

Perizia di valutazione in relazione all'Offerta Pubblica di Acquisto della SES Holding SA, Locarno per tutte le azioni nominative detenute dal pubblico della Società Elettrica Sopracenerina SA (SES), Locarno

2 settembre 2013

Indice

1.	<i>Situazione di partenza e incarico alla Mazars.....</i>	3
1.1.	<i>Situazione di partenza</i>	3
1.2.	<i>Incarico della SES Holding alla Mazars.....</i>	3
2.	<i>Breve profilo e struttura organizzativa.....</i>	4
3.	<i>Basi della valutazione.....</i>	6
3.1.	<i>Basi del giudizio.....</i>	6
3.2.	<i>Metodi di valutazione e procedimento.....</i>	6
3.3.	<i>Metodo DCF</i>	7
3.4.	<i>Metodo del valore di mercato</i>	7
3.5.	<i>Analisi del prezzo e del volume delle azioni.....</i>	7
4.	<i>Valutazione della società.....</i>	9
4.1.	<i>Metodo DCF</i>	9
4.2.	<i>Metodo del valore di mercato</i>	13
5.	<i>Giudizio complessivo</i>	14
Allegati	<i>.....</i>	15
Allegato 1:	Gruppi di riferimento comparabili per derivare i Beta e i moltiplicatori EBITDA e EBIT	15
Allegato 2:	Descrizione delle società nei gruppi di riferimento comparabili	16

Indice delle abbreviazioni

Nella presente relazione abbiamo utilizzato le seguenti abbreviazioni:

AES	Associazione delle aziende elettriche svizzere
AET	Azienda Elettrica Ticinese, Bellinzona
Alpiq	Alpiq AG, Olten
art.	articolo
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	franchi svizzeri
CHF m	mila CHF
CHF mln	milioni di CHF
co.	comma
COPA	Commissione delle offerte pubbliche di acquisto
EICom	Commissione federale dell'energia elettrica
EICom WACC	Il tasso d'interessi aritmetico per il capitale immobilizzato nella rete elettrica ovvero il WACC (Weighted Average Cost of Capital) viene fissato ogni anno ai sensi della OAEl dal Dipartimento federale dell'ambiente, dei trasporti, dell'energia e delle comunicazioni (DATEC) sulla base dei calcoli dell'UFE e previa consultazione della EICom. Si tratta di un risarcimento adeguato al rischio per il capitale immobilizzato nelle reti elettriche esistenti o che deve essere investito in nuove reti.
Gruppo SES	SES compresa la affiliata consolidata al 100% SAP
GWh	gigawattore
KWh	kilowattore
LBVM	Legge federale sulle borse e il commercio di valori mobiliari del 24 marzo 1995
m	mille/mila
Mazars	Mazars AG, Zurigo
metodo DCF	metodo Discounted Cash Flow
mln	milioni
MWh	megawattore
OBVM	Ordinanza sulle borse e il commercio di valori mobiliari del 2 dicembre 1996
OBVM-FINMA	Ordinanza dell'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari sulle borse e il commercio di valori mobiliari del 25 ottobre 2008
O-COPA	Ordinanza commissionale sulle offerte pubbliche di acquisto del 21 agosto 2008
perizia IFBC	perizia "Risarcimento adeguato al rischio per gestori di rete sul mercato svizzero dell'energia elettrica" della IFBC AG del 25 luglio 2012
PRH Holding	PRH Holding SA, Lugano
SAP	Società Locarnese di Partecipazioni e Immobiliare SA, Locarno
SES	Società Elettrica Sopracenerina SA (SES), Locarno
SES Holding	SES Holding SA, Locarno
UCE	Unione di Comuni per l'Energia, Roveredo
VA	valore aziendale
VWAP	volume Weighted Average Price (prezzo medio ponderato sul volume)
WACC	Weighted Average Cost of Capital (costo medio ponderato del capitale)

1. *Situazione di partenza e incarico alla Mazars*

1.1. Situazione di partenza

- La PRH Holding SA, Lugano ("PRH Holding") il cui nome è stato cambiato il 4 luglio 2013 in SES Holding SA, con nuova sede sita in Locarno ("SES Holding") ha acquisito dalla Alpiq AG, Olten ("Alpiq") in data 29 maggio 2013, tramite contratto di acquisto di azioni, il 60,89% del capitale e dei diritti di voto della Società Elettrica Sopracenerina SA (SES), Locarno ("SES"). Suddetto contratto di acquisto di azioni è stato eseguito il 9 luglio 2013, con il trasferimento di CHF 137,61 per azione.
- Con tale transazione è stato superato il limite oltre il quale si è tenuti, come da art. 32 LBVM, a presentare un'offerta pubblica. Conseguentemente la SES Holding lancerà un'offerta pubblica di acquisto ai sensi dell'art. 22 segg. LBVM per tutte le azioni nominative della SES attualmente detenute dal pubblico con un valore nominale di CHF 15 ("azione SES").
- Le azioni della SES Holding sono detenute al 99,5% dalla AET, la quale è a sua volta al 100% di proprietà del Canton Ticino. Il restante 0,5% delle azioni della SES Holding è in mano ai comuni di Biasca, Gambarogno, Locarno, Losone, Minusio e Muralto.
- Oltre alla percentuale acquisita pari al 60,89%, i comuni di Biasca, Gambarogno, Locarno, Losone, Minusio e Muralto detengono un ulteriore 12,92% delle azioni della SES. Inoltre, in seguito all'esecuzione del contratto di acquisto stipulato tra la SES Holding e la Alpiq, le 2'339 azioni proprie della SES (0,21%) sono ora indirettamente di proprietà della SES Holding. In totale, Le persone che agiscono d'intesa detengono il 74,02%.¹ L'offerta obbligatoria riguarda pertanto il 25,98% o 285'803 azioni della SES.
- Le azioni SES sono quotate nella Borsa svizzera SIX Swiss Exchange. Poiché le azioni SES sono considerate illiquide, a causa del loro basso volume di scambio registrato nei completi 12 mesi precedenti alla pubblicazione dell'offerta per l'offerta pubblica di acquisto della SES Holding (cfr. Circolare COPA n. 2: Liquidità ai sensi del diritto delle OPA del 26 febbraio 2010), il prezzo minimo per azione potrà essere fissato solo previa valutazione di un organo di controllo ai sensi dell'art. 40 co. 4 OBVM-FINMA.

1.2. Incarico della SES Holding alla Mazars

- La SES Holding ha incaricato la Mazars AG, Zurigo ("Mazars"), in qualità di organo di controllo, di effettuare una valutazione dei titoli di partecipazione della SES ai sensi dell'art. 40

co. 4 OBVM-FINMA. È consentito pubblicare tale perizia solo ed esclusivamente in relazione con il presente rapporto e non per altri motivi.

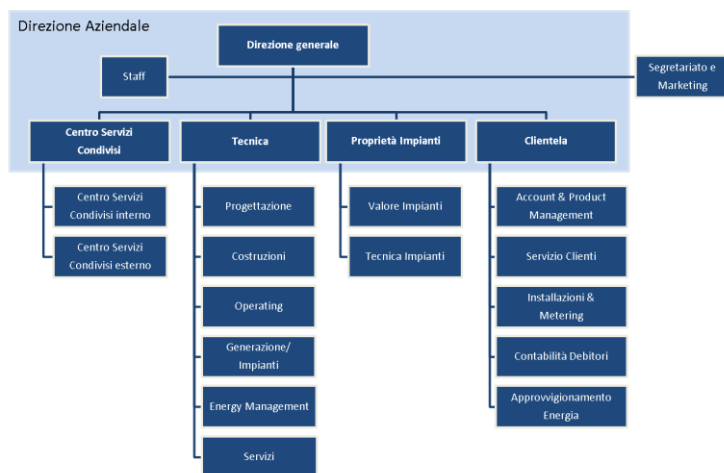
- I dettagli relativi all'incarico sono indicati nel mandato del 1 febbraio 2013 e l'aggiuntivo del 19 giugno 2013.
- La presente perizia non rappresenta raccomandazione ad accettare o rifiutare l'offerta pubblica di acquisto. Essa non contiene inoltre alcun giudizio sui seguenti punti:
 - stima delle conseguenze che possano derivare dalla decisione di accettare o rifiutare l'offerta;
 - stima del valore futuro di un'azione SES e della possibile quotazione futura delle azioni SES non offerte nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto.

¹ http://www.six-swiss-exchange.com/shares/companies/major_shareholders_de.html?issuer=1343&fromDate=19980101
Consultato il 26/08/2013.

2. Breve profilo e struttura organizzativa

- La SES è una società locale erogatrice di energia elettrica che rifornisce di elettricità circa 80'000 clienti in 54 comuni del Ticino e 5 dei Grigioni nella Mesolcina.
- Nel 2012 il gruppo SES ha realizzato un fatturato consolidato di CHF 144,5 mln, un EBITDA consolidato di CHF 35,6 mln e un EBIT consolidato di CHF 16,0 mln.
- A fine 2012 la società contava 182 dipendenti. La sede principale della SES si trova a Locarno.

La SES è organizzata come di seguito illustrato:



Fonte: Tabella Mazars redatta sulla base del Rendiconto di gestione 2012 della SES

La Direzione, i reparti di Amministrazione e Finanze nonché i Servizi Tecnici della "Zona Sud"² hanno sede a Locarno. A Biasca invece hanno sede i Servizi Tecnici e alcuni servizi commerciali della "Zona Nord"³.

L'attività della SES comprende la distribuzione e l'approvvigionamento di energia elettrica e, in misura minore, altri settori quali la produzione di energia elettrica:

Rete (distribuzione di energia elettrica)

- La SES gestisce le reti di distribuzione elettrica nei 59 comuni di Ticino e Grigioni. Nel 2012 la rete della SES ha distribuito 716,6 GWh di energia elettrica.
- I comuni conferiscono alla SES il diritto di gestione di una rete sul proprio territorio e ricevono in cambio dei contributi di concessione da parte della SES. Le reti sono di proprietà della SES. I comuni hanno tuttavia diritto, al momento della scadenza delle rispettive concessioni, a riacquistarle (riversione/riscatto delle reti). Le prossime scadenze possibili in termini di riversione riguardano i 54 comuni del Ticino e sono fissate al 31 dicembre 2013, 2018 e 31 dicembre 2038, anche se va detto che ad oggi nessun comune ha fatto richiesta di riversione al 31 dicembre 2013 presso il management della SES. I 5 comuni dei Grigioni in Mesolcina possono invece richiedere riversione al 31 dicembre 2016 ed hanno fatto pervenire al management una lettera di disdetta per suddetta data.

Energia (approvvigionamento di energia elettrica)

- La SES opera al contempo nell'ambito della distribuzione di energia elettrica a clienti finali che si trovano principalmente nei sopracitati 59 comuni e pertanto nella rete gestita dalla SES.
- La stragrande maggioranza è rappresentata da piccoli clienti con un consumo annuo inferiore a 100 MWh nell'ambito del servizio universale. Una piccola parte è costituita da grandi clienti con un consumo superiore a 100 MWh l'anno, alcuni ancora collocati nell'ambito del servizio universale, in parte sul mercato liberalizzato.
- Nel 2012 l'ammontare totale di vendite ai clienti SES è stato pari a 652,1 GWh di energia elettrica, principalmente attinti dalla Azienda Elettrica Ticinese, Bellinzona ("AET"), mentre in misura minore derivante da centrali idroelettriche proprie o da produttori indipendenti. Per rifornire i cinque comuni grigionesi, la SES attinge energia elettrica dalla Unione di Comuni per l'Energia, Roveredo ("UCE").

² Locarnese, Valle Maggia, Centovalli, Onsernone, Terre di Pedemonte, Verzasca, Piano di Magadino e Gambarogno

³ Leventina, Blenio, Riviera, Mesolcina e parti di Calanca

Altri servizi

- La SES produce elettricità da centrali idroelettriche presso le sedi di Giumaglio e Ticinetto. Nel 2012 sono stati prodotti da tali fonti 37,4 GWh di energia elettrica.
- Inoltre, la SES gestisce l'illuminazione pubblica dei 59 comuni e fornisce altri servizi⁴.

Partecipazioni

La Società Locarnese di Partecipazioni e Immobiliare SA, Locarno ("SAP", detenuta al 99,45% dalla SES) possiede e amministra gli immobili in Piazza Grande 5 a Locarno – sede principale della SES – nonché due magazzini in uso della SES. Suddetti edifici vengono principalmente utilizzati dalla società. Oltre a ciò, si hanno delle entrate derivanti dalla locazione di due locali ad uso commerciale presso la sede principale della SES.

A questo si aggiungono delle partecipazioni di proprietà della SES superiori 20% nelle seguenti società:

- Calore SA, Locarno (48,90%, AET: 48,90%): produzione di energia termica.
- Senco Holding SA, Locarno (50,00%, AET: 50,00%): società di partecipazione, con partecipazioni in primo luogo in piccole centrali elettriche.
- Energie Rinnovabili Losone (ERL) SA, Locarno (33,33%): pianificazione, costruzione, realizzazione e amministrazione delle centrali per la produzione e la vendita di energia termica ed elettricità da energie rinnovabili.
- Enerti SA, Locarno (33,05%): associazione dei nove maggiori fornitori di elettricità del Canton Ticino che si pone come obiettivo lo scambio di esperienze e la fornitura congiunta di servizi.
- SES Controlli SAGL, Locarno (40,00%): una delle società tecniche cantonali di controllo e collaudo per impianti elettrici in Ticino il cui compito consiste in primo luogo nel controllo delle installazioni elettriche per la SES e terzi.

Inoltre, la SES detiene quote inferiori al 20% di cinque imprese e le classifica come partecipazioni finanziarie⁵.

Le azioni della SES sono quotate in borsa presso la Schweizer Börse SIX Swiss Exchange; il flottante (free float) è limitato ad oggi al 25,98%. Il 60,89% è di proprietà della SES Holding (tramite

acquisto del 4 luglio 2013 dalla Alpiq). La SES detiene inoltre 2'339 azioni proprie, quota che corrisponde allo 0,21% della totalità delle azioni emesse.

Il 15,01% è di proprietà di comuni ticinesi e grigionesi. I sei comuni che hanno partecipazioni della SES Holding detengono il 12,92% delle azioni SES. Il restante 2,09% è detenuto da altri comuni del Ticino e dei Grigioni ed è parte dell'offerta obbligatoria.

⁴ Tali altri servizi comprendono ad esempio lavori di pianificazione e progettazione.

⁵ Tali partecipazioni finanziarie comprendono la Funicolare Locarno-Madonna del Sasso (FLMS), le Ferrovie autolinee regionali ticinesi (FART, una società di trasporti e servizi turistici in Ticino), la Metanord (costruzione e gestione di condutture per il trasporto e la distribuzione di metano), la INFEL AG (Agenzia di comunicazione) e la Radio Fiume Ticino.

3. Basi della valutazione

3.1. Basi del giudizio

- Per la stesura della presente perizia di valutazione ci siamo basati sulle seguenti informazioni fondamentali:
 - rendiconto annuale 2011, rapporto semestrale 2012, rendiconto annuale 2012, e rapporto semestrale 2013 del gruppo SES.
 - conti economici consolidati e stati patrimoniali dal 2009 al 2012 del gruppo SES
 - pianificazione finanziaria consolidata dal 2013 al 2038 del gruppo SES
 - estratti del reporting normativo del gruppo SES alla ElCom
 - informazioni di settore (essenzialmente come da AES – www.strom.ch/it – e ElCom – www.elcom.admin.ch)
 - informazioni di mercato (essenzialmente Bloomberg e Capital IQ)
- I free cash flow futuri che si trovano alla base della valutazione si fondano essenzialmente sulla pianificazione finanziaria consolidata per il periodo dal 2013 al 2038 effettuata dal management della SES. Nell'ambito dei colloqui con il management della SES abbiamo verificato suddette informazioni e, laddove opportuno, le abbiamo adattate ai fini della presente valutazione. Inoltre, abbiamo discusso con il management della SES dell'andamento attuale delle attività 2013 poco prima della consegna della presente relazione.
- Inoltre, basandoci su informazioni relative al settore, abbiamo analizzato i fattori più rilevanti che influiscono sul valore aziendale e verificato plausibilità e coerenza delle informazioni finanziarie storiche.
- In generale partiamo dal presupposto che le informazioni messeci a disposizione siano corrette e complete e confidiamo nelle dichiarazioni del management della SES da noi plausibilizzate. Inoltre, siamo partiti dal presupposto che la direzione operativa del gruppo SES, come rappresentata nella documentazione finanziaria messaci a disposizione, sia riportata correttamente e non subisca in futuro cambiamenti essenziali.

3.2. Metodi di valutazione e procedimento

- Il valore determinato per la SES è a nostro avviso oggettivo e il suo calcolo tiene conto di una società gestita in futuro in maniera indipendente ed operante nell'ambito delle attività svolte fino ad ora (stand-alone).
- La nostra valutazione non tiene conto di effetti derivanti da future acquisizioni, eventuali costi di integrazione o potenziali sinergie legate alla presenza di un investitore.

- Il numero totale di azioni della SES ammonta a 1'100'000; il valore nominale per singola azione è di CHF 15. Il valore per azione è stato calcolato tenendo conto solo di 1'097'661 azioni. La differenza, pari a 2'339 azioni, corrisponde alla quantità di azioni detenute direttamente dalla SES. Queste non danno diritto alla distribuzione di dividendi e non conferiscono diritto di voto. Pertanto, non essendo rilevanti ai fini del controllo sulla SES, non vengono prese in considerazione nella stesura della presente valutazione.
- Nella presente perizia di valutazione, abbiamo fatto uso del metodo Discounted Cashflow ("metodo DCF") nonché del metodo del valore di mercato considerando società quotate comparabili alla SES (market multiples). La determinazione del valore si fonda sul metodo DCF perché permette di raffigurare al meglio il modello di attività e le specialità operative della SES. Il metodo del valore di mercato serve a comprovare la plausibilità del valore calcolato.
- Applicando il metodo del valore di mercato basato su transazioni comparabili (transaction multiples) abbiamo utilizzato i seguenti criteri di selezione:
 - La società bersaglio si posiziona in un ambito di attività simile a quello della SES (gestione di reti di distribuzione di elettricità, distribuzione di energia elettrica a clienti finali, produzione di elettricità).
 - Il valore totale della transazione è stato comunicato e gli indicatori economici della società bersaglio necessari sono disponibili.
 - In seguito alla transazione si è avuto un cambiamento del controllo sulla società e la transazione è stata portata a termine.
 - La catastrofe nucleare di Fukushima ha portato ad una svolta radicale in termini di politica energetica e mercato dell'energia. Pertanto sono state tenute in considerazione solo le transazioni avvenute nel periodo che va dall' 11 marzo 2011 al momento della valutazione.
- Basandoci sui criteri per transazioni comparabili sopra definiti, abbiamo identificato un gruppo relativamente ristretto di società comparabili. EBITDA e EBIT rispecchiano al meglio, dal nostro punto di vista, la capacità di generare utili delle rispettive aziende. Di conseguenza è necessario effettuare un'analisi a livello di EBITDA e EBIT. I moltiplicatori EBITDA sono disponibili solo per una delle società che rientrano nel gruppo identificato. Solo per cinque transazioni sono disponibili moltiplicatori EBIT e questi rivelano una forte dispersione. Per questo, nella nostra valutazione, abbiamo rinunciato a considerare delle transazioni comparabili. Ulteriori metodi, quali il metodo del valore patrimoniale netto rettificato o il metodo del valore del reddito non portano, a nostro parere, ad alcun risultato maggiormente significativo.
- Quale termine di valutazione è stato scelto il 26 agosto 2013. La data della valutazione è rilevante in quanto i cash flow futuri sono stati attualizzati sulla base di essa. Inoltre, i parametri di valutazione legati a termini temporali (per es. i Beta) vengono calcolati con riferimento a questa data.

3.3. Metodo DCF

- Il metodo DCF determina il valore operativo di una società tramite l'attualizzazione dei free cash flow futuri previsti scontati con il costo medio ponderato del capitale totale (Weighted Average Cost of Capital, "WACC").
- Alcuni parametri vengono definiti in base ai dati di mercato, per esempio il tasso d'interesse privo di rischio o il rischio sistematico (Beta).
- Nell'ambito del metodo DCF si effettua una stima su un free cash flow sostenibile per il periodo successivo alla fine dell'orizzonte di pianificazione esplicito fissato al 2038⁶ che viene poi utilizzata per derivare il valore residuale. Tale valore residuale comprende il valore di tutti i free cash flow futuri che seguiranno il periodo di pianificazione esplicito.
- I free cash flow così derivati si compongono dei flussi di entrate provenienti da attività operative e di investimento, ma al lordo dei finanziamenti, e comprendono quindi quei cash flow che spettano ai fornitori di capitale di terzi e di patrimonio netto. Per la valutazione del patrimonio netto (equity value) si deve pertanto sottrarre il valore di mercato del capitale di terzi dal valore aziendale (enterprise value).
- Poiché il metodo DCF rileva esclusivamente il valore dell'attività operativa, gli elementi patrimoniali non operativi sono stati considerati separatamente.

3.4. Metodo del valore di mercato

- Il metodo del valore di mercato comprende in linea di massima due tipi di approccio:
 - l'approccio Trading Multiple e
 - l'approccio Transaction Multiple.
- L'approccio Trading Multiple considera gli indicatori finanziari di società quotate in borsa comparabili e le confronta con la società bersaglio. La scelta di società adeguate viene effettuata sulla base di criteri quali il settore, l'area di attività geografica, le dimensioni dell'azienda e la forma di proprietà. I dati ricevuti vengono poi corretti delle deviazioni statistiche più evidenti.
- Vengono usati di frequente moltiplicatori quali gli indicatori di fatturato (rapporto tra valore aziendale e fatturato) e gli indicatori orientati all'utile (rapporto tra valore aziendale e utile).
- L'approccio Transaction Multiple si riferisce ai prezzi per le transazioni aziendali realmente portate a termine. Sulla base delle transazioni pubblicate, in occasione delle quali si è avu-

⁶ La durata dell'orizzonte di pianificazione fino al 2038 è dovuta al modello aziendale pianificato a lungo termine.

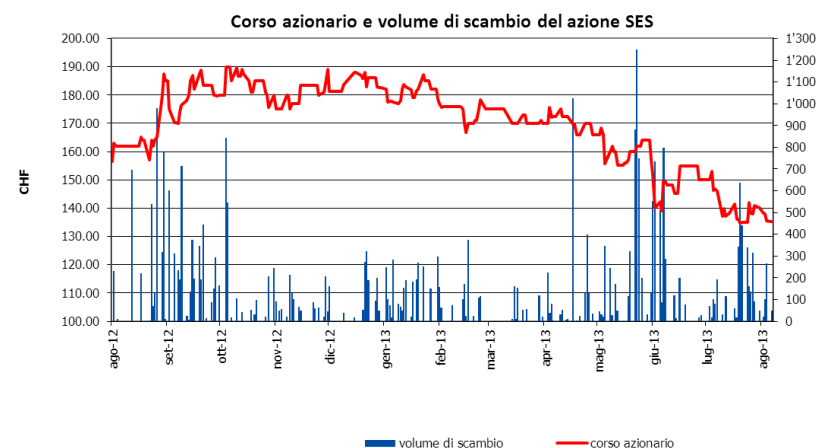
ta un'acquisizione di società simili, risultano allo stesso modo degli indici di mercato che possono essere ugualmente utilizzati per derivarne il valore di un'impresa.

- In questo tipo di valutazione viene usato, per i motivi citati nella sezione 3.2, esclusivamente l'approccio Trading Multiple.
- In seguito alla comunicazione del valore aziendale operativo secondo l'approccio Trading Multiple si deve sottrarre il valore di mercato del capitale di terzi. Gli elementi patrimoniali non operativi devono essere considerati separatamente.

3.5. Analisi del prezzo e del volume delle azioni

3.5.1. Analisi del corso delle azioni e del volume di scambio

- Il seguente grafico illustra lo sviluppo del corso ed il volume di scambio dell'azione SES negli ultimi dodici mesi.



Fonte: Mazars sulla base di dati della SIX Swiss Exchange e S&P Capital IQ

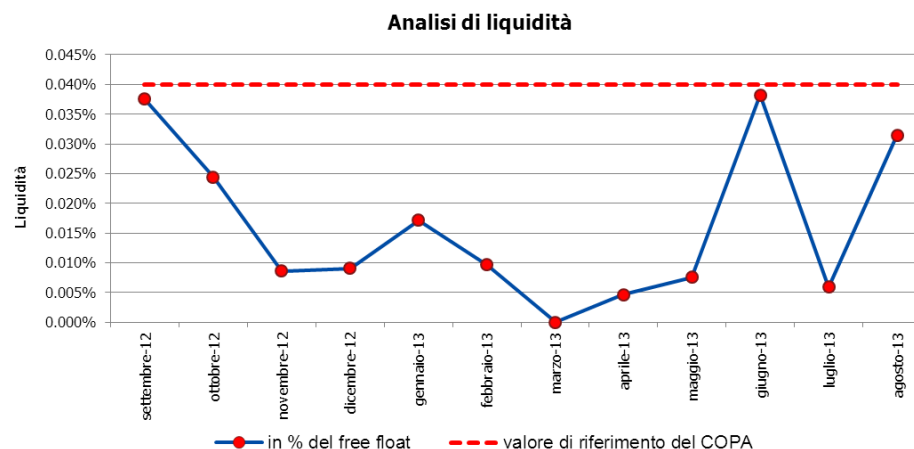
- Il corso di chiusura dell'azione SES al momento della valutazione (26 agosto 2013) era di CHF 135,20. Il livello più alto raggiunto nei 12 mesi prima del momento della valutazione era di CHF 190,00 mentre il più basso CHF 134,80 per azione.
- Per le società quotate in borsa, di principio, il prezzo dell'offerta per qualsiasi tipo di titoli di partecipazione della società bersaglio deve corrispondere secondo l'art. 40 co. 1 OBVM-FINMA almeno alla quotazione in borsa. La quotazione in borsa viene definita come il prezzo medio ponderato sul volume (Volume Weighted Average Price - "VWAP") degli ultimi 60 giorni di quotazione. IL VWAP ammonta al termine della valutazione a CHF 148,0.

- A causa del limitato volume di scambio, siamo dell'avviso che al corso attuale ovvero al VWAP dell'azione SES si possa attribuire un significato limitato.

3.5.2. Liquidità ai sensi del diritto delle OPA

- Se i titoli di partecipazione quotati in borsa prima della pubblicazione o dell'annuncio preliminare non sono liquidi si è tenuti, come da art. 40 co. 4 OBVM-FINMA a richiedere la valutazione da parte di un organo di controllo.
- La Circolare COPA n. 2 definisce che tutte le azioni che fanno parte dello SLI - Swiss Leader Index della SIX Swiss Exchange, sono liquide. Le azioni SES sono quotate presso la Schweizer Börse SIX Swiss Exchange, ma non sono parte dello SLI.
- I criteri di definizione del concetto di liquidità sono stati pubblicati dalla COPA nella circolare n. 2: Liquidità ai sensi del diritto delle OPA del 26 febbraio 2010. Secondo tale circolare un titolo è considerato liquido ai sensi del art. 40 co. 1 OBVM-FINMA quando la mediana mensile del volume di negoziazione giornaliero delle transazioni borsistiche in almeno 10 dei 12 mesi completi che precedono l'annuncio preliminare o l'offerta, è uguale o maggiore allo 0,04% della quota liberamente negoziabile del titolo di partecipazione (free float).
- A tale scopo si considera come volume giornaliero delle transazioni borsistiche il volume generato dal titolo di partecipazione sulla linea di negoziazione ordinaria durante un giorno di borsa.
- Le analisi effettuate sulla base dei dati ricevuti dalla SIX Swiss Exchange in merito al volume di scambio giornaliero e al free float mostrano che l'azione SES nei 12 mesi completi precedenti alla pubblicazione dell'offerta non è stata mai quotata con un volume maggiore o uguale allo 0,04% del free float.

Quanto sopra si può raffigurare con il seguente grafico:



Fonte: Mazars sulla base di dati della SIX Swiss Exchange e S&P Capital IQ

È quindi comprovato che le azioni della SES al momento della pubblicazione dell'offerta non sono da considerarsi liquide ai sensi della Circolare COPA n. 2: Liquidità ai sensi del diritto delle OPA del 26 febbraio 2010. In tal caso non ci si può basare sulla quotazione in borsa ma sulla valutazione di un organo di controllo secondo l'art. 40 co. 4 OBVM-FINMA.

4. Valutazione della società

4.1. Metodo DCF

4.1.1. Applicazione del metodo DCF alla SES

- Il piano finanziario consolidato del gruppo SES funge da base per la determinazione del valore complessivo della SES al 26 agosto 2013.
- Per ottenere il valore del capitale proprio della SES, si detrae il capitale di terzi fruttifero al termine di valutazione e si sommano gli elementi patrimoniali non operativi e si sottraggono poi anche le quote di minoranza.
- Il valore per azione SES viene calcolato dividendo il valore del capitale proprio rilevato della SES per il numero delle azioni in circolazione (azioni in circolazione = azioni emesse meno le azioni proprie).

4.1.2. Calcolo dei WACC della SES

- Il WACC descrive la richiesta ponderata di rendimento da parte di fornitori di capitale di terzi e di patrimonio netto. Si rende necessario a questo punto un adeguamento fiscale dei costi del capitale di terzi, in quanto le tasse contenute nei free cash flow vengono calcolate sulla base dell'EBIT.
- I costi del patrimonio netto vengono derivati secondo il Capital Asset Pricing Model ("CAPM"). I costi del capitale di terzi sono stati corretti di un'aliquota fiscale media reale sull'utile del 21,7%, percentuale riportata dalla SES nel bilancio d'esercizio 2012 come effettiva aliquota fiscale media reale sull'utile dimostrata.
- Dalle analisi effettuate concludiamo che il rischio legato alle attività nel settore "Rete" è diverso rispetto al rischio nei settori "Energia/Altri servizi", in particolare per i seguenti motivi:
 - Nel settore Rete si ha una situazione di monopolio. Il cliente non può scegliere tra diverse reti di distribuzione dell'energia elettrica. Se vuole avere elettricità, deve prenderla dalla rete del gestore locale e versare a quest'ultimo il rispettivo compenso dovuto per l'utilizzo della stessa. Per il gestore locale della rete, pertanto, il fatturato corrispondente è, almeno a breve termine, relativamente sicuro ed egli non corre il rischio di perderlo a favore di un concorrente. Nel settore Energia il mercato per i grandi consumatori è liberalizzato, mentre i piccoli consumatori sotto alle 100MWh non hanno ancora – almeno ad oggi – questa libertà di scelta.
 - Il settore Rete è sottoposto a maggiori regolamentazioni rispetto al settore Energia/Altri servizi. Per fare un esempio, la EICOM indica nel dettaglio con il metodo Cost Plus attualmente vigente quali voci di costo possono essere accreditate al cliente e in che misura. Inoltre essa definisce l'EICOM WACC, per far sì che il gestore della rete di distribuzione elettrica possa realizzare un adeguato rendimento. In

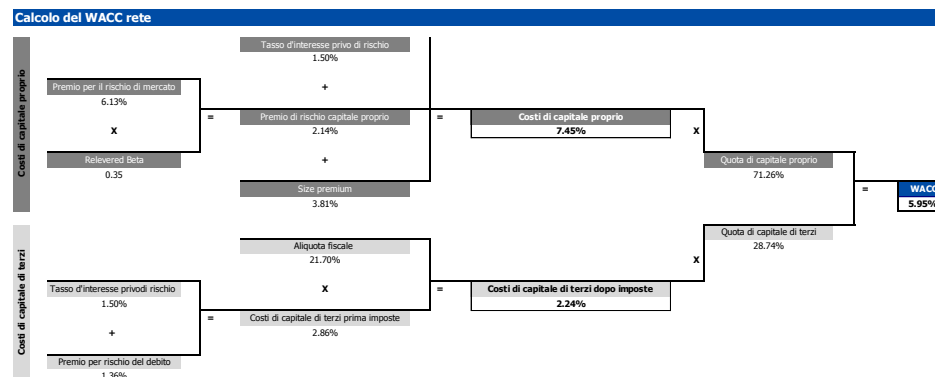
tal senso, il gestore della rete di distribuzione elettrica, a differenza degli altri settori, ha la garanzia di un certo rendimento minimo.

- I diversi Unlevered Beta (nelle tabelle di seguito) confermano che il rischio imprenditoriale nel settore Rete differisce da quello degli altri ambiti di attività.
- Per questo abbiamo deciso di calcolare WACC diversi per i settori Rete e Energia/Altri servizi e di utilizzarli ai fini della valutazione.

Abbiamo calcolato separatamente il WACC per la SES per gli ambiti Rete e Energia/Altri servizi come segue:

Rete:

Il seguente grafico raffigura il WACC utilizzato per il settore Rete al 26 agosto 2013:



Fonte: Mazars

Nel creare il gruppo di riferimento comparabile per il settore Rete (dettagli in allegato) ci siamo attenuti alla perizia IFBC⁷. Tuttavia, a differenza del gruppo di riferimento comparabile in esso contenuto (si veda la tabella a pag. 22 della perizia IFBC) abbiamo preso in considerazione solo quelle società la cui quota di trasmissione e distribuzione di elettricità sull'EBIT/EBITDA a fine 2012 ammontava a oltre il 40%. Inoltre non abbiamo preso in considerazione la società greca Public Power, che si trova attualmente in una situazione di turnaround.

⁷ La perizia IFBC serve per la regolazione settoriale dei operatori di rete in Svizzera. Per motivi di regolazione è stato calcolato il costo del capitale medio del intero settore. Il presente documento in funzione di perizia di valutazione per l'acquisto di tutte le azioni nominative detenute dal pubblico della SES, si riferisce a SES come azienda singola riflettendo il costo del capitale specifico alla SES.

Gli elementi del WACC per il settore Rete sono descritti nella seguente tabella:

Costi del patrimonio netto			
Componente	Valore	Spiegazione	Fonte
Tasso d'interesse privo di rischio ⁸	1,50%	Il tasso d'interesse privo di rischio descrive l'aspettativa di rendimento nominale per investimenti privi di rischio di perdita. Per calcolarlo abbiamo utilizzato la media aritmetica dei rendimenti giornalieri feriali delle obbligazioni federali a 10 anni durante gli ultimi cinque anni.	Pubblicazioni statistiche della Banca Nazionale Svizzera: rendimenti E4 da obbligazioni
Premio di rischio di mercato ⁸	6,13%	Il premio di rischio di mercato corrisponde alla differenza tra il rendimento del mercato azionario e il tasso d'interesse privo di rischio. Quale rendimento del mercato azionario svizzero abbiamo utilizzato la performance nominale delle azioni tra il 1926 e il 2012 (secondo il metodo geometrico). Dal risultato di 7,63% abbiamo sottratto il tasso d'interesse privo di rischio, giungendo così ad un premio di rischio di mercato stimato al 6,13%.	Pictet & Cie: Studio "La performance di azioni e obbligazioni in Svizzera (1926-2012)"
Unlevered Beta	0,27x	Secondo il CAPM, il Beta riflette il rischio sistematico di un'azione. I Beta si possono derivare dal confronto con l'indice di riferimento sulla base dello sviluppo della quotazione in borsa sul mercato del capitale. Per avere dei Beta paragonabili questi vengono depurati della loro struttura di capitale individuale e degli oneri fiscali e sono per questo "unlevered".	Mediana del gruppo di riferimento comparabile rete (si veda l'allegato 1)
Relevered Beta	0,35x	Per calcolare il rischio sistematico per la SES, i Beta "unlevered" delle società di riferimento del settore Rete vengono "levered" della struttura di capitale e degli oneri fiscali della SES. La mediana dei valori che ne risultano rappresenta il levered Beta della SES.	Mediana del gruppo di riferimento comparabile rete (si veda l'allegato 1)
Size premium	3,81%	Le società con una piccola capitalizzazione di mercato presentano di norma un rischio maggiore che non viene coperto dal rischio sistematico (Beta). Quale compensazione per i maggiori rischi, le imprese più piccole devono di conseguenza soddisfare delle aspettative di rendimento più elevate. Per tenere conto di tali aspettative, abbiamo calcolato una corrispondente maggiorazione dei costi del capitale proprio.	Ibbotson: Stock, Bonds, Bills & Inflation 2013 Valuation Yearbook - Morningstar

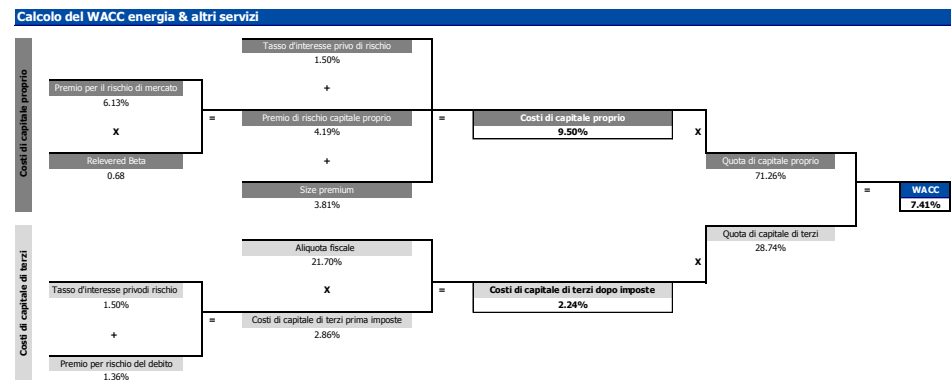
⁸ Le attività della SES hanno luogo in Svizzera, per questo, nel determinare il tasso d'interesse privo di rischio e il premio di rischio di mercato, abbiamo utilizzato esclusivamente dati riferiti alla Svizzera.

Costi del capitale di terzi			
Componente	Valore	Spiegazione	Fonte
Costi di capitale di terzi	2,86%	Secondo il management della SES i costi del capitale di terzi ammontano per il 2013 al 2,86%. Di conseguenza i creditori richiedono un rischio aggiuntivo dell'1,36% rispetto al tasso d'interessi privo di rischio.	Management SES
Aliquota fiscale	21,70%	Secondo il rendiconto di gestione della SES gli un'aliquota fiscale media reale del 2012 ammontavano al 21,7%.	Rendiconto annuale SES 2012

Struttura del capitale			
Componente	Valore	Spiegazione	Fonte
Quota di capitale proprio	71,26%	Sulla base dei debiti finanziari netti effettivi in relazione al valore di mercato del patrimonio netto risulta una quota capitale proprio del 71,26%.	Per determinare la struttura del capitale ci siamo attenuti alla stima e proiezione del management della SES. Riteniamo che la struttura del capitale stimata dal management sia adeguata.
Quota di capitale di terzi	28,74%		

Energia/Altri servizi:

La seguente illustrazione raffigura il WACC al 26 agosto 2013 utilizzato per il settore Energia/Altri servizi:



Fonte: Mazars

Nella definizione del gruppo di riferimento comparabile (per ulteriori dettagli si veda l'allegato) abbiamo preso in considerazione società erogatrici di energia in Europa occidentale (15 stati dell'Unione Europea, Norvegia e Svizzera). Le società selezionate producono e/o vendono energia. Abbiamo invece escluso società operanti principalmente in settori affini, quali l'approvvigionamento di gas, l'approvvigionamento o lo smaltimento idrico.

Gli elementi del WACC per il settore Energia/Altri servizi corrispondono, ad eccezione fatta per i fattori Beta, a quelli del settore Rete (si veda la precedente tabella sul settore Rete).

Nel settore Energia/Altri servizi l'Unlevered Beta è 0,52 (settore Reti: 0,27) e il Levered Beta 0,68 (settore Reti: 0,35).

4.1.3. Crescita perpetua

- Nell'ambito del metodo DCF, dopo il periodo a cui si riferisce il piano finanziario si fa una stima su un free cash flow a lungo termine che viene usato per derivare il valore residuale. Tale valore residuale contiene il valore di tutti i free cash flow che seguono il periodo del piano finanziario.
- Nel presente caso il piano finanziario va dal 2013 al 2038, cioè ha una durata relativamente lunga. Di conseguenza il valore residuale ha un'influenza che si limita a meno del 40%.
- Quale tasso di crescita perpetuo del valore residuale abbiamo utilizzato il tasso d'inflazione di circa l'1% previsto per la Svizzera dal Fondo Monetario Internazionale⁹. In tal modo, i cashflow adeguati all'inflazione restano a lungo termine stabili.

4.1.4. Valore del capitale proprio della SES

- Sulla base delle fonti di informazione sopra indicate abbiamo rilevato tramite il metodo DCF un valore aziendale operativo al 26 agosto 2013 di CHF 239'662m.
- Per derivarne il valore del capitale proprio, si sommano a suddetto valore aziendale operativo gli elementi patrimoniali non operativi e si sottraggono il capitale di terzi fruttifero e le quote di minoranza. Considerando tali voci, si ha un valore del capitale proprio di CHF 163'522m.
- Gli elementi patrimoniali non operativi dell'importo di CHF 6'240m comprendono i seguenti attivi:
 - partecipazioni a imprese associate CHF 1'909m;
 - prestiti nei confronti di un'impresa associata CHF 1'000m;
 - partecipazioni finanziarie CHF 127m e
 - liquidità disponibile pari a CHF 3'204m.
- Il capitale di terzi fruttifero si compone delle seguenti voci:

- debiti finanziari a lungo termine pari a CHF 82'000m; e

- interessi maturati pari a CHF 219m.

- Le quote di minoranza di CHF 161m si riferiscono alla SAP consolidata al 100%, di cui altri azionisti detengono lo 0,55%.

Il valore del patrimonio netto (capital proprio) determinato tramite il metodo DCF è illustrato in maniera schematica nella seguente tabella (in migliaia di CHF):

Valore aziendale (escluse le attività non operative)	239'662
Elementi patrimoniali non operativi	6'240
Valore aziendale	245'902
Capitale di terzi fruttifero	(82'219)
Quote di minoranza	(161)
Valore patrimonio netto (capital proprio)	163'522

4.1.5. Calcolo del valore per ogni azione SES

- Il valore DCF del patrimonio netto viene diviso per il numero di azioni SES in circolazione al momento della valutazione, per ottenere così il valore per azione.
- Partendo da 1'097'661 azioni SES in circolazione ne risulta un valore per azione arrotondato di CHF 149,0.

Il valore per ogni azione SES in circolazione rilevato con il metodo DCF è illustrato nella seguente tabella:

Valore patrimonio netto (capital proprio) (CHF m)	163'522
Numero delle azioni in circolazione (escluse le azioni proprie)	1'097'661
Valore per azione (in CHF)	149,0

⁹ International Monetary Fund, World Economic Outlook: Hopes, Realities, Risks, aprile 2013, pag. 157

4.1.6. Analisi di sensibilità

- L'analisi di sensibilità mostra la reazione del valore per ogni azione SES al cambiamento di due fattori principali, il WACC e il tasso di crescita perpetuo. Il valore di CHF 149,0 risulta da un WACC del 5,95% per il settore Rete e del 7,41% per il settore Energia e Altri servizi nonché un tasso di crescita perpetuo dell'1,00%.

Valore dell'azione SES a seconda del tasso di crescita perpetuo e del WACC:

	WACC					
	Rete	5.75%	5.85%	5.95%	6.05%	6.15%
	Energia & altri servizi	7.21%	7.31%	7.41%	7.51%	7.61%
	0.60%	153.0	148.0	143.1	138.4	133.9
Tasso di crescita perpetuo del valore residuale (dopo il 2038)	0.80%	156.2	151.0	145.9	141.1	136.4
	1.00%	159.7	154.2	149.0	143.9	139.1
	1.20%	163.4	157.7	152.3	147.0	142.0
	1.40%	167.5	161.5	155.8	150.4	145.2

Fonte: Mazars

- Se il WACC per esempio aumentasse dello 0,2% il prezzo per ogni azione diminuirebbe di CHF 9,9 o di circa il 6,6%, reazione che indica una forte sensibilità nei confronti del WACC.
- A causa del lungo orizzonte esplicito di pianificazione (2013 – 2038) l'influenza del valore residuale – e quindi anche del tasso di crescita perpetuo – sul risultato della valutazione è relativamente piccola. Un aumento del tasso di crescita perpetuo, per esempio, dello 0,2% farebbe salire la quotazione delle azioni di CHF 3,3 o di circa il 2,2%.

4.2. Metodo del valore di mercato

4.2.1. Applicazione alla SES

- L'approccio Trading Multiple (come descritto nella sezione 3.4) considera gli indicatori finanziari di società simili quotate in borsa mettendo a confronto gli indicatori di queste ultime con quelli della società oggetto della valutazione.
- Nel presente caso abbiamo scelto due gruppi di riferimento comparabili (uno per il settore Rete e uno per il settore Energia/Altri servizi). Per il metodo DCF sono stati utilizzati gli stessi gruppi di riferimento comparabili.
- Le società dei gruppi di riferimento comparabili agiscono in campi d'attività paragonabili e devono affrontare rischi simili alla SES.
- I moltiplicatori delle società di riferimento vengono calcolati sulla base del loro valore aziendale. Per arrivare al valore del capitale proprio si effettuano le stesse detrazioni come per il metodo DCF.
- Nell'allegato sono indicate ulteriori informazioni in merito al gruppo di riferimento comparabile scelto e al metodo di derivazione dei moltiplicatori.

4.2.2. Scelta di indicatori di riferimento comparabili

- I moltiplicatori EBITDA e EBIT non subiscono l'influenza di costi o ricavi finanziari né di effetti fiscali. Di conseguenza entrambi i moltiplicatori rappresentano dei valori di avvicinamento molto diffusi ed adeguati per giudicare la capacità operativa di generare utile di una società.
- Altri moltiplicatori non sono a nostro avviso altrettanto validi per la valutazione della SES. Per esempio il moltiplicatore del fatturato non consente di determinare la capacità di un'impresa di generare utili, per questo tale moltiplicatore non è stato preso in considerazione nella valutazione.

4.2.3. Procedimento

- Il valore aziendale risulta moltiplicando il rispettivo moltiplicatore con il corrispondente valore di utile della SES in uno stesso momento. Utilizziamo EBITDA e EBIT storici del 2012 nonché EBITDA e EBIT previsti nel budget della SES del 2013. Per i gruppi di riferimento comparabili dei settori Reti ed Energia/Altri servizi i moltiplicatori sono stati rilevati separatamente.

4.2.4. Risultato del metodo del valore di mercato

- Per calcolare il valore aziendale abbiamo sommato gli elementi patrimoniali non operativi al valore aziendale operativo.
- Il valore del capitale proprio basato sul moltiplicatore EBITDA di CHF 203'712m risulta a sua volta dalla sottrazione del capitale di terzi fruttifero e delle quote di minoranza. Divi-

dendo il valore del capitale proprio della SES per il numero delle azioni in circolazione si ha il valore per singola azione. Partendo da 1'097'661 azioni SES in circolazione risulta un valore per azione arrotondato di CHF 185,6 basato sui moltiplicatori EBITDA.

- La stessa metodologia usata per il moltiplicatore EBITDA è stata applicata per determinare il valore del capitale proprio sulla base del moltiplicatore EBIT di CHF 152'852m. Partendo da 1'097'661 azioni SES in circolazione risulta un valore per azione arrotondato di CHF 139,3 basato sui moltiplicatori EBIT.

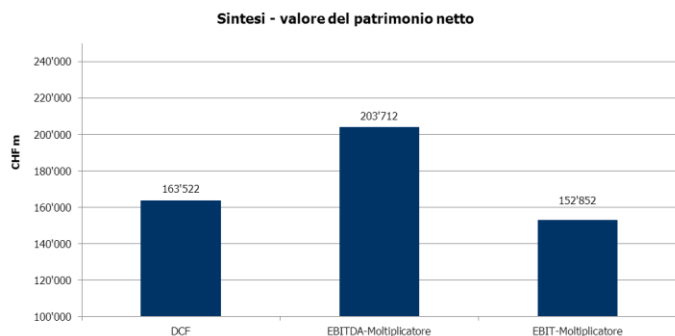
Il calcolo del valore per ogni azione SES basato sul moltiplicatore EBITDA e EBIT è illustrato nella seguente tabella (in migliaia di CHF):

	EBITDA	EBIT
Valore aziendale (esclusi elementi patrimoniali non operativi)	279'852	228'992
Moltiplicatore di mercato Rete e	8,64x	13,97x
Moltiplicatore di mercato Energia / Altri servizi	6,58x	11,67x
Elementi patrimoniali non operativi	6'240	6'240
Valore aziendale	286'092	235'232
Capitale di terzi fruttifero	(82'219)	(82'219)
Quote di minoranza	(161)	(161)
Valore del capitale proprio	203'712	152'852
Numero delle azioni in circolazione (escluse le azioni proprie)	1'097'661	1'097'661
Valore per singola azione (in CHF)	185,6	139,3

L'analisi di moltiplicatori presentata serve a comprovare il metodo di DCF. L'analisi su base del moltiplicatore EBIT tende a comprovare il valore DCF. Applicando il moltiplicatore EBITDA si evidenzia un valore chiaramente più alto del valore DCF. La differenza si spiega considerando l'arretrato degli investimenti fatti negli anni precedenti paragonando la SES con le imprese comparabili. Quest'arretrato di investimenti sussiste anche considerando gli investimenti rinforzati fatti e pianificati in 2012 e 2013. L'applicazione dei moltiplicatori EBITDA d'impresie comparabili su SES porta a un effetto distorto. Il valore ottenuto si deve relativare in questo senso.

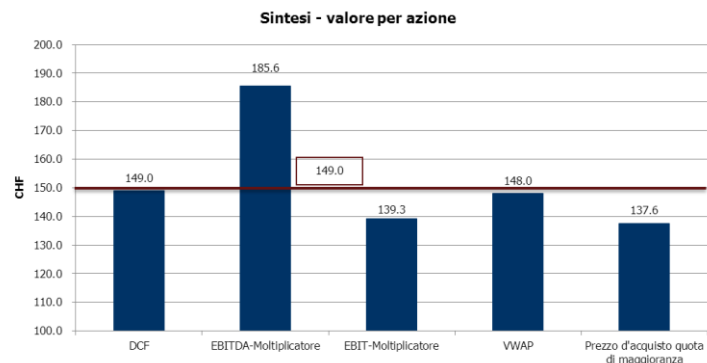
5. Giudizio complessivo

I seguenti grafici mostrano i valori di capitale proprio rilevati applicando i diversi metodi e i corrispondenti valori per azione SES nonché il VWAP negli ultimi 60 giorni di quotazione a partire dalla data di valutazione¹⁰.



Fonte: Raffigurazione Mazars

Il seguente grafico mostra il valore dell'azione SES secondo i metodi utilizzati e secondo il VWAP (60 giorni) nonché il prezzo d'acquisto del pacchetto di maggioranza e il valore rilevato dalla Mazars:



Fonte: Raffigurazione Mazars

- La determinazione del valore si fonda sul metodo DCF perché permette di raffigurare al meglio il modello di attività e le specialità operative della SES. Sulla base delle fonti di informazione sopra indicate e mediante l'utilizzo del metodo DCF risulta un valore di capitale proprio per la SES di CHF 163'522m.
- Considerando 1'097'661 azioni risulta un valore per azione SES di CHF 149,0.
- Dal calcolo del valore tramite l'approccio EBITDA Trading Multiple risulta un valore di capitale proprio di CHF 203'712m e pertanto un valore per azione di CHF 185,6. Dal calcolo del valore tramite l'approccio EBIT Trading Multiple risulta un valore di capitale proprio di CHF 152'852m e pertanto un valore per azione di CHF 139,3.
- L'approccio del valore di mercato è stato utilizzato per confermare la plausibilità del valore DCF. Esso si basa sullo storico del 2012 nonché sulle cifre riportate nel budget 2013. In tal modo i moltiplicatori EBITDA e EBIT mostrano il valore aziendale da un punto di vista a breve termine e legato ad una data di riferimento. Gli sviluppi della SES a medio e lungo termine sono qui invece solo parzialmente rispecchiati. L'analisi di moltiplicatori presentata serve a comprovare il metodo di DCF. L'analisi su base del moltiplicatore EBIT tende a comprovare il valore DCF. Applicando il moltiplicatore EBITDA si evidenzia un valore chiaramente più alto del valore DCF. La differenza si spiega considerando l'arretrato degli investimenti fatti negli anni precedenti paragonando la SES con le imprese comparabili. Quest'arretrato di investimenti sussiste anche considerando gli investimenti rinforzati fatti e pianificati in 2012 e 2013. L'applicazione dei moltiplicatori EBITDA d'impresie comparabili su SES porta a un effetto distorto. Il valore ottenuto si deve relativare in questo senso. Richiamiamo inoltre l'attenzione sul fatto che i moltiplicatori sono in generale esposti alla volatilità del mercato del capitale e soggetti nello specifico all'influenza della relativa insicurezza del settore energetico, che si trova ad affrontare una svolta radicale (svolta energetica).
- A causa del limitato volume di scambio, siamo dell'avviso che al corso attuale ovvero al VWAP dell'azione SES si possa attribuire un significato limitato.
- Sulla base dei metodi di valutazione utilizzati e delle considerazioni sopra elencate in merito all'azione SES, riteniamo che il valore DCF sia la base determinante per il valore. Il valore del capitale proprio così determinato è quindi di CHF 163'522m. Considerando le 1'097'661 azioni, riteniamo pertanto che un valore per azione SES di CHF 149,0 sia adeguato.

Zurigo, 2 settembre 2013

Mazars SA

Vincenzo Braiotta
Direttore

Thomas Grimm
Manager

¹⁰ Per la presente perizia la data di valutazione è il 26 agosto 2013

Allegati

Allegato 1: Gruppi di riferimento comparabili per derivare i Beta e i moltiplicatori EBITDA e EBIT

Gruppi di riferimento rete	Paese	Beta	Tasso d'imposta	Gearing	Unlevered Beta	Relevered Beta	VA/EBITDA 2012	VA/EBITDA 2013	VA/EBIT 2012	VA/EBIT 13
Elia System Operator SA/NV	BEL	0.25x	33.99%	1.46x	0.13x	0.17x	11.22x	9.70x	16.68x	14.52x
EVN AG	AUT	0.40x	25.00%	0.78x	0.25x	0.33x	8.80x	8.96x	19.59x	19.89x
Iberdrola SA	ESP	1.13x	30.00%	1.03x	0.66x	0.86x	7.56x	7.32x	14.18x	14.10x
National Grid PLC	GBR	0.24x	24.00%	1.01x	0.14x	0.18x	10.36x	10.05x	14.23x	13.86x
Red Electrica Corp SA	ESP	0.67x	30.00%	1.18x	0.37x	0.48x	8.20x	8.60x	11.88x	12.33x
REN - Redes Energeticas Nacionais SGPS SA	POR	0.38x	25.00%	2.30x	0.14x	0.18x	7.47x	7.68x	12.14x	12.60x
Terna Rete Elettrica Nazionale SpA	ITA	0.48x	31.40%	1.08x	0.28x	0.36x	9.14x	9.48x	12.94x	13.62x
Transelectrica SA	ROU	0.79x	16.00%	0.80x	0.47x	0.62x	4.30x	3.85x	16.06x	12.09x
Mezzo aritmetico		0.54x	26.92%	1.21x	0.30x	0.40x	8.38x	8.21x	14.71x	14.13x
Mediana		0.44x	27.50%	1.05x	0.27x	0.35x	8.50x	8.78x	14.20x	13.74x

Gruppi di riferimento energia e altri servizi	Paese	Beta	Tasso d'imposta	Gearing	Unlevered Beta	Relevered Beta	VA/EBITDA 2012	VA/EBITDA 2013	VA/EBIT 2012	VA/EBIT 13
ACEA SpA	ITA	0.80x	31.40%	2.50x	0.30x	0.39x	7.09x	5.87x	13.61x	11.27x
Alpiq Holding AG	SUI	0.35x	21.17%	1.04x	0.19x	0.25x	6.40x	6.87x	n/a	11.57x
E.ON AG	GER	1.13x	29.48%	0.74x	0.74x	0.97x	6.73x	5.22x	11.50x	8.65x
EDP - Energias de Portugal SA	POR	0.96x	25.00%	1.67x	0.43x	0.56x	8.96x	8.87x	15.10x	14.94x
Electricite de France SA	FRA	1.05x	33.33%	1.55x	0.52x	0.68x	6.45x	5.93x	12.34x	10.82x
Endesa SA	ESP	0.76x	30.00%	0.24x	0.65x	0.85x	4.05x	4.38x	6.41x	7.02x
Fortum OYJ	FIN	0.73x	24.50%	0.53x	0.52x	0.68x	8.91x	9.01x	12.40x	12.57x
Iren SpA	ITA	1.21x	31.40%	3.17x	0.38x	0.50x	6.86x	6.67x	10.99x	11.91x
Repower AG	SUI	0.75x	21.17%	0.33x	0.59x	0.78x	7.05x	n/a	10.66x	n/a
RWE AG	GER	1.05x	29.48%	0.77x	0.68x	0.89x	4.21x	4.55x	10.30x	7.04x
Verbund AG	AUT	0.79x	25.00%	0.54x	0.56x	0.74x	9.25x	8.82x	12.72x	28.41x
Mezzo aritmetico		0.87x	27.45%	1.19x	0.50x	0.66x	6.90x	6.62x	11.60x	12.42x
Mediana		0.80x	29.48%	0.77x	0.52x	0.68x	6.86x	6.30x	11.92x	11.42x

Fonti: Bloomberg per il 26 agosto 2013, Aliquote fiscali: KPMG International Corporate and Indirect Tax Survey 2012

Allegato 2: Descrizione delle società nei gruppi di riferimento comparabili

Descrizione gruppo di riferimento comparabile Rete

Nella definizione del gruppo di riferimento comparabile per il settore Rete ci siamo attenuti alla perizia IFBC. A differenza del gruppo di riferimento comparabile in esso contenuto (si veda la tabella a pag. 22 della perizia IFBC), abbiamo però tenuto conto solo di quelle società la cui quota di trasmissione e distribuzione di elettricità sull'EBIT/EBITDA a fine 2012 superava il 40%. Inoltre, non abbiamo preso in considerazione la società greca Public Power, che si trova attualmente in una situazione di turnaround.

Società	Descrizione delle attività
Elia System Operator SA/NV <i>Belgio</i>	Elia System Operator SA opera, insieme alle sue associate, nella trasmissione di elettricità per 30 mln di clienti in Belgio. Il gruppo distribuisce elettricità tramite linee di alta tensione dai produttori ai fornitori di clienti finali ma anche ad imprese. Un secondo ramo di attività riguarda la consulenza e la costruzione per clienti e autorità locali.
EVN AG <i>Austria</i>	EVN AG distribuisce elettricità, gas, calore e acqua potabile e fornisce servizi affini. Effettua la manutenzione di reti per elettricità, gas, TV e telecomunicazioni. L'impresa genera energia elettrica. EVN opera sia nell'ambito dello stoccaggio, nel commercio e nella vendita di elettricità, gas e calore e fornisce energia, gas e calore a 3,7 mln di clienti.
Iberdrola SA <i>Spagna</i>	Iberdrola SA opera nella produzione, nel trasporto, nella distribuzione e nella vendita di elettricità e gas. Produce elettricità dal nucleare, combustibili fossili, fonti idroelettriche ed eoliche. La società fornisce inoltre ulteriori servizi nei settori: engineering, telecomunicazioni, distribuzione di acqua e gas e immobiliare.
National Grid PLC <i>Gran Bretagna</i>	National Grid Plc è una società che si occupa di trasmettere e distribuire elettricità e gas in Gran Bretagna nonché nel nord-est degli USA. La società gestisce diversi sistemi di trasmissione di elettricità e gas.
Red Electrica Corp SA <i>Spagna</i>	Red Eléctrica Corporación S.A. opera nella trasmissione di elettricità, nella manutenzione di sistemi elettrici e nel management di reti elettriche in Spagna. Inoltre il gruppo fornisce servizi di consulenza, engineering, costruzione di telecomunicazioni e manutenzione delle reti. A ciò si aggiunge l'offerta di riassicurazioni e finanziamenti.
REN <i>Portogallo</i>	REN – Redes Energéticas Nacionais, S.G.P.S. S.A. opera in Portogallo nella trasmissione di elettricità e gas. La società progetta, costruisce, gestisce ed effettua la manutenzione della rete di trasmissione ad alta tensione (RNT) e opera nel commercio di elettricità. Un ulteriore ramo di attività è rappresentato dalla ricezione, dallo stoccaggio e dalla rigassificazione del gas liquido. La società si occupa anche di telecomunicazioni, mette a disposizione servizi di locazione per cavi in fibra ottica, dà in affitto postazioni materiale e immobili e gestisce reti in leasing nonché progetti nell'ambito del management e della manutenzione di sistemi di telecomunicazione ed impianti eolici.
Terna Rete Elettrica Nazionale S.p.A. <i>Italia</i>	TERNA – Rete Elettrica Nazionale S.p.A. opera nella trasmissione e fornitura di elettricità in Italia. I servizi offerti comprendono la pianificazione, lo sviluppo, la costruzione, la realizzazione e la manutenzione di una rete di trasmissione elettrica indipendente. Dalla fine del 2011 la società è proprietaria della rete italiana nazionale di trasmissione (NTG). Inoltre la società costruisce reti e impianti di trasmissione di energia elettrica e ne effettua la manutenzione.
Transelectrica SA <i>Romania</i>	C.N.T.E.E. Transelectrica S.A. offre servizi nel settore della trasmissione di elettricità (in particolare tra paesi dell'Europa centrale e orientale) e della manutenzione di apparecchiature elettriche e di protezione nonché di altri sistemi. L'azienda gestisce circa 80 centrali.

Fonte: Capital IQ

Descrizione del gruppo di riferimento comparabile Energia & Altri servizi

Nella definizione del gruppo di riferimento comparabile abbiamo preso in considerazione società erogatrici di energia in Europa occidentale (15 stati UE, Norvegia e Svizzera). Le società selezionate producono e/o vendono energia. Abbiamo invece escluso società operanti principalmente in settori affini, quali l'approvvigionamento di gas, l'approvvigionamento o lo smaltimento idrico.

Società	Descrizione delle attività
ACEA S.p.A. <i>Italia</i>	Acea S.p.A. gestisce e sviluppa reti elettriche e offre servizi nei settori di acqua, energia e ambiente. Il gruppo rifornisce 9 mln di clienti e ha partecipazioni in società provenienti da diverse regioni italiane. La società vende energia elettrica sia sul mercato liberalizzato (circa $\frac{3}{4}$) che sul mercato regolamentato (circa $\frac{1}{4}$). I servizi del gruppo comprendono fra l'altro i settori acqua potabile, produzione e vendita di elettricità, illuminazione e creazione di energia da rifiuti.
Alpiq Holding AG <i>Svizzera</i>	Alpiq Holding AG opera in qualità di società erogatrice di energia indipendente in Europa. Il gruppo opera nella produzione, trasmissione, distribuzione e vendita di elettricità. La società produce energia elettrica da diverse fonti quali acqua, nucleare, eolico, solare e gas. Inoltre il gruppo commercializza elettricità, gas, altre materie prime e certificati. Un'ulteriore importante fonte di profitto è rappresentata dai servizi offerti nei settori di produzione, trasmissione e distribuzione di energia. Fra i suoi clienti vi sono imprese di medie e grandi dimensioni, enti pubblici, fornitori di energia, autorità nonché investitori privati e pubblici.
EDF <i>Francia</i>	Electricité de France SA opera in qualità di società integrata e presente a livello internazionale nella produzione, trasmissione, distribuzione e nel commercio dell'energia. Le fonti di energia che utilizza sono il nucleare, fonti idriche, eoliche, solari, il carbone, le biomasse, il petrolio e il gas. I servizi offerti comprendono fra l'altro una produzione combinata di energia termoelettrica e termica. La società è di casa sul mercato francese dove rifornisce 27,9 mln di clienti.
EDP SA <i>Portogallo</i>	EDP – Energia de Portugal SA, è una società elettrica integrata verticalmente che produce, offre e distribuisce elettricità proveniente da fonti idroelettriche, carbone, eolico, gas e centrali combinate. Inoltre la società opera nella trasmissione, distribuzione e vendita di gas.
Endesa SA <i>Spagna</i>	Endesa SA opera nella produzione, trasmissione, distribuzione e nell'offerta di energia elettrica. Quali fonti di energia vengono utilizzate il carbone, il petrolio, il nucleare, l'idroelettrico, centrali a gas combinate come pure altre fonti rinnovabili. Inoltre la società opera anche nel settore immobiliare e di estrazione del carbone.
E.ON SE <i>Germania</i>	E.ON SE è una società erogatrice di energia elettrica e gas. L'energia viene generata da carbone, gas, petrolio, nucleare, centrali idroelettriche, eoliche, solari e biomassa. Il gruppo opera anche nell'esplorazione e produzione di petrolio e gas. Fra le altre attività, il gruppo partecipa alla Nord-Stream-Pipeline. E.ON SE effettua la manutenzione di reti di distribuzione (fra l'altro anche di reti per gas) per il rifornimento di privati, rivenditori e aziende. Il gruppo opera inoltre nell'acquisto e nella vendita di elettricità, gas, petrolio, carbone, e biomassa.
Fortum OYJ <i>Finlandia</i>	Fortum OYJ opera nella produzione, trasmissione, distribuzione e vendita di elettricità e calore, nella gestione di centrali come pure di servizi nel settore dell'energia. Inoltre la società opera anche nella produzione combinata di elettricità e calore, nel settore del riscaldamento a distanza e per aziende. In totale rifornisce 1.6 mln di clienti in Finlandia, Svezia e Norvegia.
Iren S.p.A. <i>Italia</i>	Iren S.p.A. opera in primo luogo nella produzione, distribuzione e vendita di elettricità in Italia. Le fonti di energia primarie sono l'acqua e altre fonti di energia rinnovabili. La società produce inoltre calore per riscaldamento, distribuisce energia elettrica a 710'000 clienti e offre servizi in diversi settori (per esempio nello smaltimento dei rifiuti, vendita e distribuzione di acqua, pulizia acque di scarico, telecomunicazioni e illuminazione).

Repower AG <i>Svizzera</i>	Repower AG è un gruppo erogatore di energia integrato che opera in: produzione, trasmissione, distribuzione, amministrazione, commercio e vendita di elettricità. La società detiene la proprietà e la gestione di centrali a gas, idroelettriche ed eoliche. Inoltre l'azienda tratta gas e certificati. Rifornisce circa 40'000 consumatori finali.
RWE <i>Germania</i>	RWE AG è un gruppo erogatore di elettricità e gas. Utilizza come fonti di energia: carbone, gas, nucleare, petrolio, biomassa, eolico e lignite. Nel settore gas si occupa della disposizione e del trasporto dello stesso. Fra i suoi clienti vi sono sia aziende che privati. La distribuzione avviene, oltre che nel mercato in cui è di casa, la Germania, anche nei Paesi Bassi, in Belgio, Inghilterra e nel Centro e Sudest Europa. Il gruppo conta circa 17 mln di clienti per l'elettricità e 8 mln per il gas.
Verbund AG <i>Austria</i>	Verbund AG opera nella produzione, la trasmissione, il commercio e la vendita di elettricità a commercianti e gestori di energia, ad aziende nonché a privati in Austria, Germania, Francia e altri stati UE. La società gestisce centrali idroelettriche, impianti eolici e centrali termiche. Inoltre il gruppo opera anche nell'ambito della trasmissione di energia. Conta circa 260'000 clienti.

Fonte: Capital IQ