

---

# ***Fairness Opinion*** **Società Elettrica** **Sopracenerina SA**

---

*Fairness Opinion  
sull'offerta pubblica di  
acquisto di  
SES Holding SA*

*3 settembre 2013*





## ***Fairness Opinion per il Consiglio d'Amministrazione di Società Elettrica Sopracenerina SA***

concernente

*La valutazione dell'adeguatezza finanziaria circa l'offerta pubblica d'acquisto di SES Holding SA, Locarno (Svizzera) per tutte le azioni trattate pubblicamente di Società Elettrica Sopracenerina SA, Locarno (Svizzera).*

Zurigo, 3 settembre 2013

---

*PricewaterhouseCoopers SA, Birchstrasse 160, Postfach, CH-8050 Zürich, Switzerland  
Telefono: +41 58 792 44 00, Fax: +41 58 792 44 10, [www.pwc.ch](http://www.pwc.ch)*

PricewaterhouseCoopers SA fa parte di una rete internazionale di società giuridicamente autonome e indipendenti tra loro.

---

# Sommario

---

<b>Indice delle abbreviazioni .....</b>	<b>4</b>
<b>1 Introduzione .....</b>	<b>5</b>
1.1 Situazione iniziale .....	5
1.2 Il nostro mandato .....	5
1.3 Svolgimento .....	6
1.4 Basi per la valutazione.....	6
<b>2 La SES in breve .....</b>	<b>8</b>
2.1 Operatività di SES.....	8
2.2 Risultati finanziari di SES.....	9
<b>3 Considerazioni sulla valutazione di SES .....</b>	<b>11</b>
3.1 Valutazione DCF .....	11
3.1.1 Basi teoriche.....	11
3.1.2 Applicazione .....	12
3.2 Valutazione di mercato .....	14
<b>4 Analisi del corso delle azioni e del volume delle transazioni .....</b>	<b>16</b>
<b>5 Riepilogo .....</b>	<b>18</b>
<b>Allegati .....</b>	<b>19</b>
Allegato 1: Analisi del beta e della struttura di capitale .....	19
Allegato 2: Calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC) .....	20
Allegato 3: Multipli di società quotate comparabili .....	21
Allegato 4: multipli di transazioni comparabili.....	22

# *Indice delle abbreviazioni*

AET	Azienda Elettrica Ticinese
risp.	rispettivamente
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Franchi Svizzeri
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Tax
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
ElCom	Commissione Federale dell'Energia Elettrica
CP	Capitale Proprio (Patrimonio netto)
Cfr.	Confronta
EUR	Euro
EV	Enterprise Value (Valore aziendale)
DT	Debiti verso terzi
GWh	Gigawattora
LAEI	Legge sull'approvvigionamento elettrico
LBVM	Legge federale sulle borse e il commercio di valori mobiliari
m	Milioni
Management	Management di Società Elettrica Sopracenerina SA
MSCI	Morgan Stanley Capital International
MWh	Megawattora
n/a	Not available (non disponibile)
OAEI	Ordinanza sull'approvvigionamento elettrico del 14 marzo 2008
p.a.	Per annum
PwC	PricewaterhouseCoopers AG
SA	Società anonima
SBBI	Stocks, Bonds, Bills, and Inflation®
SES	Società Elettrica Sopracenerina SA
SIX	Swiss Exchange
SMI	Swiss Market Index
CdA	Consiglio d'Amministrazione di Società Elettrica Sopracenerina SA
WACC	Weighted Average Cost of Capital

# 1 Introduzione

## 1.1 Situazione iniziale

La Società Elettrica Sopracenerina SA („SES“ o „Società target“) è una società regionale di approvvigionamento energetico basata a Locarno, Svizzera. Il capitale azionario di SES di 16.5m CHF è suddiviso in 1'100'000 azioni nominali dal valore di 15.00 CHF ciascuna. Le azioni di SES sono quotate al SIX Swiss Exchange dal 1996.

Il 9 luglio 2013, la SES Holding SA, con sede a Locarno, Svizzera, ha annunciato il completamento dell'acquisizione del 60.89% delle azioni di SES dal precedente azionista di maggioranza Alpiq AG. La SES Holding SA (già PRH Holding AG) è stata fondata dalla Azienda Elettrica Ticinese („AET“) assieme ai sei più grossi comuni<sup>1</sup> sotto la zona coperta da SES con l'intento di dare il controllo della fornitura di corrente nella zona del Sopraceneri ai comuni stessi ed al Canton Ticino. Tenendo in considerazione la tempistica inerente ai processi di approvazione politici dei comuni, AET detiene attualmente il 99.5% delle azioni di SES Holding SA. I comuni e AET hanno concluso un accordo che fornisce ai comuni il diritto di acquistare dalla AET, dopo l'approvazione degli organi di competenza, il 69.5% delle azioni di SES Holding SA al valore nominale in due fasi fino al 31 marzo 2015.

Il gruppo di azionisti composto da SES Holding SA ed i sei comuni dispone attualmente di una quota di partecipazione del 74.02% delle azioni di SES (incluse le azioni proprie di SES).<sup>2</sup>

Dal completamento dell'acquisizione di una quota di maggioranza in SES, SES Holding SA è tenuta ai sensi dell'art. 32 LBVM a presentare un'offerta pubblica per l'acquisto delle azioni di SES quotate in borsa.<sup>3</sup>

Il 4 settembre 2013 la SES Holding SA pubblicherà l'offerta pubblica d'acquisto per le azioni nominali di SES quotate in borsa al prezzo di 149.00 CHF per azione.

## 1.2 Il nostro mandato

IL consiglio d'amministrazione di SES („consiglio“ o „CdA“) ha incaricato PricewaterhouseCoopers SA („PwC“) di preparare una valutazione indipendente („Fairness Opinion“), al fine di verificare l'adeguatezza finanziaria della suddetta offerta pubblica d'acquisto. Secondo la prassi della commissione delle OPA, la preparazione di una Fairness Opinion è in questo caso obbligatoria, siccome nessuno degli amministratori delle società target è considerato indipendente<sup>4</sup>.

La Fairness Opinion deve presentare ai membri del consiglio d'amministrazione e agli azionisti pubblici di SES un parere terzo e neutrale, indicando se l'offerta di 149.00 CHF per azione ritenuta equa e ragionevole da un punto di vista finanziario. La presente relazione riassume i risultati delle

<sup>1</sup> Comuni di Biasca, Gambarogno, Locarno, Losone, Minusio und Muralto. Questi comuni partecipano già oggi circa al 13% nel capitale azionario di SES.

<sup>2</sup> Cfr. i rispettivi messaggi del gruppo del 10 e 12 luglio 2013.

<sup>3</sup> I comuni citati nella Nota 1, che sono coinvolti al momento della pubblicazione dell'OPA di SES Holding SA, hanno contrattualmente convenuto di non partecipare all'OPA con le loro azioni SES.

<sup>4</sup> Cfr. raccomandazione di Genolier Swiss Medical Network SA del 2011

nostre analisi. Essa può essere resa pubblica nell'ambito dell'offerta pubblica d'acquisto di SES Holding SA per le azioni nominali quotate in borsa di SES.

Questa relazione non costituisce in alcun modo una raccomandazione ad accettare o rifiutare l'offerta. Essa non include inoltre le stime dell'impatto che può avere l'accettazione o il rifiuto dell'offerta.

### **1.3 Svolgimento**

Per la valutazione dell'adeguatezza dell'offerta pubblica d'acquisto, PwC ha effettuato un'analisi esauriente sulla società target. Il risultato è una forchetta di valori per la stima del patrimonio netto e per la stima del valore di ogni azione nominale SES, entro la quale dovrebbe situarsi il prezzo di acquisto per potersi ritenere economicamente equo e ragionevole.

Le considerazioni sul valore si basano su un esame a livello aziendale. Gli effetti che si verificano sui singoli azionisti - in particolare le conseguenze fiscali - non sono stati considerati. Un resoconto esaustivo sarebbe nella pratica difficilmente possibile da redigere a causa delle condizioni divergenti dei rispettivi azionisti.

La nostra valutazione si basa sul metodo Discounted Cash Flow ("DCF"), poiché questo metodo consente di soddisfare meglio i requisiti normativi attuali e futuri. Per riflettere l'attuale contesto di mercato e l'incertezza dei flussi di cassa futuri, abbiamo effettuato anche un'analisi di sensitività, per meglio rappresentare l'impatto finanziario al cambiamento dei parametri più importanti.

I risultati ottenuti col metodo DCF sono confrontati e plausibilizzati con i risultati dell'approccio basato sulle valutazioni di mercato. Quest'ultimo prevede l'analisi dei multipli di società quotate comparabili, nonché l'analisi di transazioni comparabili nel settore energetico.

Infine, è stata realizzata anche un'analisi del prezzo delle azioni e del volume di scambi per poter confrontare i risultati della valutazione con l'attuale prezzo di mercato.

### **1.4 Basi per la valutazione**

Per valutare l'offerta pubblica d'acquisto di SES Holding SA, PwC ha principalmente utilizzato le seguenti informazioni e fonti:

- Informazioni su SES pubblicamente accessibili ritenute rilevanti ai fini della nostra analisi – in particolare i rapporti annuali e semestrali 2011 e 2012, comunicati stampa ed articoli di giornale;
- Informazioni finanziarie preparate internamente dal management di SES ("management") e ritenute rilevanti ai fini della nostra analisi – in particolare il bilancio non certificato al 30 giugno 2013, il budget 2013 ed il business plan 2014-2017, incluse le ipotesi sottostanti ed il piano di investimenti di SES;
- Relazione sulle divisioni „Rete“ ed „Energia“ con l'analisi dal punto di vista tecnico e normativo, nonché il loro impatto finanziario preparato dal management di SES;
- Discussioni con il management per quanto concerne l'attuale situazione finanziaria ed economica, l'orientamento strategico e le prospettive economiche di SES, così come discussioni sui principali elementi chiave, ipotesi e rischi del business plan di SES;

- Analisi del mercato di capitali di Ibbotson / Morningstar (2013 Ibbotson SBBI Valuation Yearbook);
- Dati finanziari ed economici di società quotate comparabili ricavati da Bloomberg e Thomson OneBanker;
- Dati di transazioni comparabili nel settore dell'energia (principalmente dal database di mergermarket);
- Colloqui con consulenti legali di SES, in particolare del quadro di requisiti formali scaturiti da conflitti di interessi nel consiglio d'amministrazione di SES e di SES Holding SA.

Le informazioni e le considerazioni racchiuse in questo documento si riferiscono alla data di stesura del presente documento e sono perciò soggetto a modifiche. PwC non ha condotto una revisione legale né una due diligence. PwC non ha verificato le informazioni fornite da SES né le informazioni pubblicamente accessibili, ma si presume che queste siano complete e corrette. PwC ha tuttavia rivisto in maniera critica le informazioni fornite da SES così come messo in discussione i colloqui avuti col management di SES.

## 2 La SES in breve

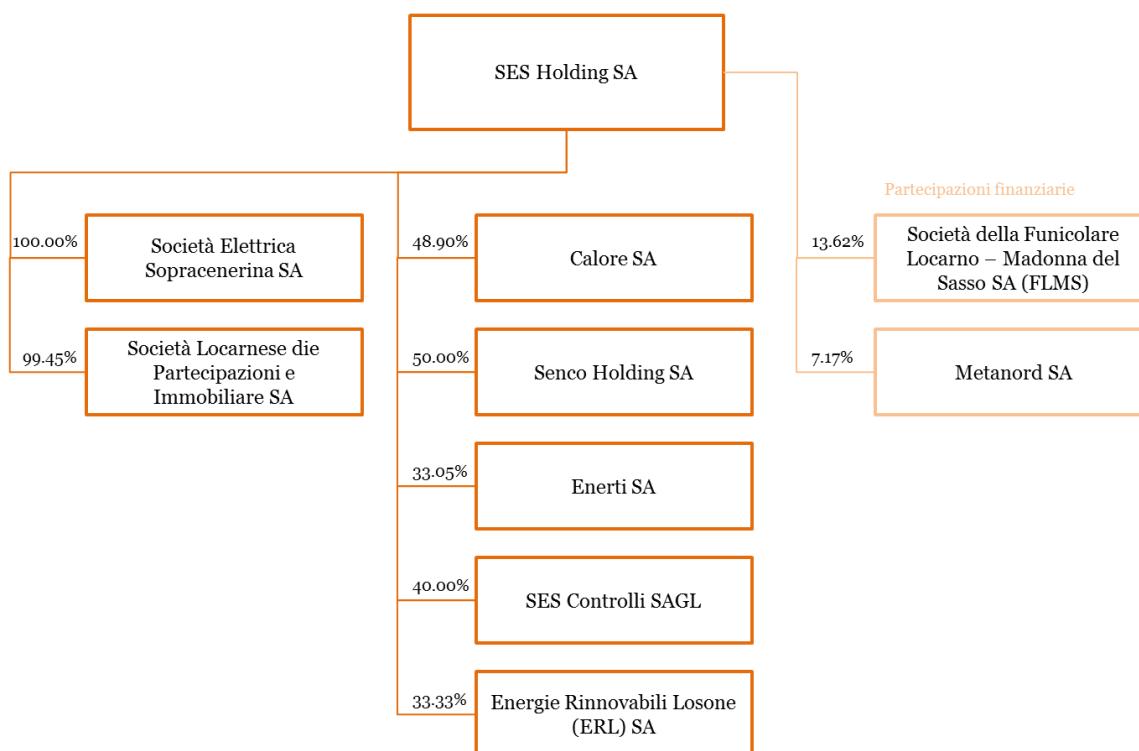
### 2.1 Operatività di SES

La Società Elettrica Sopracenerina SA ("SES") è un'impresa regionale del sud della Svizzera che si occupa della fornitura di energia elettrica a circa 80'000 clienti ripartiti su 54 comuni ticinesi e 5 della bassa Mesolcina e valle Calanca (Canton Grigioni). La SES risale al 1933 dalla fusione di due aziende locali di fornitura elettrica. Tra la sede di Locarno e la filiale di Biasca sono impiegati al 31 dicembre 2013 un totale di 174 dipendenti (impiegati equivalenti a tempo pieno).

Le attività di SES si basano sugli accordi di concessione con i comuni, che permettono alla società il diritto di distribuire su questi comuni l'energia elettrica e l'illuminazione pubblica. La rete di distribuzione per la fornitura di energia ai clienti finali è di proprietà di SES.

Per l'approvvigionamento di energia elettrica (circa 693 GWh nel 2012), la SES si rifornisce principalmente presso la AET. Una piccola parte del fabbisogno energetico è soddisfatta da produzione propria (circa 31 GWh/anno da fonti idroelettriche) e da piccoli produttori indipendenti che immettono direttamente nella rete di distribuzione di SES. Negli ultimi anni, la SES ha sviluppato accanto al suo business principale (erogazione di elettricità e operazioni di distribuzione) le attività di consulenza energetica per clienti industriali e di produzione di energia da fonti rinnovabili. Le partecipazioni più rilevanti di SES in altre società sono la Società Locarnese di Partecipazioni e Immobiliare SA (99.45%, immobiliare) e la Calore SA (48.90%, fornitura di calore).

La struttura di SES è rappresentata di seguito.

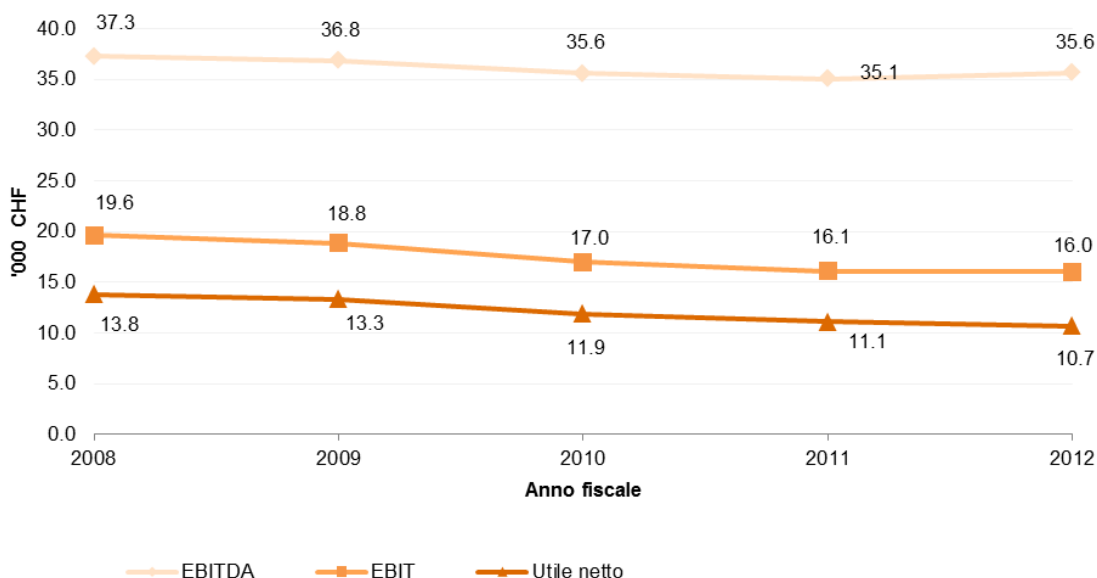


**Figura 1:** Struttura di SES (Fonte: rapporto annuale 2012)



## 2.2 Risultati finanziari di SES

La SES ha raggiunto nell'anno fiscale 2012 un giro d'affari netto di 144.4m CHF, con un incremento di circa l'1% rispetto all'anno precedente. L'EBIT per lo stesso periodo è invece calato dello 0.4% rispetto al periodo precedente, a 16.0m CHF. L'andamento stabile nell'anno fiscale 2012 riflette il modello di business di SES quale operatore di rete di distribuzione con una percentuale elevata di clienti vincolati per le prestazioni di base (circa il 72% delle vendite di energia elettrica nel 2012). Il calo delle vendite nel segmento clientela eleggibile (consumo d'energia > 100 MWh/anno) nel 2012 è stato in gran parte compensato dalla crescita dei consumi da parte del segmento clientela vincolata. La Figura 2 qui di seguito fornisce una panoramica dell'andamento del risultato di SES negli ultimi anni.



**Figura 2:** Andamento degli utili di SES (Fonte: rapporti annuali dal 2008 al 2012)

La flessione degli utili presentata in Figura 2 per tutto il periodo di riferimento 2008-2012 è principalmente dovuta all'aumento dei costi di approvvigionamento di energia elettrica, che SES non ha puntualmente ed integralmente ribaltato sui propri clienti. Questo sviluppo è dovuto anche all'entrata in vigore della legge sull'approvvigionamento elettrico dal 1° gennaio 2009 (inclusa la perdita di clienti eleggibili e l'incremento delle spese amministrative). Il margine EBITDA della società è calato a causa di questi effetti dal 12.1% nel 2008 all'8.1% nel 2012. Infine, in seguito all'aumento degli ammortamenti dovuti agli investimenti nella rete, l'EBIT ed i risultati aziendali si sono ridotti durante il periodo sotto esame.

Le considerazioni sulla valutazione sono basate sul business plan di SES, che è stato elaborato dal management di SES su base indipendente. In particolare, non sono stati considerati gli effetti del piano di cooperazione industriale tra AET e SES. Questo piano è parte integrante dell'accordo tra AET ed i comuni e prevede il trasferimento del controllo di SES in mani pubbliche, tra cui anche la realizzazione di sinergie tra AET e SES (come ad esempio per la pianificazione e la manutenzione della rete, la gestione e la manutenzione delle centrali elettriche) e la cooperazione in svariati settori (Smart Grid / Metering, fornitura di calore, etc.).

Il business plan di SES di basa anche sull'ipotesi di proseguimento dell'attività ("Going Concern"). In particolare, si assume che le licenze di SES per la fornitura elettrica nei comuni serviti vengano prolungate, vale a dire la rete non venga riacquistata dai comuni secondo le disposizioni della "Legge sulla municipalizzazione dei servizi pubblici". Il riacquisto della rete dai comuni serviti da SES non può comunque essere escluso dalla visione del management di SES. Tuttavia, siccome i sei maggiori comuni serviti da SES sono già azionisti diretti del 13% della società target ed allo stesso tempo sono anche già azionisti di SES Holding SA e grazie al loro accordo con AET hanno la possibilità di ottenere il controllo di SES, il management ritiene che la probabilità di un sostanziale riacquisto della rete da parte dei comuni sia bassa.

PwC ha analizzato ed aggiustato per quanto riguarda i principali fattori che influenzano il valore aziendale ("Value Driver") il business plan sviluppato dal management di SES; esso tiene conto delle attuali tendenze di mercato, degli aspetti di regolamentazione nei settori Rete e Energia, nonché i rischi derivati dalle analisi tecniche e normative nel settore Rete ed Energia fornite dal management di SES. Nel settore Rete, in cui prevale il principio della regolamentazione dei costi secondo la LAEI, l'evoluzione degli utili è determinata dalla base di capitale, le attività di investimento di SES, l'aumento al 4.70% del costo del capitale secondo l'art.13 OAEI e la deducibilità delle spese.<sup>5</sup> Nel ramo Energia, gli utili sono influenzati dal forte aumento previsto rispetto alla regolamentazione delle tariffe elettriche per le prestazioni di base e dalla progressiva liberalizzazione del mercato svizzero dell'elettricità. Per entrambe i rami Energia e Rete, il business plan è stato rivisto in seguito al riacquisto della rete di distribuzione locale da parte del comune di Faido a metà 2013.

<sup>5</sup> Cfr. documentazione del Dipartimento Federale dell'Ambiente, dei Trasporti, dell'Energia e delle Comunicazioni del 15 marzo 2013

## 3 Considerazioni sulla valutazione di SES

La determinazione del valore aziendale di SES è basata sui metodi seguenti:

- Metodo DCF;
- Valutazioni di mercato attraverso l'analisi di società quotate comparabili, così come l'analisi di transazioni analoghe.

Le nostre considerazioni per la determinazione dei fondi propri di SES e del valore per azione sono generalmente basate sui risultati del metodo DCF. La valutazione di mercato ha come obiettivo quello di verificare e validare questi risultati.

A causa delle differenti evoluzioni di mercato e condizioni normative nelle singole aree di attività, abbiamo valutato le unità operative separatamente. Il valore di SES si ottiene infine sommando i risultati ottenuti per le singole unità operative. Il valore così calcolato viene plausibilizzato da una valutazione sulla base di dati consolidati.

### 3.1 Valutazione DCF

#### 3.1.1 Basi teoriche

La teoria per la valutazione degli investimenti prevede che il valore aziendale corrisponda ai flussi netti di capitale attesi dall'investitore (fondi propri e debiti) attualizzati con un tasso di sconto che tenga conto dei rischi e del valore temporale del denaro.

Nella pratica, questo valore è stimato sulla base dei futuri cash-flows liberi, i quali vengono scontati ad un tasso corrispondente al costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital – „WACC“). I cash-flows liberi (Free Cash Flow – “FCF”) corrispondono ai cash-flows operativi lordi dopo le deduzioni per gli investimenti relativi agli attivi immobilizzati e correnti.

Il valore aziendale operativo è ottenuto attualizzando e sommando i FCF futuri durante il periodo in esame ed il valore residuo al termine del periodo di proiezione. Questo valore residuo sottintende l'ipotesi di continuità dell'attività, dove il FCF sostenibile annuo viene capitalizzato come una rendita perpetua (cosiddetta formula di proseguimento<sup>6</sup>).

Con l'aggiunta delle attività non operative (ad esempio la liquidità non operativa) al valore aziendale operativo si ottiene il valore aziendale totale (Enterprise Value – “EV”). Dopo la detrazione del debito fruttifero ed altri impegni di cassa dal valore aziendale totale si ottiene il patrimonio netto.

Il tasso di sconto che si applica per la capitalizzazione corrisponde al costo medio ponderato del capitale – WACC. Quest'ultimo si basa su una stima della struttura del capitale dell'azienda e distingue costi per i fondi propri e costi per i debiti dopo imposte. Il costo dei fondi propri si compone di più elementi: il tasso privo di rischio, un premio per il rischio per i fondi propri e, eventualmente, un premio per le imprese a bassa capitalizzazione. La stima del premio di rischio per i fondi propri si basa sul modello per la valutazione degli attivi finanziari (Capital Asset Pricing Model – “CAPM”), in

<sup>6</sup> Valore residuo = Free Cash Flow sostenibile / (WACC – tasso di crescita sostenibile).

cui si afferma che il premio per il rischio specifico di una società risulta dal premio di rischio di mercato moltiplicato per il beta “levered”. Questo beta “levered” è una misura del rischio sistematico d’impresa rapportato al mercato e dipende non solo dal rischio operativo ma anche dalla struttura con cui la società è finanziata. A seconda della taglia della società, può venire anche aggiunto un premio di rischio per la bassa capitalizzazione, che viene determinato in maniera empirica<sup>7</sup>.

Il costo del debito è composto dal tasso d’interesse privo di rischio e da un premio di rischio legato specificatamente all’azienda. Con l’aggiunta di questo premio di rischio specifico si assume che una società non possa prendere in prestito capitali a un tasso senza rischio, ma debba pagare un premio per il rischio specifico dell’azienda.

### *3.1.2 Applicazione*

Per la valutazione di SES sulla base del metodo DCF, sono stati stimati i FCF futuri delle singole business units per il periodo di pianificazione esplicita. Questi si basano sul business plan ed il piano degli investimenti fino al 2017. Sulla base della durata delle concessioni di alcune centrali elettriche, il periodo di previsione esplicito è stato esteso per tutti i settori fino al 2038. Ciò consente di tenere in considerazione anche i piani di investimento che vanno oltre il 2017.

Il presupposto di proseguimento delle operatività (eccetto alcune centrali elettriche) per il calcolo del valore residuo comprende i FCF dopo il periodo di pianificazione esplicito. Questi si basano su ipotesi relative a margini ed investimenti sostenibili. Per il calcolo del valore residuo è stato assunto un tasso di crescita dell’1%, che corrisponde all’inflazione attesa a lungo termine in Svizzera.<sup>8</sup>

Per ottenere il valore attuale dei futuri FCF e del valore residuo, questi sono stati attualizzati utilizzando il WACC.

Per la valutazione dell’unità Rete, ci siamo basati sull’art. 14 LAEI e art. 13 OAEI, così come sulla base di capitale dichiarata da SES al legislatore nonché sul tasso d’interesse ammissibile applicato del 4.70%.<sup>9</sup>

Per la valutazione delle altre business units (energia ed altri servizi) è stato utilizzato un WACC pari a 6.4%, che rispecchia i parametri mostrati in Tabella 1. Il WACC utilizzato è basato su un costo del capitale del 9.0% ed un costo del debito (al netto delle imposte) del 1.8%. Qui si seguito vengono descritti brevemente i singoli parametri del WACC.

<sup>7</sup> Il premio per le società a bassa capitalizzazione si basa rilevamenti empirici e non fa parte dell’approccio CAPM

<sup>8</sup> International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, aprile 2013.

<sup>9</sup> Cfr. comunicazione del Dipartimento federale dell’ambiente, dei trasporti, dell’energia e delle comunicazioni del 15 Marzo 2013.

---

### **Tasso d'interesse senza rischio**

Per il tasso d'interesse senza rischio è stato preso il rendimento dei titoli di stato svizzeri con scadenza a 15 anni (il business plan di SES è in Franchi Svizzeri). Su questa base, il tasso d'interesse senza rischio alla data di valutazione è stato stimato a 1.4%.<sup>10</sup>

---

### **Premio per il rischio di mercato**

Per il calcolo del WACC è stato utilizzato un premio di rischio di mercato pari a 5.9%. Ciò riflette il premio per il rischio di mercato implicito per mercati azionari sviluppati alla data della valutazione 30 giugno 2013.<sup>11</sup>

---

### **Beta**

Il beta „unlevered“ è stato derivato da società quotate comparabili. Il beta „unlevered“ così ottenuto è pari a 0.58. Informazioni dettagliate riguardo a questi valore di beta si possono trovare nell'Allegato 1. Il beta „levered“ corrisponde alla struttura del capitale obiettivo di SES.<sup>12</sup>

---

### **Premio per aziende a bassa capitalizzazione**

Il premio per aziende a bassa capitalizzazione o premio di „small size“ riflette le aspettative di investitori in piccole e medie imprese, che risultano più elevate in termini di rischio e rendita. Esso corrisponde alla differenza tra la rendita sostenibile effettivamente osservabile in PMI e quella stimata con il metodo CAPM. Il premio usato per la determinazione del WACC è di 2.2%.<sup>13</sup>

---

### **Struttura di finanziamento**

La struttura del capitale a lungo termine con un tasso d'indebitamento netto del 36% è stato stimato sulla base di un'analisi di società comparabili. I dettagli della struttura di finanziamento delle società comparabili si trovano allegati nell'Allegato 1.

---

### **Premio di rischio per il capitale terzo**

Secondo le disposizioni del management di SES, il premio previsto sui tassi d'interesse senza rischio per accedere a finanziamenti esterni si eleva a 0.9%.

---

### **Tasso d'imposizione fiscale**

Sulla base di discussioni con il management di SES, per il calcolo del WACC va utilizzata un'aliquota fiscale media attesa a lungo termine per una società basata a Locarno del 20.4%.

---

### **Tabella 1:** Panoramica dei parametri utilizzati nel calcolo del WACC

---

<sup>10</sup> Fonte: Bloomberg, analisi delle rendite al 30 giugno 2013.

<sup>11</sup> Fonte: elaborazioni PwC sulla base di Damodaran (2012) e del Comitato per le Valutazioni e Gestione Aziendale („FAUB“) dell'Istituto dei Revisori Contabili in Germania („IdW“, 2012).

<sup>12</sup>  $\text{Unlevered Beta} = \text{Levered Beta} / (1 + (\text{debito} / \text{capitale proprio}))$ . Il debito riflette il debito portante interesse meno i mezzi liquidi non operativi (ipotizzando un livello di liquidità operativa pari al 5.0% della cifra d'affari netta, secondo il management di SES). Fonte dei beta delle società comparabili: Bloomberg al 30 giugno 2013.

<sup>13</sup> Fonte: Ibbotson SBBi Valuation Yearbook, 2013.

La somma dei valori attualizzati di tutti i FCF durante il periodo di pianificazione esplicito così come il valore residuo finale delle singole unità operative ha restituito un valore aziendale operativo di SES di 247m CHF. Per calcolare il valore del patrimonio netto di SES, le attività non operative (immobili non detenuti a fini operativi, partecipazioni minoritarie di capitale e mezzi liquidi non operativi) per un valore di 18m CHF vengono aggiunte al valore aziendale, così come il fair value dei debiti fruttiferi viene dedotto per un montante di 109m CHF. Tutto ciò si traduce in un valore del capitale proprio di 156m CHF.

Per verificare la plausibilità dei risultati secondo la valutazione col metodo DCF, sono state eseguite delle analisi di sensitività, variando i valori di alcuni elementi chiave del modello di business di SES. Come elementi chiave di SES sono stati identificati i rischi normativi relativi alla deducibilità dei costi per le operazioni di distribuzione e la fornitura d'energia per le prestazioni di base, così come l'impatto di una (possibile) completa apertura del mercato elettrico e l'introduzione di incentivi per i gestori di reti di distribuzione. Al variare di ciascuno di questi fattori e a parità di condizioni, il valore del patrimonio netto di SES risulta oscillare tra un minimo di 146m CHF ed un massimo di 168m CHF. La tabella seguente riassume i risultati più importanti ottenuti con l'analisi di sensitività.

<b>Analisi di sensitività</b>					
Variazione del WACC	0.3%	0.2%	0.0%	-0.2%	-0.3%
Variazione del valore delle azioni	-11.7%	-5.9%	0.0%	6.1%	12.4%
Variazione del margine EBITDA sostenibile	-0.5%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.5%
Variazione del valore delle azioni	-3.8%	-1.9%	0.0%	1.9%	3.8%
Variazione del tasso di crescita sostenibile	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%
Variazione del valore delle azioni	-7.6%	-3.9%	0.0%	4.3%	8.9%

**Tabella 2:** Risultati dell'analisi di sensitività (Fonte: elaborazione di PwC)

Sulla base della valutazione DCF e le analisi di sensitività, risulta che il valore del capitale proprio di SES oscilla in un range tra 146m CHF e 168m CHF. Con un totale di 1'097'661<sup>14</sup> azioni nominali in circolazione al 30 giugno 2013, il valore per azione nominale di SES risultante dalla valutazione DCF spazia da un minimo di 133 CHF ad un massimo di 153 CHF.

### 3.2 Valutazione di mercato

Con la valutazione di mercato, il valore aziendale può essere determinato sulla base del valore di società pubbliche comparabili o sulla base di transazioni analoghe avvenute in passato di società quotate e non. Il valore del capitale proprio è calcolato sommando le attività non operative e sottraendo le passività fruttifere al valore aziendale.

Per la valutazione di mercato sulla base di imprese quotate comparabili, il valore aziendale delle società prese come paragone – derivato dal corso attuale delle azioni più gli attivi netti non operativi meno la passività fruttifere – è stabilito in relazione a vari indici finanziari. I multipli risultanti vengono quindi applicati ai corrispondenti indicatori finanziari di SES per ottenere l'ipotetico valore di mercato di SES.

Come società comparative sono state utilizzate società europee quotate e che operano nello stesso ramo di SES (vedi Allegati 1 e 3).

<sup>14</sup> SES detiene al 30 giugno 2013 un totale di 2'339 azioni proprie, le quali non vengono prese in considerazione ai fini della determinazione del valore per azione.

Gli indicatori finanziari delle società quotate comparative si basano su stime di vari analisti per gli anni 2013 – 2015. Il valore mediano di questi multipli è stato applicato ai corrispondenti indici finanziari di SES.

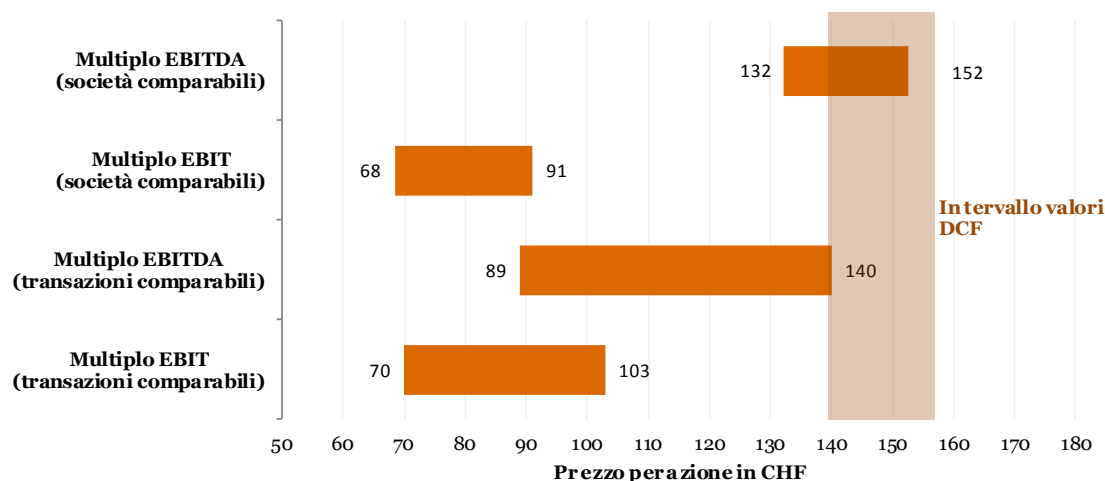
Oltre al fair value sulla base di imprese quotate comparabili, è stata condotta anche un'analisi delle transazioni negli ultimi tre anni di società operanti in Europa nell'ambito della fornitura elettrica.

Va notato che, a differenza dei multipli ricavati da società quotate comparabili, i multipli ricavati da transazioni analoghe possono essere distorti da premi pagati per l'acquisizione di una partecipazione di maggioranza o da riduzioni in caso di vendita forzata in seguito ad una ristrutturazione. Pertanto la rilevanza delle transazioni disponibili e dei multipli che ne derivano può essere limitata. Va inoltre aggiunto che le transazioni passate non riflettono necessariamente le attuali condizioni dei mercati di capitali, che potrebbe relativizzare la significatività nel contesto attuale.

Abbiamo identificato diverse transazioni in cui aziende dello stesso settore erano coinvolte (cfr. Allegato 4). Basandoci su informazioni pubblicamente disponibili su queste transazioni abbiamo potuto calcolare i multipli per i ricavi, l'EBITDA e l'EBIT.

Riteniamo sia opportuno basarsi principalmente sul multiplo dell'EBITDA, in quanto, a differenza del multiplo sui ricavi, tiene conto anche dei costi e limita le distorsioni causate da presentazioni del fatturato discordanti secondo il tipo di contabilità utilizzato. Rispetto al multiplo dell'EBIT, quello dell'EBITDA ha il vantaggio di non essere influenzato dai diversi cicli d'investimento e dalle politiche d'ammortamento delle società.

La Figura 2 riassume i risultati della valutazione di mercato. Sulla base di questa valutazione con i multipli si stima quindi che una forchetta di prezzi per azione nominale compresa tra 133 CHF e 153 CHF possa essere plausibile.

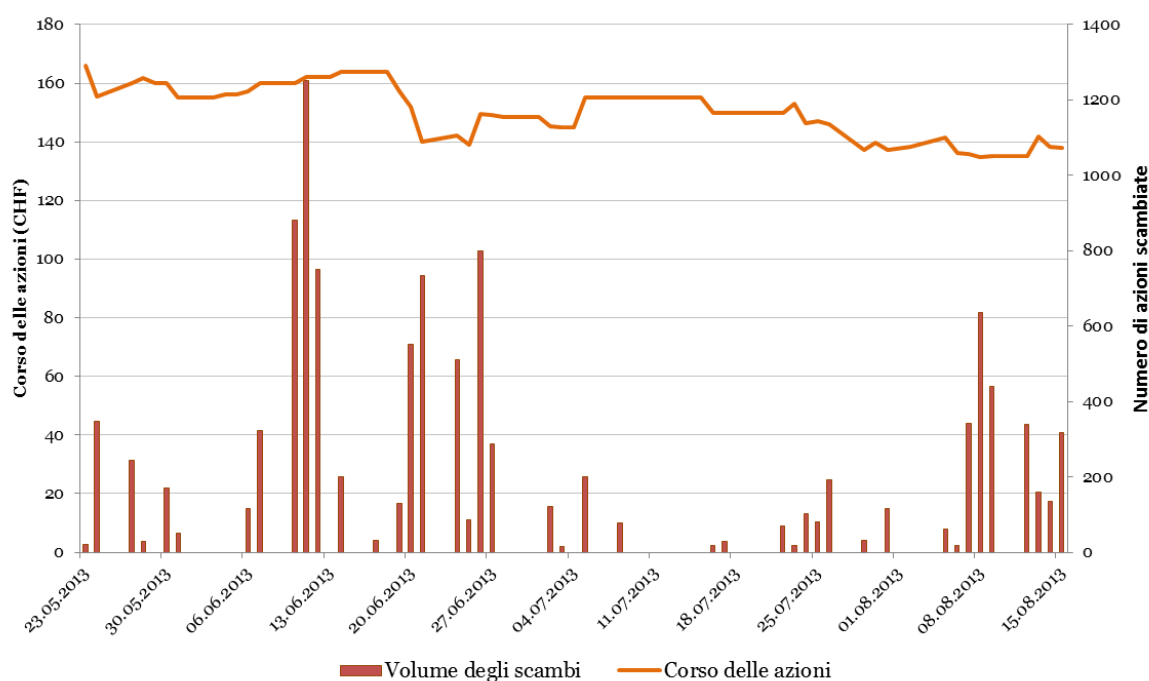


**Figura 3:** Valutazione di mercato basata su società comparabili e transazioni di società comparabili (Fonte: Bloomberg, PwC)

## 4 Analisi del corso delle azioni e del volume delle transazioni

Nell'ambito dell'offerta pubblica d'acquisto di SES Holding SA, il prezzo offerto di 149.00 CHF per azione nominale di SES è superiore dell'8.0% rispetto al corso attuale dell'azione (138.00 CHF per azione a metà agosto 2013) ed inferiore del 0.7% rispetto alla media pesata (sul volume delle transazioni) del corso delle azioni negli ultimi 60 giorni di negoziazione (150.00 CHF per azione – le azioni non sono tuttavia scambiate giornalmente).

Durante gli ultimi 60 giorni di negoziazione, le azioni non sono state trattate per 18 volte (30.0% del tempo), il prezzo è rimasto invariato per 21 (35.0% delle volte), è diminuito per 22 (36.7% delle volte) ed aumentato per 17 (28.3% delle volte). Il grafico seguente mostra l'andamento storico del prezzo delle azioni ed il volume degli scambi durante gli ultimi 60 giorni di negoziazione. A causa del basso capitale flottante (circa il 25%) e del ridotto numero di scambi, riteniamo che la significatività dell'analisi sul prezzo ed il volume di scambi sia limitata.

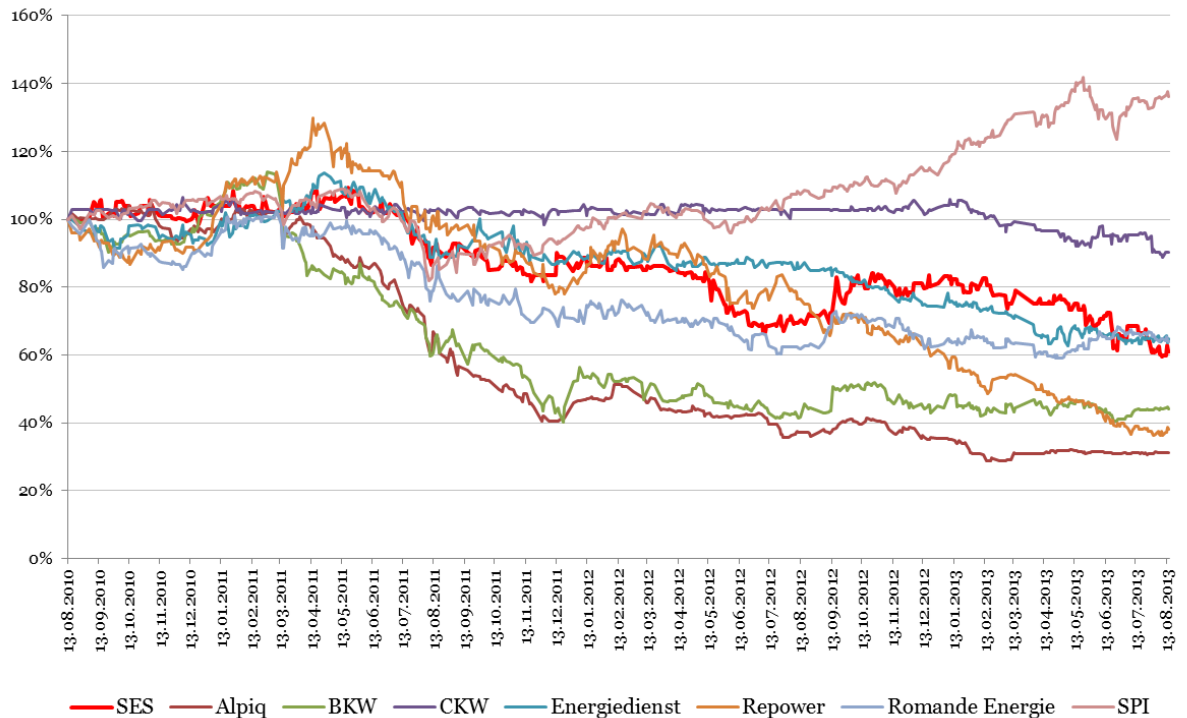


**Figura 4:** Corso e volume degli scambi dell'azione di SES (Fonte: Bloomberg)

Figura 5 mostra anche lo sviluppo del corso dell'azione di SES e di altre società svizzere di fornitura elettrica, così come dello Swiss Performance Index. In questo periodo di tempo le azioni di SES hanno perso circa il 40% del loro valore, così come anche per le altre società svizzere di fornitura elettrica. I motivi di questo sviluppo negativo sono probabilmente riconducibili all'incidente alla centrale di Fukushima ed alla conseguente decisione del governo svizzero. Parallelamente, la costruzione di nuove centrali di energia rinnovabile ha portato ad una progressiva riduzione del prezzo all'ingrosso dell'energia. Questo in particolare ha portato a riduzioni di valore delle centrali elettriche più grosse, che sono in parte sfociate in rettifiche di valore delle imprese interessate. Infine, durante la crisi economica e finanziaria si è registrato un abbassamento della domanda di energia elettrica, che ha portato ad un ulteriore calo del valore delle società. In questo contesto, inoltre, si nota che il corso delle



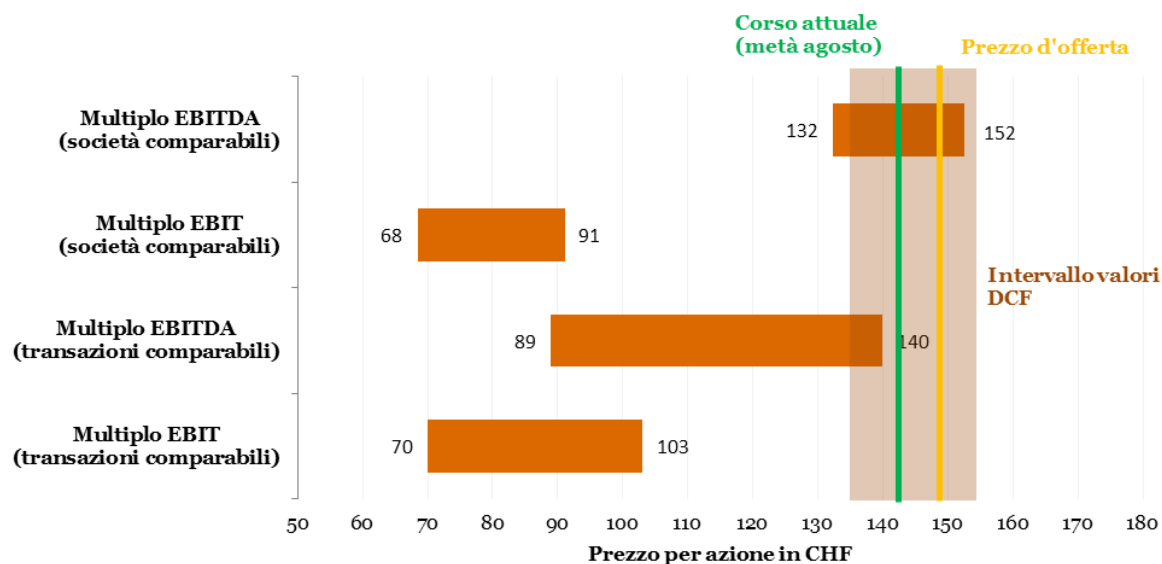
azioni delle società svizzere di fornitura elettrica da metà giugno 2012 non ha beneficiato (o solo marginalmente) di un aumento rispetto al corso dello Swiss Performance Index. Questo può indicare che gli investitori valutano i rischi e le incertezze specifiche del settore come rilevanti.



**Figura 5:** Corso delle azioni di diverse aziende svizzere di fornitura elettrica (Fonte: Bloomberg)

## 5 Riepilogo

Il grafico seguente sintetizza i risultati delle nostre considerazioni sulla valutazione di SES e dell'analisi del corso delle azioni.



**Figura 6:** Riassunto dei risultati (Fonte: elaborazione PwC)

Sulla base delle analisi di valutazione e delle diverse considerazioni presentate in questo rapporto di Fairness Opinion, stimiamo un valore del patrimonio netto di SES in una forchetta compresa tra 146m e 168m CHF. Per un totale di 1'097'661 azioni nominali di SES in circolazione al 30 giugno 2013, risulta quindi un totale per azione compreso tra 133 e 153 CHF. Questi valori sono stati ottenuti sulla base del metodo DCF e tenendo conto delle diverse analisi di sensitività effettuate.

I risultati del calcolo del DCF sono stati corroborati con l'ausilio di una valutazione di mercato e si possono ritenere sufficientemente plausibili.

Tenuto conto di tutte le analisi esposte finora e dell'attuale contesto economico, stimiamo che in ambito dell'offerta pubblica di acquisto da parte di SES Holding SA il prezzo offerto di 149.00 CHF per azione nominale di SES dal valore nominale di 15.0 CHF sia giusta e ragionevole.

Il presente rapporto di Fairness Opinion è basato sul lavoro di analisi effettuato nell'ambito del nostro mandato, che si è terminato il 3 settembre 2013.

PricewaterhouseCoopers SA

*M. Schmidli*

Dr. Marc Schmidli  
Partner

*M. Bucher*

Markus Bucher  
Partner

# Allegati

## Allegato 1: Analisi del beta e della struttura di capitale

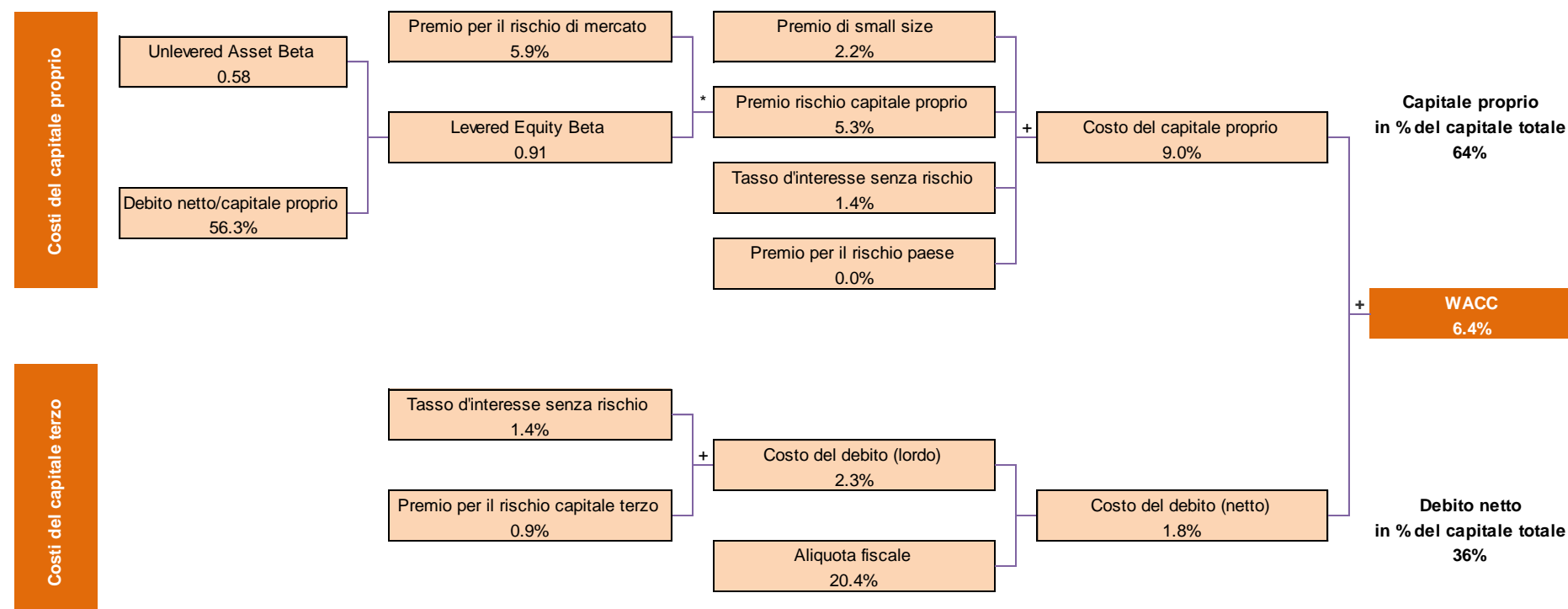
Società comparabili	Valuta di regressione	Indebitamento netto / Patrimonio netto (Ø 5 anni)	Indebitamento netto / Passività (Ø 5 anni)	Bloomberg Levered Equity Beta MSCI World Index (1)	Unlevered Asset Beta (2)
VERBUND AG	CHF	44%	31%	0.91	0.63
A2A SPA	CHF	93%	48%	1.15	0.59
ROMANDE ENERGIE HOLDING-REG	CHF	-15%	-17%	0.59	0.69
ENERGIEDIENST HOLDING AG-REG	CHF	-2%	-2%	0.44	0.45
HERA SPA	CHF	126%	56%	1.04	0.46
EVN AG	CHF	70%	41%	0.67	0.40
BKW AG	CHF	29%	22%	0.74	0.57
HAFSLUND-A SHS	CHF	90%	47%	1.39	0.73
RWE AG	CHF	53%	35%	1.05	0.69
ENEL SPA	CHF	129%	56%	1.06	0.46
EDF	CHF	51%	34%	1.21	0.80
GDF SUEZ	CHF	53%	35%	0.86	0.56
IBERDROLA SA	CHF	101%	50%	1.10	0.55
E.ON SE	CHF	58%	37%	1.33	0.84
FORTUM OYJ	CHF	39%	28%	1.05	0.76
EDP-ENERGIAS DE PORTUGAL SA	CHF	135%	58%	0.92	0.39
<b>Valore mediano</b>		<b>56%</b>	<b>36%</b>	<b>1.04</b>	<b>0.58</b>
<b>Valore medio</b>		<b>66%</b>	<b>35%</b>	<b>0.97</b>	<b>0.60</b>
<b>Valore scelto (3)</b>			<b>36%</b>		<b>0.58</b>

(1) Calcolato utilizzando dati estratti da Bloomberg al 30 giugno 2013 (5 anni, rendimenti mensili)

(2) Unlevered Asset Beta = Levered Equity Beta / (1 + DT/CP) secondo la formula di Harris-Pringle

(3) Per il calcolo del costo del capitale è stato utilizzato il valore mediano dell'Unlevered Asset Beta tra tutte le società selezionate

## Allegato 2: Calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC)



A causa di arrotondamenti, possono sorgere lievi differenze nella tabella sopra riportata.

*Allegato 3: Multipli di società quotate comparabili*

Società comparabili	EV / Ricavi			EV / EBITDA			EV / EBIT		
	2013 F	2014 F	2015 F	2013 F	2014 F	2015 F	2013 F	2014 F	2015 F
<b>Aziende di fornitura elettrica integrate</b>									
A2A SPA	1.2 x	1.2 x	1.2 x	6.4 x	6.4 x	6.2 x	14.1 x	13.2 x	12.5 x
BKW AG	0.9 x	0.8 x	0.8 x	5.3 x	5.0 x	4.8 x	9.8 x	9.4 x	8.8 x
E.ON SE	0.5 x	0.5 x	0.5 x	5.8 x	5.8 x	5.8 x	9.8 x	9.7 x	10.1 x
EDF	1.2 x	1.2 x	1.1 x	5.4 x	5.0 x	4.8 x	10.1 x	9.1 x	8.7 x
EDP-ENERGIAS DE PORTUGAL SA	2.0 x	2.0 x	1.9 x	8.7 x	8.3 x	7.7 x	14.7 x	13.9 x	12.4 x
ENEL SPA	1.2 x	1.2 x	1.2 x	6.2 x	6.3 x	6.2 x	10.3 x	10.7 x	10.5 x
ENERGIEDIENST HOLDING AG	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EVN AG	1.3 x	1.3 x	1.2 x	8.7 x	8.3 x	8.0 x	19.2 x	18.1 x	16.4 x
FORTUM OYJ	3.4 x	3.4 x	3.3 x	8.9 x	9.1 x	8.9 x	12.4 x	12.9 x	12.8 x
GDF SUEZ	1.3 x	1.2 x	1.2 x	7.4 x	7.4 x	7.3 x	13.4 x	13.6 x	13.4 x
HAFSLUND-A	1.6 x	1.6 x	1.6 x	8.6 x	8.3 x	8.0 x	12.7 x	12.2 x	11.7 x
HERA SPA	1.1 x	1.0 x	1.0 x	6.3 x	6.1 x	5.9 x	9.2 x	9.0 x	8.6 x
IBERDROLA SA	1.6 x	1.5 x	1.5 x	7.1 x	7.0 x	6.8 x	12.1 x	12.2 x	11.9 x
ROMANDE ENERGIE HOLDING	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
RWE AG	0.7 x	0.7 x	0.7 x	4.0 x	4.4 x	4.4 x	6.2 x	7.2 x	7.7 x
VERBUND AG	3.1 x	3.3 x	3.1 x	8.8 x	10.5 x	10.1 x	14.5 x	16.0 x	15.4 x
<b>Valore mediano</b>	<b>1.2 x</b>	<b>1.2 x</b>	<b>1.2 x</b>	<b>6.8 x</b>	<b>6.7 x</b>	<b>6.5 x</b>	<b>12.3 x</b>	<b>12.2 x</b>	<b>11.8 x</b>
<b>Valore medio</b>	<b>1.5 x</b>	<b>1.5 x</b>	<b>1.4 x</b>	<b>7.0 x</b>	<b>7.0 x</b>	<b>6.8 x</b>	<b>12.0 x</b>	<b>12.0 x</b>	<b>11.5 x</b>
<b>Operatori di rete</b>									
ELIA SYSTEM OPERATOR SA/NV	3.7 x	4.1 x	4.5 x	9.8 x	10.4 x	10.5 x	14.8 x	14.7 x	14.6 x
ENAGAS SA	6.4 x	6.3 x	6.1 x	8.1 x	7.9 x	7.7 x	12.2 x	11.9 x	11.4 x
NATIONAL GRID PLC	3.6 x	3.4 x	3.3 x	10.2 x	9.6 x	9.1 x	13.9 x	13.1 x	12.5 x
RED ELECTRICA CORPORACION SA	3.2 x	3.1 x	3.0 x	4.4 x	4.3 x	4.1 x	6.4 x	6.3 x	5.9 x
SNAM SPA	6.8 x	6.7 x	6.5 x	8.8 x	8.6 x	8.3 x	12.0 x	11.8 x	11.4 x
TERNA SPA	7.0 x	6.9 x	6.6 x	9.0 x	8.9 x	8.3 x	12.9 x	12.9 x	11.9 x
<b>Valore mediano</b>	<b>5.1 x</b>	<b>5.2 x</b>	<b>5.3 x</b>	<b>8.9 x</b>	<b>8.7 x</b>	<b>8.3 x</b>	<b>12.6 x</b>	<b>12.4 x</b>	<b>11.7 x</b>
<b>Valore medio</b>	<b>5.1 x</b>	<b>5.1 x</b>	<b>5.0 x</b>	<b>8.4 x</b>	<b>8.3 x</b>	<b>8.0 x</b>	<b>12.0 x</b>	<b>11.8 x</b>	<b>11.3 x</b>

Fonte: Bloomberg

### Allegato 4: multipli di transazioni comparabili

Data di perfezionamento della transazione	Società oggetto della compravendita	Società acquirente	Quota	Importo della transazione	Valore aziendale	Multiplo dei ricavi	Multiplo EBITDA	Multiplo EBIT	
milioni di EUR									
Aziende di fornitura elettrica integrate									
18.06.2013	Harjeans Kraft AB	Katterno Group	47.9%	52	109	1.6	7.5	13.9	
10.07.2012	Karntner Elektrizitats Aktiengesellschaft	RWE AG	12.9%	230	1'790	1.1	11.2	18.3	
21.06.2012	HEAG Suedhessische Energie AG	HEAG Holding AG	40.0%	280	776	0.3	5.5	10.1	
11.05.2012	Energias de Portugal S.A.	China Three Gorges Corporation	21.4%	2'690	29'199	2.1	8.1	14.2	
18.08.2011	Elektrizitaets Gesellschaft Laufenburg AG	Axpo Holding AG	9.0%	168	2'467	1.2	13.4	19.6	
14.03.2011	Iberdrola SA	Qatar Holding LLC	6.2%	2'021	62'525	2.1	8.3	12.9	
31.12.2010	Energias de Portugal S.A.	Parpublica - Participacoes Publicas (SGPS), S.A.	2.5%	229	25'093	1.8	6.9	12.2	
21.12.2010	Northern Ireland Electricity Plc	Electricity Supply Board of Ireland	n/a	2'040	2'040	7.0	n/a	20.2	
02.11.2010	Tauron Polska Energia S.A.	Ministry of Treasury of the Republic of Poland	9.3%	432	4'787	2.0	7.6	15.6	
20.09.2010	Prazska Energetika, a.s.	EnBW Energie Baden-Wuerttemberg AG	41.1%	563	1'288	1.7	9.5	12.2	
01.07.2010	BKW FMB Energie AG	Groupe E SA	5.0%	136	2'756	1.2	8.2	11.5	
01.06.2010	Alpiq Holding AG	Undisclosed bidder	5.2%	306	8'736	0.9	9.3	14.3	
25.05.2010	DONG Energy A/S	Danish Ministry of Finance	2.5%	127	8'860	1.3	7.5	17.5	
01.02.2010	Karlskoga Energi & Miljo AB	Karlskoga kommun	49.0%	42	128	3.1	9.4	17.1	
07.03.2013 <sup>1)</sup>	Energias de Portugal S.A.	Corporacion Masaveu S.A.	2.1%	180	27'385	5.0	7.5	12.8	
28.08.2012 <sup>1)</sup>	ACEGAS SpA	HERA SpA	n/a	552	552	1.0	4.8	10.5	
						Valore mediano	1.6	8.1	14.0
						Valore medio	2.1	8.3	14.6
Operatori di rete									
25.05.2012	REN - Redes Energeticas Nacionais, SGPS, S.A.	State Grid Corporation of China	25.0%	387	3'870	4.8	8.3	13.7	
24.02.2012	REN - Redes Energeticas Nacionais, SGPS, S.A.	Oman Oil Company S.A.O.C	15.0%	205	3'689	4.6	7.9	13.0	
06.09.2011	Amprion GmbH	Consortium led by Commerzbank AG	74.9%	1'065	1'300	0.2	3.8	7.2	
05.08.2010	Reti Trasmissione Energia Elettrica ASM Srl	Terna Linee Alta Tensione Srl	n/a	26	26	4.3	6.4	n/a	
19.05.2010	50Hertz Transmission GmbH	Elia System Operator NV; Industry Funds Management Pty Ltd.	n/a	810	810	0.2	5.7	14.4	
10.05.2010	Elia System Operator NV	Publi-T	12.5%	160	3'724	5.1	12.4	18.8	
						Valore mediano	4.4	7.2	13.7
						Valore medio	3.2	7.4	13.4

1) Data di annuncio

Fonte: mergermarket