# *Fairness Opinion*

# *al*

# *Consiglio di Amministrazione*

# *di*

# *MULTISERVIZI S.p.A.*

*sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale di ESTRA s.p.a. con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 – quarto e sesto comma - del Codice Civile a favore di Multiservizi s.p.a. con conferimento di beni .*

***4 settembre 2017***

**INDICE**

**1. CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE** **Pag. 3**

1.1 Premessa **Pag. 3**

1.2 Oggetto dell'incarico **Pag. 4**

1.3 Documentazione utilizzata e data di riferimento della valutazione **Pag. 6**

**2. INFORMAZIONI DI SINTESI RELATIVE A ESTRA S.p.a.** **Pag. 7**

2.1 Compagine azionaria **Pag. 7**

2.2 Attività, dati economici e patrimoniali **Pag. 8**

2.3 Breve descrizione dell'operazione di aumento di capitale**.** **Pag.11**

2.4 Nuova Compagine sociale e Statuto **Pag.12**

**3. METODOLOGIA DI VALUTAZIONE** **Pag.14**

3.1 Presupposti e condizioni **Pag.14**

**4. CONSIDERAZIONI SUL PREZZO DI SOTTOSCRIZIONE** **Pag.17**

**5. CONCLUSIONI** **Pag.22**

Al Consiglio di amministrazione di

**MULTISERVIZI S.p.A.**

## 1. Considerazioni introduttive

### 1.1 Premessa

In data 31 maggio 2017, la società **Multiservizi S.p.A** ha sottoscritto un contratto di investimento con la società **Estra S.p.A**, con sede legale in Prato, via Ugo Panziera n. 16, capitale sociale di Euro 205.500.000,00, i.v., codice fiscale e numero di iscrizione nel Registro delle Imprese di Prato: 02149060978, avente ad oggetto una integrazione e riorganizzazione societaria, con specifico riguardo alle attività contenute nella controllata EDMA s.r.l. .

**Audit Smart Alliance** è stata incaricata dal consiglio di amministrazione di **Multiservizi S.p.A**. di valutare la congruità del **Prezzo** delle azioni **Estra S.p.A ,** in relazione al concambio previsto negli accordi sottoscritti, predisponendo la relativa *Fairness Opinion*.

**Estra S.p.A.** nel contratto di investimento sottoscritto in data 31 maggio 2017 subordinatamente all'avverarsi di tutti i seguenti eventi (le "**Condizioni Sospensive**"):

*(A)* *l'avvenuta notifica all'Autorità Garante per la Concorrenza ed il Mercato e alla relativa autorizzazione ai sensi della Legge n. 287/90 se il Contratto di investimento o parti di esso risultassero ad essa soggette;*

*(B)* *l'assenso definitivo e incondizionato delle banche finanziatrici di Multiservizi all'Operazione;*

*(C)* *l'assenso dei rispettivi Soci di Estra e Multiservizi ;*

*(D)* *la determinazione dei valori di concambio in misura non difforme dalle assunzioni di valori economici contenuti nel contratto di investimento ;*

ha assunto l'impegno di :

*deliberare un aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi co. 6 dell'art. 2441 Cod.Civ. , attuato mediante offerta di azioni di nuova emissione che verranno sottoscritte tramite conferimento di beni( partecipazioni , immobili e crediti) da parte della società* ***Multiservizi S.p.A****.(conferente), per un importo massimo, comprensivo di sovrapprezzo, di* ***Euro 42.480.000****, mediante emissione di un certificato azionario*

*rappresentativo di numero* ***22.834.000*** *azioni aventi godimento regolare, per complessivi nominali* ***euro 22.834.000*** *con sovraprezzo di* ***euro 19.646.000,*** *con relativo aumento di capitale sociale da* ***205.500.000 euro a 228.334.000 euro****,*

**Audit Smart Alliance** agisce, nel presente incarico come *financial advisor,* con obblighi esclusivamente nei confronti di **Multiservizi S.p.A**..

**1.2 Oggetto dell'incarico.**

La *Fairness Opinion* si propone di fornire un supporto ai fini di cui sopra, al Consiglio di Amministrazione di **Multiservizi S.p.A**., in merito alla congruità del **Prezzo** delle azioni **Estra S.p.A** in relazione al concambio derivante dalla valutazione dei beni oggetto del conferimento, sulla base del quale il Consiglio di Amministrazione procederà a valutare in piena autonomia anche in sede di presentazione alla Assemblea dei Soci di **Multiservizi S.p.A**. La *Fairness Opinion* è stata redatta per uso interno ed esclusivo del Consiglio di Amministrazione a supporto delle determinazioni di propria competenza.

La *Fairness Opinion* non costituisce in alcun modo, né può essere interpretata come, una relazione di stima dei valori assoluti delle azioni **Estra S.p.A** .

Qualsiasi forma di diffusione e qualsiasi utilizzo diverso da quello di cui sopra, in tutto o in parte, della *Fairness Opinion* e del suo contenuto dovrà essere preventivamente concordato ed autorizzato per iscritto, nella forma e nel contenuto, da **Audit Smart Alliance** , salvo che per espressa menzione potrà essere effettuata nell'Assemblea dei Soci di **Multiservizi S.p.A**.

La *Fairness Opinion* è stata redatta da **Audit Smart Alliance** in base alla documentazione indicata nel successivo paragrafo 1.3 senza svolgere alcuna *due diligence* o verifica delle informazioni contenute nella documentazione stessa sul presupposto della revisione legale del bilancio civile e consolidato di **Estra S.p.A** effettuata da **Ernest and Young S.p.A.**

**Audit Smart Alliance** non esprime alcun giudizio ovvero opinione sulla Società **Estra S.p.A** e sulle società da essa controllate (il "**Gruppo**") ivi incluso le relative situazioni patrimoniali, economiche e finanziarie ovvero sulle prospettive della Società e/o del Gruppo.

Per quanto riguarda il valore dei beni conferiti da **Multiservizi S.p.A**., la medesima si assume la piena responsabilità circa la correttezza e veridicità delle valutazioni fornite ed incluse nella presente *Fairness Opinion*, tenuto presente che il valore del conferimento effettuato da **Multiservizi S.p.A** sarà oggetto di apposita valutazione di cui all'art. 2343 ter

lett. b codice civile, da parte di un **perito indipendente** ( da Multiservizi s.p.a)**,** nominato da **Estra S.p.A**..

**Audit Smart Alliance** ha quindi operato sull'assunto che le informazioni fornite siano complete e veritiere in ogni aspetto, non svolgendo verifiche o approfondimenti indipendenti e non ha proceduto a confronti e discussioni con il management di **Estra S.p.A** e **Multiservizi S.p.A,** in quanto non previsto con l'incarico ricevuto e pertanto non assume alcuna responsabilità relativamente alla veridicità, completezza ed accuratezza delle informazioni utilizzate per l'elaborazione della *Fairness Opinion* .

Le conclusioni riportate nella presente *Fairness Opinion* si basano necessariamente sulle condizioni economiche, di mercato ed altre condizioni attualmente in essere, nonché sulle informazioni scritte e orali reseci disponibili fino alla data del 30 giugno 2017. Resta inteso che successivi sviluppi potrebbero influenzare le conclusioni della *Fairness Opinion* ma **Audit Smart Alliance** non è obbligata ad aggiornare, rivedere, o riaffermare la *Fairness Opinion* stessa.

La *Fairness Opinion* contiene assunzioni e stime considerate ragionevolmente appropriate da **Audit Smart Alliance** anche con riferimento alla prassi italiana e internazionale, e determinate sulla base delle informazioni fornite dalla Società; tuttavia ciascuna delle metodologie di valutazione prescelte per l'elaborazione della *Fairness Opinion*, pur rappresentando metodologie riconosciute e normalmente utilizzate nella prassi valutativa sia italiana sia internazionale, presentano comunque delle limitazioni intrinseche.

Non esprimiamo un parere in merito al potenziale valore di borsa delle azioni **ESTRA s.p.a.** dal momento che la stessa ha annunciato di volersi quotare, essendo la finalità della presente *Fairness Opinion* quella di valutare la congruità del concambio più che il valore assoluto.

Le conclusioni esposte nella presente *Fairness Opinion* sono basate sul complesso delle indicazioni e valutazioni ivi contenute, con la conseguenza che nessuna parte della *Fairness Opinion* potrà essere considerata o, comunque, utilizzata disgiuntamente rispetto alla sua interezza.**Audit Smart Alliance** non si assume alcuna responsabilità diretta e/o indiretta per danni che possano derivare da un utilizzo improprio delle informazioni contenute nella *Fairness Opinion*. La presente *Fairness Opinion* non deve intendersi, in nessun caso, né intende fornire alcuna raccomandazione ovvero indicazione in merito, alla relativa alla scelta di aderire all'Offerta di sottoscrizione del capitale sociale di ESTRA S.p.a nè esprimere alcun

giudizio sulla fattibilità,opportunità o su qualsiasi condizione, termine o modalità dell'Offerta, ad eccezione di quanto indicato nel paragrafo "**Conclusioni**".

**1.3 Documentazione utilizzata e data di riferimento della valutazione**

La *Fairness Opinion* è stata predisposta sulle informazioni economiche e finanziarie che sono disponibili alla data odierna.

In dettaglio la *Fairness Opinion* è stata redatta su:

- le informazioni economico-finanziarie 2015-2016 attinenti **ESTRA s.p.a.:**
- bilancio di esercizio civile e consolidato 2016 di **ESTRA s.p.a e E.D.M.A. s.r.l. :**
- bilancio di esercizio civile 2016 di **Estra energie s.r.l**. e **Prometeo s.p.a**;
- progetto di scissione di **E.D.M.A. reti gas s.r.l**. ed atto di scissione del 7 agosto 2017**;**
- delibera di riduzione del capitale sociale di **E.D.M.A. s.r.l.** del 7 agosto 2017;
- contratto di investimento del 31 maggio 2017 sottoscritto da **Multiservizi S.p.A** con la società **Estra S.p.A**,
- alcune informazioni pubblicamente disponibili su società operanti in settori di attività che riteniamo generalmente comparabili con quella di **ESTRA s.p.a e sue controllate** e **E.D.M.A. s.r.l. e sue controllate** ;
- le ulteriori analisi e indagini finanziarie ritenute appropriate nella fattispecie ;
- non ci sono stati forniti i dati delle semestrali relativi all'esercizio in corso in quanto in corso di predisposizione, ma tenuto conto che l'importo del conferimento di **Multiservizi S.p.A** è in massima parte attribuibile alla valutazione della sua partecipazione nella società **Estra energie s.r.l** , a sua volta controllata da **ESTRA s.p.a,** riteniamo che tali risultati non potranno influenzare in modo significativo le stime di concambio.

**********

## 2. Informazioni di sintesi relative a Estra S.p.A

### 2.1 Compagine azionaria

Di seguito si riporta la composizione del capitale sociale di **Estra S.p.A**

| Socio | Numero Azioni | Valore nominale | % |
|---|---|---|---|
| Consiag S.p.a. | 90.200.000 | 90.200.000 | 43,893% |
| Intesa S.p.a. | 57.400.000 | 57.400.000 | 27,932% |
| Coingas S.p.a. | 57.400.000 | 57.400.000 | 27,932% |
| ETA3 S.r.l. | 500.000 | 500.000 | 0,243% |
| Capitale sociale | 205.500.000 | 205.500.000 | 100% |

Gli organi sociali sono i seguenti **.**

**Consiglio di amministrazione**

*Presidente Francesco Macrì*

*Amministratore delegato Alessandro Piazzi*

*Direttore Generale Paolo Abati*

*Consigliere Roberta De Francesco*

**Collegio Sindacale**

*Athos Vestrini (Presidente)*

*Saverio Carlesi*

*Patrizia Berchiatti*

**Società di revisione**

*EY S.p.A.*

### 2.2 Attività, dati economici e patrimoniali.

**Estra S.p.A** è una multiutility **a maggioranza di capitale pubblico** che opera quale holding con attività gestionali attraverso le società da essa controllate o partecipate nei settori del gas naturale, dell'energia elettrica, delle telecomunicazioni, della realizzazione e gestione di impianti di produzione di energia da fonti rinnovabili, del calore e dei servizi strumentali alle attività del core business.

**Estra S.p.A** ha conosciuto una crescita notevole attraverso operazioni industriali e politiche di sviluppo commerciale con significative operazioni di M&A che hanno consentito al Gruppo Estra di raggiungere una quota complessiva di circa 750 mila clienti che lo posizionano tra le prime dieci utility italiane nel settore energetico .

| Numero Clienti Gas (N°/000) | 31-dic-16 |
|---|---|
| Libero | 259 |
| Tutela | 357 |
| **Totale** | **616** |

| Volumi Gas (Mc/Mln) | 31-dic-16 |
|---|---|
| Domestico | 390 |
| Business | 585 |
| Grossisti | 225 |
| **Totale** | **1.200** |

| Numero Clienti Energia Elettrica (N°/000) | 31-dic-16 |
|---|---|
| Libero | 121 |
| Tutela | 21 |
| Totale | **142** |

| Energia Elettrica | 31-dic-16 |
|---|---|
| Volumi (Gwh) | **708** |

Il Gruppo è strutturato secondo un modello che prevede la Capogruppo con attività di coordinamento e gestione accentrata di funzioni aziendali (pianificazione strategica ed organizzativa, pianificazione finanziaria e di bilancio, obiettivi e politiche di marketing, politiche, strategie e pratiche di gestione delle risorse umane, programmazione della produzione, pianificazione e controllo della gestione aziendale) e società di scopo operanti nei seguenti settori operativi:

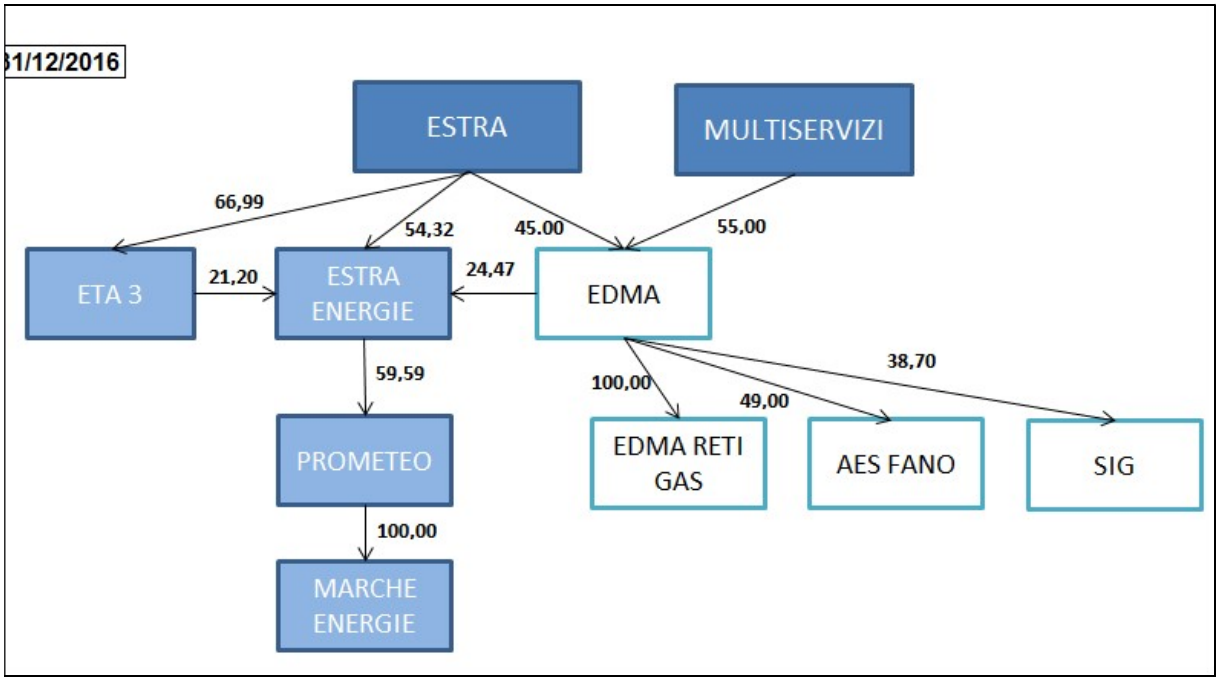
• Distribuzione gas naturale: gestione tecnico-operativa di reti di distribuzione di gas naturale e gas propano liquido per il quale si provvede anche alla relativa commercializzazione.

• Vendita gas naturale ed energia elettrica: vendita sui mercati all'ingrosso e al dettaglio di gas metano ed energia elettrica. Il supporto alle aree commerciali è assicurato dalle attività di approvvigionamento gas ed energia elettrica, dispacciamento, stoccaggio e logistica, ottimizzazione portafoglio.

• Trading gas naturale

• Altri settori: la gestione tecnico-operativa di reti di telecomunicazioni e commercializzazione degli stessi, produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili con particolare riferimento a fotovoltaico, eolico e biomasse; gestione di impianti di riscaldamento di proprietà di terze parti (servizi di gestione calore) e attività di facility management.

I rapporti societari con Multiservizi avviati nel 2014, si configurano al 31.12.2016, nel grafico sotto riportato , tenuto conto delle modifiche poi intercorse nel 2017.( vedi Nota)




**NOTA** : nel 2017 Edma reti gas è stata oggetto di scissione proporzionale , con la creazione di TuAreti e la partecipazione in Edma reti gas è passata direttamente in capo alle due Holding uscendo dal perimetro di EDMA.

Nel 2016, **Estra S.p.A.** ha concluso l'emissione di un prestito obbligazionario *unsecured* e non convertibile di Euro 80 milioni, rappresentato da obbligazioni quotate sul mercato regolamentato gestito dalla Borsa Irlandese, dove è stato depositato il relativo prospetto informativo, interamente sottoscritto da investitori istituzionali.

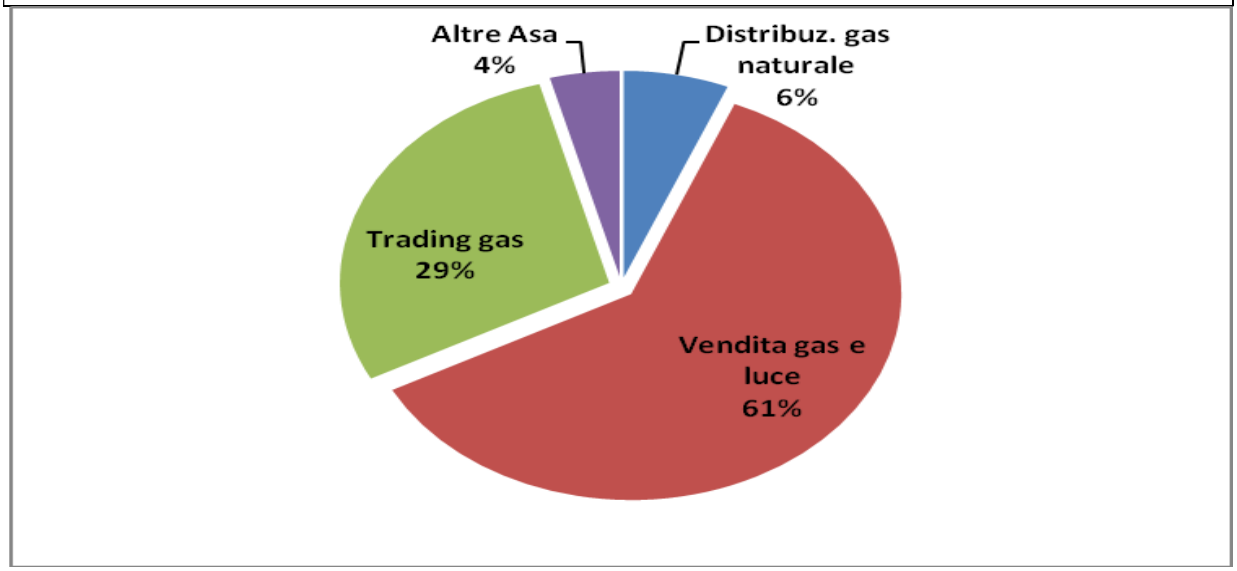
**- Dati economici consolidati**

| **Conto Economico (€/000)** | **2016** | **2015** | **Var. Ass.** | **Var. %** |
|---|---|---|---|---|
| Totale Ricavi | 1.044.394 | 921.826 | 122.568 | +13,3% |
| Costi Esterni | -925.435 | -780.461 | 144.974 | |
| Costo del Lavoro | -32.319 | -31.229 | 1.090 | |
| Proventi/(oneri) da gestione rischio commodity | -538 | 35 | -573 | |
| Proventi/(oneri) da valut.partecip. non finanz. | 470 | 1.073 | -603 | |
| **Margine operativo lordo (Ebitda)** | **86.572** | **111.244** | **-24.672** | **-22,2%** |
| Ammortamenti e Svalutazioni | -32.789 | -28.257 | 4.532 | |
| Accantonamenti | -16.473 | -13.687 | 2.786 | |
| **Risultato operativo (Ebit)** | **37.311** | **69.299** | **-31.988** | **-46,2%** |
| Gestione finanziaria | -9.368 | -7.897 | 1.471 | |
| **Reddito ante imposte totale** | **27.943** | **61.402** | **-33.459** | **-54,5%** |
| Imposte | -10.892 | -24.704 | -13.812 | |
| **Reddito netto attività in funzionamento** | **17.051** | **36.698** | **-19.647** | **-53,5%** |
| Risultato netto attività cessate / in dismissione | -2.000 | -1.057 | 943 | |
| **Risultato netto dell'esercizio** | **15.051** | **35.641** | **-20.590** | **-57,8%** |

**L'ebitda 2016 è 86.572.**

Il modello di business del Gruppo è strutturato in base ad Aree Strategiche di Affari (ASA) o riconducibili ai settori della vendita gas e luce, distribuzione gas naturale, trading gas, e altre asa che comprendono i comparti delle telecomunicazioni, dei servizi energetici, delle rinnovabili e servizi corporate.

**SUDDIVISIONE RICAVI PER AREA STRATEGICA DI AFFARI 31 dicembre 2016:**




### – Situazione Patrimoniale-Finanziaria consolidata

| Stato Patrimoniale Riclassificato (€/000) | 31-dic-16 | % | 31-dic-15 | % | Var. Ass. | Var. % |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Immateriali | 349.690 | 66,7% | 264.099 | 60,5% | 85.591 | 32,4% |
| Materiali | 46.971 | 9,0% | 45.426 | 10,4% | 1.545 | 3,4% |
| Partecipazioni e attività finanz.non correnti | 44.044 | 8,4% | 52.664 | 12,1% | -8.621 | -16,4% |
| **Capitale Immobilizzato** | **440.704** | **84,1%** | **362.189** | **83,0%** | **78.515** | **21,7%** |
| Altre attività/passività non correnti | -35.348 | -6,7% | -23.663 | -5,4% | -11.685 | -49,4% |
| Capitale Circolante Netto Commerciale | 121.355 | 23,2% | 109.786 | 25,2% | 11.569 | 10,5% |
| Altre attività/passività correnti | -3.539 | -0,7% | -13.752 | -3,2% | 10.213 | 74,3% |
| Attività/Passività destinate alla vendita | 857 | 0,2% | 1.761 | 0,4% | -904 | -51,4% |
| **Capitale Investito Netto** | **524.029** | **100,0%** | **436.321** | **100,0%** | **87.708** | **20,1%** |
| **Patrimonio Netto** | **320.583** | **61,2%** | **270.299** | **61,9%** | **50.284** | **18,6%** |
| Posizione finanziaria netta a breve termine | -131.362 | -25,1% | -128.567 | -29,5% | -2.795 | -2,2% |
| Posizione finanziaria netta a medio/lungo termine | 334.807 | 63,9% | 294.589 | 67,5% | 40.219 | 13,7% |
| **Posizione Finanziaria Netta** | **203.446** | **38,8%** | **166.022** | **38,1%** | **37.424** | **22,5%** |
| **Capitale raccolto** | **524.029** | **100,0%** | **436.321** | **100,0%** | **87.708** | **20,1%** |

L'indebitamento finanziario è pari a 203,4 milioni di euro.

**2.3 Breve descrizione dell'operazione di aumento di capitale.**

I principali aspetti relativi alla proposta di aumento di capitale a pagamento di **Estra S.p.A**, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 6 dello statuto sociale da liberarsi in natura,secondo i termini, modalità e condizioni che vengono di seguito illustrate.

**2.3.1.** L'Aumento di Capitale si inserisce nell'Operazione prevista dal Contratto di investimento, che prevede, alla Data di Esecuzione, il conferimento di beni da parte di **Multiservizi S.p.A** ad **Estra S.p.A.**, attraverso l'aumento di capitale, da liberarsi a fronte dell'emissione da parte di **Estra S.p.A** di azioni del capitale sociale con godimento regolare.

**2.3.2**. Il Consiglio di Amministrazione di **Estra S.p.A** determinerà i termini dell'aumento del capitale sociale ed il relativo sovraprezzo in ragione del quale si procederà, con il trasferimento delle seguenti attività :

| | |
|---|---|
| *Edma partecipazione al 55% nel capitale sociale* | 38.830.000 |
| *Immobile* | 750.000 |
| *Crediti vs Edma / ERG* | 1.871.000 |
| *Crediti altri* | 930.000 |
| *Licenze* | 99.000 |
| ***Totale*** | **42.480.000** |

che le Parti hanno riconosciuto ai sensi e per gli effetti di cui ***all'art. 2343 ter lettera b) del codice civile*** ed ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, che il complesso dei beni conferiti sia non inferiore: "*al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un* ***esperto indipendente da chi effettua il conferimento****, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità".*

**2.3.4. Estra S.p.A** emetterà e attribuirà a favore di **Multiservizi S.p.A** un numero intero di **azioni pari ad** 22.834.000 azioni aventi godimento regolare, per complessivi nominali euro 22.834.000 con sovraprezzo di euro 19.646.000, determinato secondo la seguente formula:

- *100% di Estra = euro 205.500.000 X 1,860437956 = 382.320.000*
- *100% del conferimento in natura e crediti effettuato da Multiservizi* = euro 42.480.000

con un aumento di capitale sociale da 205.500.000 a 228.334.000 per euro 22.834.000, pari al 10,00026% del nuovo capitale sociale di 228.334.000,con un sovraprezzo di euro 19.646.000.

| Socio | Numero Azioni | Valore | % | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Consiag S.p.a. | 90.200.000 | 90.200.000 | 43,893% | | |
| Intesa S.p.a. | 57.400.000 | 57.400.000 | 27,932% | | |
| Coingas S.p.a. | 57.400.000 | 57.400.000 | 27,932% | | |
| ETA3 S.r.l. | 500.000 | 500.000 | 0,243% | | |
| Capitale sociale | 205.500.000 | 205.500.000 | 100% | **Sovraprezzo** | **Totale** |
| Aumento di capitale riservato | **22.834.000** | **22.834.000** | | **19.646.000** | **42.480.000** |
| **Nuovo capitale sociale ESTRA** | **228.334.000** | **228.334.000** | 100% | | |

**2.3.5** Il valore contabile dei beni, trasferita ad **Estra S.p.A** per conferimento, costituisce per la società il costo di acquisizione fiscalmente riconosciuto ai fini delle imposte sui redditi, analogamente a quanto avviene in caso di acquisto mediante compravendita. Sotto il profilo delle imposte indirette, l'atto di conferimento è soggetto ad imposta di registro nella misura fissa di 200,00 Euro, ai sensi dell'articolo 4, comma 1, numero 5, della tariffa parte I, allegata al D.P.R. 26.4.1986 n. 131. Nella operazione di conferimento della Partecipazione, analogamente all'acquisizione mediante compravendita, la medesima è in esenzione da IVA, ai sensi dell'articolo 10, comma 1, numero 4 del D.P.R. 26.10.1972 n. 633. Gli immobili strumentali per natura, e/o loro pertinenze, conferiti, con opzione per l'applicazione dell'IVA 22% con reverse charge, saranno soggetti ad : Imposta di registro: € 200, Imposta ipotecaria: 3% (con il minimo di € 200),Imposta catastale: 1% (con il minimo di € 200).

**2.4 Nuova Compagine sociale e Statuto.**

Alla data di Esecuzione, a fronte del conferimento in natura, da parte di **Multiservizi S.p.A** Multiservizi spa il Capitale sociale di **Estra S.p.A** aumentato da **205.500.000 euro a 228.334.000 euro,** sarà cosi ripartito:

| Socio | Numero Azioni | Valore nominale Azioni (€) | % |
|---|---|---|---|
| Consiag S.p.a. | 90.200.000 | 90.200.000 | 39,500 |
| Intesa S.p.a. | 57.400.000 | 57.400.000 | 25,139 |
| Coingas S.p.a. | 57.400.000 | 57.400.000 | 25,139 |
| **Multiservizi S.p.a.** | **22.834.000** | **22.834.000** | 10,000 |
| ETA3 S.r.l. | 500.000 | 500.000 | 0,22 |
| **Totale** | **228.334.000** | **228.334.000** | **100** |

Con l'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria della proposta di delibera di Aumento di Capitale avrà luogo la modifica dell'art. 6 dello Statuto **Estra S.p.A,** che indica

l'ammontare del capitale sociale della Società,dell'articolo 19 "*Spetta ai Soci"Consiag S.p.A.","Intesa S.p.A."e"Coingas S.p.A."e"****Multiservizi S.p.A****"il diritto di nominare un amministratore ciascuno. Tale diritto ha natura personale e non reale, di talché non si trasferisce unitamente alla partecipazione in cui si incarna, ma, nel caso di trasferimento, ad ogni titolo e per ogni causa, esso si estingue; parimenti, in ipotesi di ingresso di nuovi soci per effetto di aumento del capitale sociale, varranno le regole di cui sopra previste per la formazione delle decisioni dei soci".*

********

## 3. Metodologia di valutazione.

### 3.1 Presupposti e condizioni.

Le metodologie prese in considerazione da **Audit Smart Alliance**, ai fini dell'incarico, per la *Fairness Opinion* della congruità del concambio, assumono i seguenti presupposti e condizioni:

**A)** Il codice civile non esprime alcuna indicazione puntuale circa i metodi di valutazione che dovrebbero essere utilizzati per la determinazione del relativo sovraprezzo. Generalmente, il riferimento al valore di mercato della conferitaria viene identificato nel valore economico del patrimonio netto rettificato a valore corrente. Il meccanismo del sovrapprezzo, è formalmente sancito dall'art. 2441 c.c. che, al sesto comma, prevede, nell'ipotesi di un aumento di capitale deliberato a servizio di un conferimento in natura, che il prezzo di emissione delle azioni di nuova emissione sia determinato *«(...)in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in Borsa, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre*».

La dottrina appare decisamente concorde nel ritenere che i criteri previsti dal legislatore del codice civile per la determinazione del prezzo in parola attribuiscano all'assemblea dei soci un certo margine di flessibilità. Il margine di discrezionalità individuato dalla dottrina trova, comunque, un necessario riferimento al valore del patrimonio netto, che costituisce il criterio primo e fondamentale ai fini della definizione del prezzo in oggetto.

**B)** La valutazione a valori di mercato non rappresenta un criterio da applicare rigorosamente, ma derogabile alla luce delle esigenze e dell'interesse della società conferitaria, per cui si propende nella prassi, al fine di valorizzare la conferitaria, per un'adozione degli stessi criteri utilizzati per la società conferente, al fine di utilizzare una metodologia omogenea idonea a garantire una comparabilità dei valori (nel caso di specie ciò riguarda direttamente la valutazione della partecipazione detenuta in Estra energie s.r.l. sia da EDMA s.r.l. che da ESTRA S.p.a.).

**C)** E' opportuno che la valutazione di concambio sia fatta con gli stessi criteri secondo una metodologia omogenea idonea a garantire una comparabilità dei valori, tenuto anche conto che le parti hanno precisato che, indipendentemente dalle formule utilizzate nella valutazioni di Estra energie, rappresentativi del maggior valore del conferimento effettuato da Multiservizi S.p.a rispetto al patrimonio netto contabile sottostante, l'avviamento si basa esclusivamente sulla valorizzazione del portafoglio clienti gas ed elettricità, con identico

valore unitario. Pertanto, l'avviamento è determinato solo in funzione del numero dei clienti gas ed elettricità moltiplicato il rispettivo valore unitario.

**D)** Il patrimonio netto sulla cui base va determinato il prezzo di emissione non è quello contabile, ma quello calcolato a valori correnti o c.d. valori di "*cessione*", quindi in sede di aumento del valore nominale delle emittenti azioni di ESTRA S.p.a ,dovrà essere aggiunto plusvalore che rappresenta la maggiore consistenza del patrimonio sociale rispetto all'ammontare del nuovo capitale.

**E)** Il valore assunto dalla perizia che verrà emessa sui beni conferiti da Multiservizi S.p.a, garantirà che l'espressione della sua valutazione risponde a criteri volti a convalidare un valore dei beni conferiti non inferiore al valore nominale delle azioni, aumentato del sovrapprezzo, che saranno emesse in corrispettivo del conferimento di che trattasi.

**F)** La fissazione del prezzo di emissione delle nuove azioni da liberare a fronte di un conferimento in natura è rimessa alla volontà dell'assemblea dei soci di ESTRA S.p.a. laddove i criteri di determinazione sono inizialmente proposti dagli amministratori e, in seguito, sottoposti ad un giudizio di congruità ad opera del collegio sindacale . L'assemblea, di fatto, deve stabilire il prezzo di emissione delle azioni alla stregua delle valutazioni elaborate dagli amministratori e ritenute congrue dal collegio sindacale ed è libera di scegliere, nell'ambito dei valori così individuati, quello ritenuto più conveniente, pur nel limite dei parametri che la legge espressamente impone.

**G)** Nella determinazione del prezzo di emissione occorre prendere a base il valore economico della società conferitaria .Questo significa che la delibera di aumento del capitale sociale deve prendere atto dello scostamento tra il valore nominale delle azioni ed il loro valore effettivo, che, nel linguaggio contabile e giuridico, prende il nome di **sovrapprezzo.**

**H)** Il sovrapprezzo mira ad impedire che i terzi conferenti (diventati nuovi soci per effetto del conferimento) sottoscrivano azioni di nuova emissione il cui valore nominale sia inferiore a quello attribuibile in base al valore effettivo,il quale, tra l'altro, tiene conto delle riserve e degli utili accumulati nei precedenti esercizi grazie anche al «sacrificio» dei vecchi azionisti.

La funzione del sovrapprezzo, consiste nel mantenere inalterato il rapporto tra capitale sociale e patrimonio sociale, nella sua espressione economica, in modo che il valore delle partecipazioni dei vecchi azionisti non ne risulti ingiustificatamente diluito ne viceversa non costituisca per il nuovo investitore un parametro economico sovrastimato.

**I)** Considerato che il valore del **patrimonio netto rappresenta il principale termine di riferimento** posto dalla norma in esame, nell'intorno del quale è consentito un certo margine di manovra nella fissazione del prezzo di emissione delle azioni, la dottrina largamente prevalente ritiene che nella disposizione in esame **non sia ravvisabile l'individuazione di un limite superiore** alla fissazione del sovrapprezzo, con la conseguenza che la società sarebbe libera di elevare il sovrapprezzo fino al massimo economicamente conseguibile, contestualmente appare ragionevole riconoscere come il prezzo corrispondente al valore patrimoniale rappresenta, solo tendenzialmente **un limite inferiore** e la società ben potrebbe scendere al di sotto di quest'ultimo, qualora ciò si rivelasse necessario.

**L)** Il limite superiore e quello inferiore sono spesso frutto di molteplici interessi economici , in tal senso l'interesse della società al buon esito dell'operazione di aumento di capitale costituirebbe un sufficiente motivo di valida deroga al limite tendenzialmente inferiore sancito dalla norma. A tale riguardo, è opportuno rilevare come, in linea di principio, nelle operazioni aventi ad oggetto il **collocamento dei titoli azionari sul mercato le condizioni di emissione delle azioni debbano incontrare il favore dei soggetti interessati,** i quali, altrimenti, non trovano interesse all'operazione.

In conclusione la facoltà di determinazione del sovraprezzo e quindi la tutela degli interessi patrimoniali dei vecchi soci con l'interesse sociale alla massima valorizzazione del patrimonio trova il suo limite nell'incrocio tra domanda ed offerta, di conseguenza il concambio è frutto sia di parametri e stime valutative, ma spesso le stesse sono diversamente applicate in funzione dei sottostanti beni conferiti e delle condizioni di mercato .

*******

**4. Considerazioni sul Prezzo di sottoscrizione del capitale sociale**

La valutazione della congruità del concambio tiene presente che i beni conferiti,a cui Multiservizi attribuisce complessivamente un valore euro **42.480.000** esprimono una importante componente di avviamento alle quote di EDMA s.r.l in funzione della partecipazione in ESTRA energie s.r.l. , pertanto in ragione del principio di utilizzare criteri omogenei di valutazione nell'ambito del concambio, è evidente che il sovrapprezzo rappresenti il valore di avviamento proprio della conferitaria, ossia il plusvalore derivante dalla differenza tra valore libro e valore di mercato.

In conseguenza di quanto espresso, i principi della *Fairness Opinion*, hanno tenuto conto:

1) del patrimonio netto, Ebitda e posizione finanziaria di ESTRA;
2) dei plusvalori insiti al patrimonio (contratti commerciale e reti gas).
3) dei criteri di valutazione di generale accettazione.
4) delle aspettative di coloro che volevano sottoscrivere l'aumento di capitale sociale.
5) dei criteri di valutazione utilizzati nel valorizzare i beni conferiti.

Le metodologie prese in considerazione da **Audit Smart Alliance**, ai fini dell'incarico, per la valutazione della congruità del Prezzo, quindi del capitale economico della società, hanno inoltre considerato che il concambio spesso non è solo una equivalenza matematica, ma è anche direttamente correlato in funzione delle caratteristiche della tipologia ed obiettivi dell'operazione.

Per motivi sopra indicati si è utilizzato:

- il metodo patrimoniale complesso;
- il metodo dei multipli , in cui enterprise value è espressione dell'Ebitda x N + - PFN.

Non è stato utilizzato *il Discounted Cash Flow (DCF)* che esprime il valore di un'azienda sia determinabile come la sommatoria del valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che la società sarà in grado di generare negli esercizi futuri, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale o *Weighted Average Cost of Capital* oltre alla posizione finanziaria netta dell'azienda, determinata con riferimento alla data della valutazione in quanto **Audit Smart Alliance** non ha ritenuto opportuno utilizzare tale metodologia per assenza dei business plan dei prossimi esercizi e perché ritenuta non adatta nel metodo di confronto con i beni conferiti .

Secondo i metodi patrimoniali il valore è il risultato di una valutazione a valore di mercato, in ipotesi di continuità di gestione di tutte le attività materiali ed immateriali (nei casi in cui esse possano essere determinate singolarmente), debitamente diminuite di tutte le passività.

Questi metodi forniscono un'indicazione della solidità patrimoniale di un'azienda, trascurando l'aspetto reddituale della stessa. Nel caso di specie *"l'avviamento"* è stato individuato in modo empirico, attribuendo al portafoglio clienti un valore unitario diverso a secondo che riguardassero il gas o l'elettricità.

I valori di riferimento, per la definizione del valore unitario dei clienti, sono stati assunti in continuità con quelli insite nella valutazione della partecipazione di Estra energie nel bilancio di Edma srl., ritenuti stimabili nella fascia medio/bassa di riferimento , quindi tra di loro confrontabili in misura proporzionale ma non necessariamente rappresentativi del loro valore assoluto se posti in vendita.

I metodi finanziari, con applicazione dei multipli individuano parametri di Borsa, che per loro natura possono avere oscillazioni anche sensibili in ragione del momento della loro rilevazione, in considerazione del percorso di Borsa aperto da ESTRA, è comunque opportuno prenderli in considerazione **.**

Il combinato disposto dei punti sopraindicati, in considerazione dei parametri derivanti dall'analisi del bilancio civilistico e consolidato :

- patrimonio netto civilistico al 31.12.2016, euro 339.625.071**;**
- patrimonio netto consolidato di gruppo al 31.12.2016 euro 273.302.000

( 320.583.000 compreso quello di terzi);

- dei dividendi distribuiti nel 2017
- dei risultati attesi per l'esercizio 2017non inferiori ai dividendi 2017.
- dei metodi di confronto espressione di n x ebitda + o - la PFN

dei dati economico, patrimoniali e finanziari consolidati del 2016 :

| **Sato Patrimoniale Riclassificato (€/000)** | **31-dic-16** | **%** |
|---|---|---|
| Immateriali | 349.690 | 66,7% |
| Materiali | 46.971 | 9,0% |
| Partecipazioni e attività finanz.non correnti | 44.044 | 8,4% |
| **Capitale Immobilizzato** | **440.704** | **84,1%** |
| Altre attività/passività non correnti | -35.348 | -6,7% |
| Capitale Circolante Netto Commerciale | 121.355 | 23,2% |
| Altre attività/passività correnti | -3.539 | -0,7% |
| Attività/Passività destinate alla vendita | 857 | 0,2% |
| **Capitale Investito Netto** | **524.029** | **100,0%** |

| | | |
|---|---|---|
| **Patrimonio Netto(1)** | **320.583** | **61,2%** |
| Posizione finanziaria netta a breve termine | -131.362 | -25,1% |
| Posizione finanziaria netta a medio/lungo termine | 334.807 | 63,9% |
| **Posizione Finanziaria Netta** | **203.446** | **38,8%** |
| **Capitale raccolto** | **524.029** | **100,0%** |

Nota 1: di cui euro **47.218 di terzi**

| EBITDA . EBIT per ASA 2016 | Distribuz. gas naturale | Vendita gas e luce | Trading gas | Altre Asa | Rettifiche e Elisioni | Totale 2016 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Ricavi | 93.826 | 672.811 | 310.049 | 22.427 | -54.718 | 1.044.394 |
| Costi operativi | -54.305 | -601.130 | -307.765 | -13.998 | 51.763 | -925.435 |
| Costi del personale | -14.929 | -16.619 | -233 | -3.494 | 2.955 | -32.319 |
| Proventi/(oneri) da gestione rischio commodity | 0 | 1.063 | -1.601 | 0 | 0 | -538 |
| Proventi (oneri) da partecipazione di natura non finanziaria | 298 | 172 | 0 | 0 | 0 | 470 |
| **Margine operativo lordo (EBITDA)** | **24.889** | **56.297** | **451** | **4.935** | **0** | **86.572** |
| Ammortamenti e Svalutazioni | -11.524 | -17.953 | -37 | -3.275 | 0 | -32.789 |
| Accantonamenti | -1.164 | -14.412 | -10 | -887 | 0 | -16.473 |
| **Risultato Operativo (EBIT)** | **12.201** | **23.933** | **403** | **773** | **0** | **37.311** |

Hanno determinato le seguenti considerazioni:

- la differenza tra patrimonio netto civile **ESTRA S.p.a**. di euro 339,6 milioni e patrimonio netto consolidato di **Gruppo** euro 273,3 milioni, è sostanzialmente attribuibile alla diversa valutazione di Centria, (società che gestisce le reti gas ) che nel civilistico recepisce gli effetti del conferimento delle reti gas a prudenti valutazioni di stima al netto degli effetti fiscali effettuate su base di perizia 2464 c.c., mentre nel consolidato, per effetto dei principi contabili, è espressa con esclusione degli effetti del conferimento in Centria. L'esame del conferimento, unitamente alle ulteriori plusvalenze registrate sulla rete gas di Prato, inducono nel ritenere adeguata la valutazione di Centria , come espressa dal bilancio civile .

- Nel bilancio civile di Estra è iscritto il 54,32% della partecipazione Estra energie per euro 9.473.291, la partecipazione di Eta 3 per euro 4.448.031 che possiede il 21,20% di Estra energie; queste due partecipazioni esprimono una sottovalutazione di tale partecipazione, con criteri omogenei alla valutazione effettuata per il conferimento di EDMA detentrice del 24,47% di Estra energie ed iscritta in quel bilancio a 36.640.040, di circa **euro 89,1 milioni** che al netto dell'effetto fiscale di una vendita della partecipazione in regime di PEX sono circa **87,4 milioni**.

Pertanto assumendo una valutazione:

- con il metodo patrimoniale complesso si ottiene una valutazione del capitale economico civilistico di Estra di circa euro **427 milioni** ( 339,6 milioni + 87,4 milioni)

- con il metodo finanziario dei multipli 86.572 (Ebitda ) x 7 = 606.004 - 203.446 (PFN) - 30.473 ( altre rettifiche) = **372.085.**

Le altre rettifiche tengono conto *i)* il valore delle partecipazioni in collegate e a controllo congiunto valutate con il metodo del patrimonio netto ed *ii)* il valore aziendale attribuibile alle minoranze.

La scelta di N = 7 è di poco inferiore alla mediana delle espressioni di N rilevabili nelle utility e multi utility sugli esercizi 2017/2018, che nel tempo hanno visto una frequente oscillazione tra 6 e 8 volte l'ebitda. Tali dati sono osservabili nella tabella che segue:

| | | PAESE | ULTIMO PREZZO | CAPITALIZZAZIONE (Mln) | P/BV 2017 | EV/EBITDA 2017 | EV/EBITDA 2018 | EV/EBIT 2017 | EV/EBIT 2018 | EPS 2017 | EPS 2018 | P/E 2017 | P/E 2018 | DIVIDENDO 2017 | DIVIDEND YIELD (%) 2017 | DIVIDENDO 2018 | DIVIDEND YIELD (%) 2018 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| UTILITY | Enel | Italia | 4,94 | 50.223 | 1,39 | 6,74 | 6,48 | 10,87 | 10,41 | 0,36 | 0,39 | 13,92 | 12,60 | 0,22 | 4,47 | 0,27 | 5,38 |
| | Endesa | Spagna | 22,59 | 23.917 | 2,64 | 8,64 | 8,41 | 15,55 | 14,89 | 1,26 | 1,31 | 17,91 | 17,20 | 1,33 | 5,90 | 1,38 | 6,11 |
| | Gas Naturál | Spagna | 21,81 | 21.825 | 1,39 | 8,49 | 8,12 | 13,90 | 13,16 | 1,33 | 1,46 | 16,40 | 14,90 | 1,01 | 4,65 | 1,06 | 4,84 |
| | Iberdrola | Spagna | 7,20 | 44.947 | 1,17 | 9,51 | 8,94 | 16,56 | 15,31 | 0,44 | 0,47 | 16,41 | 15,42 | 0,32 | 4,47 | 0,34 | 4,71 |
| | EDF | Francia | 9,95 | 27.273 | 0,72 | 3,59 | 3,33 | 8,64 | 7,88 | 0,68 | 0,72 | 14,63 | 13,82 | 0,38 | 3,86 | 0,37 | 3,69 |
| | Engie | Francia | 13,79 | 33.583 | 0,81 | 5,91 | 6,05 | 10,35 | 10,39 | 0,98 | 1,02 | 14,03 | 13,59 | 0,70 | 5,08 | 0,70 | 5,08 |
| | E.On | Germania | 9,05 | 19.924 | 4,47 | 4,49 | 4,57 | 7,41 | 7,78 | 0,68 | 0,62 | 13,31 | 14,51 | 0,29 | 3,18 | 0,33 | 3,66 |
| | Uniper | Germania | 17,73 | 6.487 | 0,49 | 4,74 | 5,43 | 7,54 | 9,40 | 1,87 | 1,57 | 9,49 | 11,30 | 0,63 | 3,55 | 0,68 | 3,83 |
| | RWE | Germania | 19,70 | 11.339 | 2,23 | 4,29 | 4,40 | 6,54 | 7,05 | 1,80 | 1,64 | 10,97 | 12,01 | 0,53 | 2,70 | 0,56 | 2,84 |
| | EDP | Portogallo | 3,03 | 11.072 | 1,11 | 8,64 | 8,50 | 14,40 | 13,93 | 0,27 | 0,26 | 11,21 | 11,60 | 0,19 | 6,27 | 0,19 | 6,31 |
| | Verbund | Austria | 17,04 | 2.901 | 1,14 | 10,86 | 12,17 | 18,54 | 22,45 | 0,86 | 0,70 | 19,79 | 24,34 | 0,27 | 1,56 | 0,26 | 1,53 |
| | Fortum OYJ | Finlandia | 14,26 | 12.668 | 0,96 | 9,84 | 9,51 | 14,58 | 14,62 | 0,72 | 0,74 | 19,81 | 19,40 | 0,88 | 6,14 | 0,72 | 5,08 |
| | | MEDIANA | | | 1,15 | 7,62 | 7,30 | 12,38 | 11,79 | 0,79 | 0,73 | 14,33 | 14,16 | 0,46 | 4,47 | 0,46 | 4,77 |

| | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| MULTI-UTILITY | A2A | Italia | 1,51 | 4.721 | 1,57 | 7,07 | 6,98 | 12,32 | 12,28 | 0,11 | 0,11 | 13,83 | 13,22 | 0,06 | 4,11 | 0,07 | 4,45 |
| | Acea | Italia | 14,08 | 2.999 | 1,68 | 6,45 | 6,36 | 11,77 | 11,65 | 1,12 | 1,13 | 12,54 | 12,42 | 0,64 | 4,55 | 0,66 | 4,71 |
| | Ascopiave | Italia | 3,62 | 849 | 1,92 | 10,89 | 10,62 | 15,33 | 14,97 | 0,19 | 0,20 | 18,77 | 18,11 | 0,17 | 4,78 | 0,17 | 4,78 |
| | Hera | Italia | 2,89 | 4.311 | 1,71 | 7,54 | 7,40 | 15,10 | 14,88 | 0,15 | 0,15 | 19,42 | 18,79 | 0,10 | 3,32 | 0,10 | 3,32 |
| | Iren | Italia | 2,13 | 2.547 | 1,28 | 6,86 | 6,81 | 13,14 | 13,27 | 0,16 | 0,17 | 12,99 | 12,83 | 0,07 | 3,24 | 0,07 | 3,38 |
| | EVN | Austria | 12,71 | 2.285 | 0,87 | 6,05 | 6,52 | 12,08 | 13,33 | 1,04 | 1,00 | 12,22 | 12,76 | 0,42 | 3,32 | 0,43 | 3,37 |
| | MVV Energie | Germania | 23,00 | 1.516 | 1,22 | 7,69 | 7,41 | 14,49 | 13,86 | 1,35 | 1,44 | 17,04 | 15,99 | 0,90 | 3,91 | 0,91 | 3,97 |
| | Pennon Group (£) | Regno Unito | 875,00 | 3.644 | 2,50 | 12,94 | 12,05 | 21,22 | 19,06 | 0,46 | 0,52 | 19,10 | 16,92 | 0,39 | 4,40 | 0,41 | 4,72 |
| | Severn Trent (£) | Regno Unito | 2.335,00 | 5.512 | 5,54 | 12,10 | 11,52 | 20,04 | 18,86 | 1,13 | 1,23 | 20,72 | 18,98 | 0,85 | 3,64 | 0,89 | 3,82 |
| | Suez Environnement | Francia | 16,39 | 10.050 | 1,57 | 7,50 | 6,92 | 15,40 | 13,52 | 0,80 | 0,96 | 20,61 | 17,07 | 0,65 | 3,99 | 0,67 | 4,11 |
| | United Utilities Group (£) | Regno Unito | 940,00 | 6.410 | 2,27 | 13,26 | 12,55 | 21,14 | 19,70 | 0,46 | 0,51 | 20,48 | 18,29 | 0,40 | 4,24 | 0,41 | 4,38 |
| | Veolia Environnement | Francia | 19,00 | 10.701 | 1,35 | 6,05 | 5,75 | 14,06 | 12,65 | 1,03 | 1,21 | 18,39 | 15,69 | 0,82 | 4,33 | 0,91 | 4,76 |
| | | MEDIANA | | | 1,63 | 7,52 | 7,19 | 14,79 | 13,69 | 0,63 | 0,74 | 18,58 | 16,46 | 0,41 | 4,05 | 0,42 | 4,25 |

La media dei due metodi 427 milioni + 372 milioni / 2 , esprime un valore del 100% di circa **399 milioni,** pari ad un valore unitario delle azioni di **euro 1,94160** delle azioni Estra.

Va inoltre considerato che la valutazione con il metodo patrimoniale complesso andrebbe ridotta per i dividendi distribuiti nel 2017 ed aumentata per gli utili netti in formazione, che ai

fini della presente *fairness opinion* riteniamo ininfluenti e semmai diminuitivi del valore patrimoniale.

La metodologia prescelta alla luce del rapporto di complementarità che si crea con l'adozione di più criteri, comporta la individuazione di **una media di valutazione e quindi di un valore di riferimento** , anche in funzione di arrotondare le "operazioni" in percentuali definite.

Nel contesto italiano, come in quello statunitense, non esiste ad oggi una definizione giuridica di fairness opinion, ma comunque, nel caso di specie è intesa alla stregua di "Parere di congruità" espressione frequentemente richiamata dalle disposizioni di Diritto Societario e di Diritto Mobiliare italiano, finalizzato ad esprimere un giudizio indipendente di natura tecnico-valutativa sui corrispettivi negoziati, sui prezzi di emissione e sui **rapporti di cambio.**

La *Fairness Opinion* fornisce un supporto ai fini di cui sopra, al Consiglio di Amministrazione di **Multiservizi S.p.A**., in merito alla congruità del **Prezzo** delle azioni **Estra S.p.A** in relazione al concambio derivante dalla valutazione dei beni oggetto del conferimento, sulla base del quale il Consiglio di Amministrazione procederà a valutare in piena autonomia anche in sede di presentazione alla Assemblea dei Soci di **Multiservizi S.p.A**.

Le conclusioni esposte nell'ultimo capitolo della presente *Fairness Opinion* sono quindi basate sul complesso delle indicazioni e valutazioni ivi contenute, con la conseguenza che nessuna parte della *Fairness Opinion* potrà essere considerata o , comunque, utilizzata disgiuntamente rispetto alla *Fairness Opinion* nella sua interezza.

*******

**5. Conclusioni.**

Sulla base delle considerazioni svolte nei paragrafi precedenti, con riferimento ai criteri metodologici ed ai procedimenti di stima enunciati nel capitolo 4, subordinatamente ai presupposti ed alle condizioni esposte al capitolo 1 e 3 , della *Fairness Opinion*, nell'ambito dell'intervallo di confidenza e di discrezionalità concesso ai fini del calcolo degli algoritmi valutativi, tenuto anche conto che la dottrina e la prassi valutativa ritengono assolutamente fisiologico un intervallo di confidenza nella determinazione del valore almeno pari a circa il 5%, in aumento ovvero in diminuzione del valore economico a cui conduce il processo valutativo, sono stati sviluppati i possibili valori del capitale economico di **Estra S.p.A** da confrontarsi ai fini del concambio con i beni conferiti da **Multiservizi S.p.A.**.

L'elaborato processo di considerazione e valutazione è di seguito riepilogato:

| **Metodo** | **Euro milioni** |
|---|---|
| **1) Patrimoniale complesso** | **427** |
| **2) Ebitda - PFN n = 7** | **372** |
| **Media** | **399** |

e rappresenta il valore di **Estra S.p.A** con cui confrontare il valore dato da **Multiservizi S.p.A.** ai beni conferiti ai fini della determinazione del concambio.

Sulla base delle assunzioni sopra riportate nella presente *Fairness opinion*, tenuto conto anche delle valutazioni che intercorrono in una operazione di concambio, con la parte che effettua il conferimento , il concambio che viene proposto:

- ***100%** di Estra = euro 205.500.000 X 1,860437956 = **euro 382.320.000***
- ***100%** conferimento in natura e crediti effettuato da Multiservizi* = **euro *42.480.000***

che corrisponderà ad un aumento di capitale sociale da 205.500.000 a 228.334.000 per euro 22.834.000, pari al 10,00026% del nuovo capitale sociale di 228.334.000, con un sovraprezzo di euro 19.646.000 **, fa ritenere che il corrispettivo attribuito per ciascuna azione della Società oggetto dell'aumento di capitale sociale sia, dal punto di vista finanziario, congruo**.

***Audit Smart Alliances***
***Società di Revisione***
*L'amministratore unico*
Dott. Maurizio Chilleri