTP pari al 1,8% e tasso di crescita pari a +0,1%).

Valori in migliaia di Euro

Indeco	Val. al BTP	Val. al WACC
Min	19.697	25.560
Max	20.806	26.501
Range di valutazione	20.806	25.560

In ultima analisi, **chi scrive stima il valore della partecipazione in Indeco pari a 23.183 migliaia di Euro**, ovvero pari al valore medio tra:

- l'estremo superiore dell'intervallo valutativo, scontando i fondi GPO al BTP, pari a 20.806 migliaia di Euro;
- l'estremo inferiore dell'intervallo valutativo ottenuto scontando i fondi GPO al WACC, pari a 25.560 migliaia di Euro.



- 1 Oggetto dell'incarico
- 2 Ipotesi di lavoro e limiti
- 3 Documenti di riferimento
- 4 Gruppo GTH e mercato di riferimento
- 5 Operazione Societarie e individuazione del compendio conferito
- 6 Scelta dei criteri e dei parametri principali per la valutazione
- 7 Stima del valore delle partecipazioni conferite
- 8 Stima del valore degli altri beni conferiti**
- 9 Conclusioni



Il valore degli altri beni conferiti è stato stimato in misura pari al valore contabile alla data del 30 giugno 2021. Nello specifico:

OMISSIS



OMISSIS

Il valore netto degli altri beni conferiti risulta pari a -31.962 migliaia di Euro.



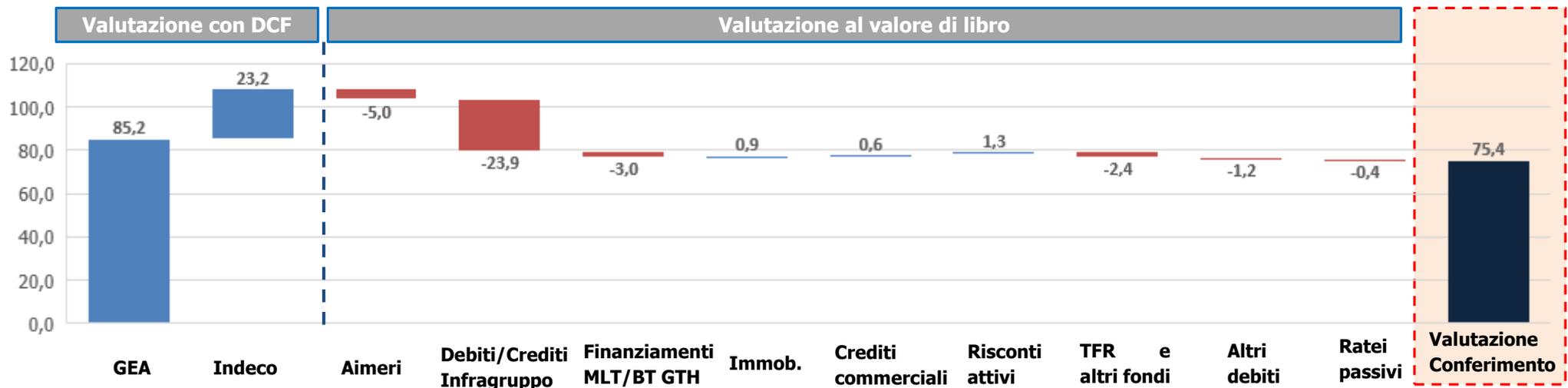
- 1 Oggetto dell'incarico
- 2 Ipotesi di lavoro e limiti
- 3 Documenti di riferimento
- 4 Gruppo GTH e mercato di riferimento
- 5 Operazione Societarie e individuazione del compendio conferito
- 6 Scelta dei criteri e dei parametri principali per la valutazione
- 7 Stima del valore delle partecipazioni conferite
- 8 Stima del valore degli altri beni conferiti
- 9 Conclusioni**



Compendio	MIN	Range considerato			MAX
		Range inferiore	Medio	Range superiore	
GEA	77.183	80.929	85.188	89.448	93.194
Indeco	20.806	22.024	23.183	24.342	25.560
Aimeri	(5.018)	(5.018)	(5.018)	(5.018)	(5.018)
Debiti/Crediti infragruppo	(23.876)	(23.876)	(23.876)	(23.876)	(23.876)
Finanziamenti MLT/BT GTH	(3.000)	(3.000)	(3.000)	(3.000)	(3.000)
Immobilizzazioni	910	910	910	910	910
Crediti commerciali	643	643	643	643	643
Risconti attivi	1.337	1.337	1.337	1.337	1.337
TFR e altri fondi	(2.399)	(2.399)	(2.399)	(2.399)	(2.399)
Altri debiti	(1.187)	(1.187)	(1.187)	(1.187)	(1.187)
Ratei passivi	(373)	(373)	(373)	(373)	(373)
Totale compendio	65.027	69.991	75.410	80.828	85.792

L'intervallo di valori delle valutazioni di GEA e Indeco è rappresentativo delle risultanze delle analisi degli scenari precedentemente esposte, nello specifico:

- Il valore minimo: si riferisce al massimo valore risultante dall'analisi degli scenari condotta attualizzando i GPO ad un tasso pari ai buoni poliennali del tesoro;
- Il valore massimo si riferisce al minimo valore risultante dall'analisi degli scenari condotta attualizzando i GPO ad un tasso pari al WACC;
- Sulla base delle risultanze ottenute mediante l'attualizzazione dei flussi al WACC ed al tasso privo di rischio è stato infine definito un valore medio di riferimento, attorno al quale è stato costruito un intorno valutativo del +/-5% in linea con le prassi di mercato.



Valori in milioni di Euro

Nota: non sono stati inclusi gli effetti delle operazioni immobiliari ancora oggetto di valutazione da parte della Società.



Alla luce dell'obiettivo indicato nel capitolo n. 1, richiamati integralmente le ipotesi ed i limiti del lavoro svolto di cui al capitolo n.2, il mandato affidato all'Esperto da GTH ha comportato la stima del valore del compendio che sarà oggetto di conferimento da parte di GTH in ATH, ai sensi dell'art. 2343-ter secondo comma, lettera b) Codice Civile.

La data di riferimento della stima è il 30 giugno 2021.

Il valore del Compendio alla data di riferimento, tenuto conto di quanto esposto nella presente Relazione, è stato stimato, nelle idonee configurazioni di valore, mediante l'applicazione del Metodo Finanziario.

Sulla base delle attività condotte e di quanto sopra richiamato, l'Esperto stima che il valore del compendio oggetto di conferimento sia compreso in un intervallo di valore **tra 70.000 migliaia di Euro circa e 80.800 migliaia di Euro circa.**

Milano, li 15 novembre 2021

In fede
Prof. Maurizio Dallochio