

Prof. Mauro Bini
Ordinario di Finanza Aziendale
nell'Università L. Bocconi - Milano

Stima del valore di conferimento di Brianza Acque s.r.l. (conferente)

in

Brianza Energia e Ambiente S.p.A. (conferitaria)

e

del valore di Brianza Energia Ambiente S.p.A. ante conferimento

al 31.03.2026

Milano, 4 maggio 2026

Prof. Mauro Bini
Ordinario di Finanza Aziendale
nell'Università L. Bocconi - Milano

[Questa pagina è lasciata volutamente bianca]

INDICE

I. L'INCARICO	5
1.1 LO SCOPO DELL'INCARICO	5
1.2 LE COMPETENZE PROFESSIONALI ED IL REQUISITO DI INDIPENDENZA.	6
1.3 IL CODICE ETICO E I PRINCIPI DI VALUTAZIONE ADOTTATI.....	6
1.4 LA CONFIGURAZIONE DI VALORE.	7
1.5 LA DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE	8
1.6 LE FONTI INFORMATIVE UTILIZZATE AI FINI DELLE ANALISI	8
II. L' ARCHITETTURA DELL'IMPIANTO VALUTATIVO	11
2.1 L'OPERAZIONE DI INTEGRAZIONE FRA BEA E BA.....	11
2.2 LE SCELTE DI ARCHITETTURA DELL'IMPIANTO VALUTATIVO	12
III. LA BASE INFORMATIVA E L'ANALISI FONDAMENTALE.....	18
3.1 I PRINCIPALI PROFILO DI RISCHIO DEI BUSINESS REGOLATI E NON REGOLATI	18
3.2 LE PERFORMANCE STORICHE DI BA E DI BEA.....	28
3.3 I PIANI DI BA E DI BEA	30
3.4 IL COSTO DEL CAPITALE.....	40
IV. STIMA DEL VALORE INTRINSECO	49
4.1 LA FORMULA DI VALUTAZIONE	49
4.2 LA COMPARAZIONE FRA LE PROIEZIONI A LUNGO TERMINE DELLE DUE ENTITÀ.....	52
4.3 LA STIMA DEL VALORE DI BA E DI BEA	56
4.4 L'APPREZZAMENTO DEI PROFILI DI RISCHIO DELLA STIMA	59
V. CONCLUSIONI.....	62

[Questa pagina è lasciata volutamente bianca]

I. L'INCARICO

1.1 Lo scopo dell'incarico

Lo scrivente, Professore Ordinario di Finanza Aziendale nell'Università L. Bocconi di Milano, è stato incaricato da Brianza Energia e Ambiente S.p.A (di seguito anche BEA) e da BrianzAcque s.r.l. (di seguito anche BA) di stimare: il valore di conferimento ex art. 2343 ter c.c.¹ di BA (conferente) in BEA (conferitaria) ed il valore di BEA ante conferimento al fine di stabilire il numero di azioni da consegnare ai soci di BA a seguito dell'aumento di capitale di BEA a servizio del conferimento.

Va premesso che il valore di conferimento deve:

- 1) garantire i creditori ed i terzi dell'effettiva sussistenza del capitale della conferitaria² e ciò comporta che la valutazione non possa considerare valori potenziali, ma debba riflettere solo valori in atto (valore *as is*), in quanto il valore di conferimento deve rappresentare il valore più certo delle attività conferite;
- 2) garantire equilibrio fra valore del conferimento e valore delle nuove azioni emesse a servizio del conferimento e ciò comporta che le due entità siano valutate senza considerare le sinergie che ciascuna parte apporta all'integrazione (valore *stand alone*).

Sotto il profilo della sostanza economica il conferimento ed il contestuale aumento di capitale della conferitaria generano effetti del tutto simili a quelli che si realizzerebbero con una fusione e conseguentemente:

- i soci delle due entità parteciperanno alle sinergie che si genereranno in capo alla *combined entity* per effetto dell'integrazione sulla base del valore cui rinunciano (ossia il valore *stand alone* di ciascuna delle due società);

¹ L'articolo al secondo comma recita: "Fuori dai casi in cui è applicabile il primo comma, non è altresì richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore:

(...)

b) al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità".

² E' importante segnalare che BEA (conferitaria) al 31.03.2026 presenta una Posizione Finanziaria Netta (PFN) negativa (= disponibilità liquide eccedenti i debiti finanziari) pari a 6.184K di euro.

- i valori delle due entità debbono essere stimati sulla base di un omogeneo apprezzamento delle fonti di reddito e di rischio per garantire equità nel rapporto di concambio implicito nel conferimento con contestuale aumento di capitale;
- i creditori sono garantiti dal fatto che il valore di conferimento corrisponde ad un valore in atto (ossia al valore *as is*) e non a meri valori potenziali.

1.2 Le competenze professionali ed il requisito di indipendenza.

Lo scrivente è:

- Professore ordinario di Finanza Aziendale nell'Università L. Bocconi di Milano (Dipartimento di Accounting) dove insegna a livello graduate “*Fair value accounting and valuation*” e “*Deal Design*”;
- Presidente del Consiglio di Gestione di OIV (Organismo Italiano di Valutazione – lo *standard setter* nazionale nel campo delle valutazioni www.fondazioneoiv.it);
- *Co-chair* dell'*Academic Forum* dell'IVSC – *International Valuation Standard Council*, lo *standard setter* internazionale nel campo delle valutazioni (www.ivsc.org);
- Direttore responsabile della rivista “*OIV Business Valuation Journal*”;
- Responsabile della sezione “Valutazioni e Bilanci” della rivista “Le società”;
- Autore di numerosi volumi, saggi e articoli su temi di valutazione di azienda, di beni intangibili, di strumenti finanziari;

e svolge da più di 35 anni attività di valutazione di aziende, di attività intangibili, di partecipazioni per diversi scopi e fini.

Lo scrivente dichiara di non aver svolto prima di questo incarico alcuna attività a favore delle società (BEA, BA e loro controllate) e/o di figure apicali e/o dei soci delle società stesse e quindi di essere a tutti gli effetti un “esperto indipendente”. Lo scrivente dichiara altresì di aver svolto questo incarico senza vincoli o restrizioni di sorta.

1.3 Il Codice etico e i principi di valutazione adottati.

Ai fini dello svolgimento dell'incarico il sottoscritto dichiara di aderire al “Codice dei Principi Etici” redatto dall'*International Valuation Standard Council* nel dicembre 2011.

Lo scrivente nello svolgimento dell'incarico, in osservanza del disposto dell'art. 2343 ter c.c. che richiede che la valutazione risponda a “*principi generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento*”, dichiara di aver adottato i PIV- Principi Italiani di Valutazione (2015).

Ai sensi dei PIV le valutazioni possono assumere la forma di pareri valutativi (*limited scope valuation*) o di valutazioni piene. Nelle valutazioni a fini legali – quali sono le valutazioni di conferimento e di aumento di capitale- i PIV richiedono che le valutazioni siano sempre valutazioni piene.

Il PIV I.4.3. così definisce la valutazione piena: “*Una valutazione è un documento che contiene un giudizio sul valore di un'attività (...) fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo che si sviluppa attraverso cinque fasi:*

- a) *la formazione e l'apprezzamento della base informativa;*
- b) *l'applicazione dell'analisi fondamentale;*
- c) *la selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione;*
- d) *l'apprezzamento dei principali fattori di rischio;*
- e) *la costruzione di una razionale sintesi valutativa”.*

Pertanto, ai fini di questa perizia sono state svolte tutte le fasi del processo descritto.

1.4 La configurazione di valore.

Con riguardo alle valutazioni di conferimento, il PIV IV.5.2 recita. “*(...) Nel caso di conferimento di aziende o di rami di azienda il valore di conferimento è normalmente rappresentato dal minore fra il valore intrinseco e il valore normale di mercato dei beni conferiti. (...)*” e nel commento al principio chiarisce che: “*(...) Nel caso di conferimenti a beneficiarie già operative, la stessa configurazione di valore dovrebbe essere adottata per la stima del prezzo di offerta delle azioni, per garantire la necessaria congruità fra le valutazioni (di conferimento e di emissione di azioni con esclusione del diritto di opzione) (...)*”. Il PIV IV.5.3. rafforza il disposto del PIV IV.5.2. chiarendo che: “*Il valore ai fini conferimento deve esprimere il valore dei beni conferiti nelle loro condizioni correnti (...) e normalmente non riflette i benefici attesi dalla beneficiaria a seguito della gestione integrata dei propri beni con quelli oggetto di conferimento*”.

Il valore intrinseco cui fa riferimento il PIV IV.5.2. è così definito dal PIV I.6.8: “*(...) Il valore intrinseco esprime l'apprezzamento che un qualunque soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei*

benefici economici offerti dall'attività (...) e dei relativi rischi” e nel commento chiarisce che: “Il valore intrinseco (chiamato frequentemente anche valore economico del capitale nel caso delle aziende) è frutto dell'analisi fondamentale, poiché, pur tenendo presenti gli indicatori di mercato per la quantificazione degli input (in particolare del tasso di attualizzazione), richiede la stima dei benefici economici (dei flussi di risultati e della consistenza patrimoniale nel caso delle aziende).

Il valore intrinseco riflette la realtà operativa dell'azienda (...) nelle sue condizioni correnti (con l'attuale destinazione d'uso, l'efficienza manageriale od operativa corrente, ecc.). Il valore intrinseco non considera alcuna sinergia o alcun efficientamento che un terzo soggetto potrebbe riconoscere nel prezzo di acquisto dell'azienda o del bene. Il valore intrinseco esprime un valore “as is”.

Il valore intrinseco è funzione della capacità di reddito corrente dell'azienda o del bene e delle opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base di azioni o progetti in cui l'impresa si è già impegnata. Il valore intrinseco esclude ogni tipo di potenzialità latente. (...)”.

Dunque, dovendosi adottare la stessa configurazione di valore sia per la valutazione di conferimento sia per l'aumento di capitale, in questa perizia la configurazione di valore adottata è il valore intrinseco di entrambe le entità (conferente e conferitaria).

È bene chiarire sin d'ora che il valore intrinseco non coincide con il valore di mercato, in quanto entrambe le entità – al di là delle sinergie generabili con l'integrazione – dispongono su base *stand alone* di importanti potenzialità di crescita che nella stima del valore intrinseco debbono essere escluse ma che sarebbero invece riflesse nel valore di mercato di ciascuna delle due entità separatamente considerata.

1.5 La data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della valutazione definisce il momento temporale a cui è riferita la stima.

La data di riferimento della presente valutazione è il 31 Marzo 2026.

1.6 Le fonti informative utilizzate ai fini delle analisi

Lo scrivente ha richiesto e ricevuto dalle due società le seguenti informazioni:

BEA/BEAG

1. Statuto BEA
2. Statuto BEAG
3. Precedente valutazione dell'*advisor* (dott. Nicola Giuliano del 31/07/2025)

4. Bilanci dal 2020 al 2025
5. Budget 2026 (con relativi razionali)
6. Piano 2025-2029
7. Politica di ammortamento cespiti
8. Documentazione di *due diligence* messa a disposizione di *KPMG Advisory*
9. Tax rate usato in arco piano
10. Indagini qualità del servizio/soddisfazione clienti, ecc.
11. Analisi dei Rischi ambientali
12. Conto economico e stato patrimoniale riclassificati al 31.03.2026 di BEA e BEAG

BA

1. Statuto BA
2. Precedente valutazione dell'*advisor* (Utiliteam/Audita del 23 11/2025)
3. Bilanci dal 2020 al 2024 e preconsuntivo 2025
4. Budget 2026 (con relativi razionali)
5. Piano 2025-2029 e Piano 2025-2041 (nella prospettiva dell'integrazione)
6. Piano 2025-2029 con stima del Valore Residuo³
7. Politica ammortamento cespiti
8. Quadro normativo di riferimento utilizzato ai fini delle proiezioni di piano
9. Tax rate in arco piano
10. Indagini qualità del servizio/soddisfazione clienti, ecc.
11. Analisi dei Rischi ambientali
12. Conto economico e stato patrimoniale al 31.03.2026

³ Il Valore Residuo del gestore e del servizio Idrico Integrato (SII) è il valore dei cespiti del gestore SII come stimato ai sensi dell'Art. 31 MTI-4.

Inoltre, è stato prodotto da entrambe le società il *Piano Industriale Combined* redatto con il supporto degli *advisor* KPMG Advisory S.p.A. e Utiliteam Co. S.r.l., nell'interesse esclusivo delle due società.

Lo scrivente ha assunto come veritiere, complete e corrette le informazioni trasmesse dal management di BA e di BEA. Nessuna verifica è stata compiuta in merito alla correttezza dei dati forniti. L'analisi ha riguardato esclusivamente la ragionevolezza delle previsioni. Ai fini della ragionevolezza delle previsioni si è tenuto conto della elevata qualità del servizio erogato dalle due società nella percezione della clientela, come riflessa nelle indagini prodotte, che permette di identificare un profilo di eccellenza di entrambe le società.

La stima non ha considerato alcun rischio ambientale, in quanto sulla base della informazione prodotta dalle due società esistono rischi solo più che remoti.

Lo scrivente non ha tenuto in considerazione le valutazioni svolte in precedenza dagli *advisor* di ciascuna delle due società, in quanto si tratta di valutazioni: riferite ad una data diversa, prive di indicazione della configurazione di valore stimata e pertanto non aderenti a principi generalmente accettati (PIV o IVS – *International Valuation Standard*) come richiesto invece dall'art. 2343 ter c.c..

Lo scrivente ha estratto i parametri di mercato e le altre informazioni dai seguenti database: AIDA Bureau Van Dijk, Factset, Refinitiv, Datastream e Consensus Forecasts (Ottobre 2025).

Lo scrivente ha effettuato una visita presso le due società visionando i relativi impianti di sede il 30 gennaio 2026.

II. L' ARCHITETTURA DELL'IMPIANTO VALUTATIVO

2.1 L'operazione di integrazione fra BEA e BA

Il progetto di aggregazione fra BEA (società operante nel settore dei servizi ambientali e della generazione di energia) e BA (società di gestione del ciclo idrico integrato) - entrambe operanti nella provincia di Monza e della Brianza ed entrambe a partecipazione pubblica - mira a creare una *multiutility* a presidio del servizio idrico e del servizio di igiene ambientale, di teleriscaldamento e di produzione di energia. La *combined entity* potrà gestire un ciclo "risorse-ambiente" integrato verticalmente, grazie all'uso dell'energia prodotta nella gestione del servizio idrico e più in generale alla possibilità di sfruttare i profili complementari delle due società, così sinteticamente identificabili:

- BA: azienda energivora, con necessità finanziarie per sostenere un piano dimensionalmente molto rilevante di nuovi investimenti (*cash hungry*), operante in un settore regolato;
- BEA⁴: azienda produttrice di energia, con generazione di cassa (*cash cow*) e attività prevalentemente non regolata⁵.

Gli *advisor* (KPMG e Utiliteam) hanno stimato che l'integrazione fra le due entità comporterà costi limitati (2 milioni di euro) a fronte di sinergie attese molto rilevanti (stimate sull'orizzonte 2026-2041 in 71 milioni di euro⁶) riconducibili a cinque principali aree:

- a) stabilizzazione del prezzo dell'energia elettrica per BA (minimizzazione del rischio legato alla volatilità dei mercati energetici): beneficio stimato pari a 23,1 milioni di euro;
- b) smaltimento dei fanghi di BA da parte di BEA (sinergie di costo, al netto dell'investimento necessario per il trattamento dei fanghi essiccati): beneficio stimato pari a 0,6 milioni di euro;

⁴ BEA è la holding industriale del Gruppo BEA che svolge quale attività principale il coordinamento della partecipata BEA Gestioni (BEAG) – società a capitale misto pubblico-privato, controllata al 90% da BEA – attiva nella gestione e valorizzazione dei rifiuti urbani e speciali, pericolosi e non pericolosi, nella distribuzione di calore tramite rete di teleriscaldamento e nella produzione di energia da fonti rinnovabili e che si avvale degli impianti di proprietà di BEA.

⁵ L'attività di smaltimento rifiuti avviene a mercato e gli unici condizionamenti derivanti dal quadro normativo riguardano le prescrizioni contenute in allegato tecnico AIA per i costi che queste generano (analisi e monitoraggio effluenti, acquisto reagenti per garantire i livelli emissivi etc.). Per quanto attiene il teleriscaldamento, il servizio è da poco entrato in regime regolatorio ARERA. Sino a tutto il 2025 è stato applicato il regime transitorio, ai sensi della deliberazione 638/2023 che istituisce il metodo di tariffazione MTL-T. Si è in attesa della pubblicazione del metodo tariffario per il primo periodo di regolazione. La tariffa (e, conseguentemente, i ricavi dell'attività) sono stati stimati in arco piano sulla base della formula attualmente disponibile.

⁶ Valori cumulati non aggiornati

- c) risparmio di oneri finanziari conseguente a minor debito (164 milioni di euro) di BA a fronte del piano investimenti con risparmi di oneri finanziari stimati in 30,3 milioni di euro;
- d) risparmio di costo del personale - per il venir meno dell'esigenza di sostituire 19 risorse (9 di BEA e 10 di BA) in uscita fisiologica per pensionamento - stimato in 12,9 milioni di euro;
- e) razionalizzazione della gestione degli immobili di BA: beneficio stimato pari a 4 milioni di euro.

L'analisi degli *advisor* non segnala alcuna possibile dissinergia a seguito dell'integrazione.

Già si è detto in precedenza che le valutazioni a fini di conferimento di azienda (e le correlate valutazioni a supporto dell'aumento di capitale) devono escludere i benefici dell'integrazione fra le società. La valutazione deve adottare la prospettiva *stand alone "as is"*, dovendo esprimere il valore in atto al quale i soci delle due entità rinunciano aderendo al progetto di integrazione. Tuttavia, è chiaro che il vero vantaggio per i soci delle due entità consiste nelle potenzialità che le due società potranno esprimere e nei benefici da integrazione che si genereranno in capo alla *combined entity*. Il valore (di mercato) post integrazione delle due entità è un valore *con potenzialità e con sinergie*, mentre il valore oggetto di stima ai fini del conferimento e del correlato aumento di capitale è un valore (intrinseco) *senza potenzialità e senza sinergie*. Un ulteriore importante vantaggio dell'integrazione è rappresentato dalla possibilità di ampliare e sviluppare la logica di servizio ai comuni soci.

2.2 Le scelte di architettura dell'impianto valutativo

Le scelte di architettura dell'impianto valutativo devono garantire il rispetto di tre vincoli imprescindibili:

- 1) la configurazione di valore oggetto di stima;
- 2) l'unità di valutazione;
- 3) l'omogeneità dei criteri di stima.

Con riguardo al primo vincolo va richiamato il fatto che il valore intrinseco deve riflettere la realtà operativa delle aziende nelle loro condizioni correnti (prospettiva *as is*) e autonome (prospettiva *stand alone*), ossia deve riflettere le opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base di azioni o progetti in cui l'impresa si sia già impegnata. Non bisogna intendere la prospettiva *as is* né come una valutazione caratterizzata da un orizzonte di previsione di breve termine né come una valutazione statica. Il termine *as is* si riferisce al fatto che la valutazione deve fondarsi su una capacità di reddito prospettica sostenibile, le cui basi sono già individuabili e facilmente dimostrabili al tempo della valutazione in quanto le premesse economiche sono già in atto. La distinzione fra valore in atto e valore

potenziale non è in nessun modo correlata alla durata dei flussi di risultato da considerare, in quanto la durata è sempre molto lunga o indeterminata, come impone la vita presumibile dell'impresa. La distinzione non è neppure correlata al fatto che il valore in atto debba considerare la costanza dei flussi di risultato attesi, in quanto la capacità di reddito va intesa in forma dinamica e quindi espressiva delle prospettive di crescita riconducibili allo sfruttamento dello spazio economico presidiato dall'impresa sulla base delle attività in essere e del loro naturale sviluppo. Il valore potenziale fa riferimento ad iniziative nuove, programmi di sviluppo rilevanti, capacità non ancora raggiunte – seppur possibili – che non attengono alla dimensione presente dell'azienda come è, dove è (*as is-where is*).

Con riguardo al secondo vincolo (unità di valutazione), oggetto di valutazione è il valore del 100% dell'*equity* (valore delle attività nette conferite per BA e valore delle attività nette pre-conferimento per BEA). Il valore delle azioni che compongono il capitale delle due aziende è da ricavarsi pro-quota. Ciò comporta che ai fini della stima non siano applicati né premi né sconti, perché ciascuna delle due entità contribuisce al progetto di integrazione con l'intero capitale ed i creditori della conferitaria sono garantiti dal valore del 100% dell'*equity* della conferente.

Con riguardo al terzo vincolo (omogeneità dei criteri di stima), occorre innanzitutto chiarire che occorre scartare tutti quei criteri che non sono adatti ad esprimere il valore intrinseco delle entità considerate. Si tratta dei criteri riconducibili alla metodica di mercato (*market approach*) quali i multipli di società quotate comparabili o di transazioni comparabili o alla metodica del costo (*cost approach*) quali i criteri patrimoniali. Infatti:

- i criteri di mercato muovono da prezzi che si formano sul mercato di borsa o sul mercato del controllo di società non quotate che non esprimono necessariamente valori in atto. In linea di principio, va poi considerato che: (i) le società italiane quotate nel campo delle *utilities* sono aziende multi business di grandi o grandissime dimensioni e come tali difficilmente comparabili alle due entità oggetto di questa valutazione e (ii) le transazioni sul mercato del controllo di società che operano in settori regolamentati, in quanto gestiscono in regime di monopolio naturale una infrastruttura distributiva in assenza di concorrenza nel mercato, esprimono la concorrenza fra potenziali acquirenti per acquisire lo specifico mercato di riferimento⁷. Ciò comporta l'inutilizzabilità dei multipli come criterio di valutazione nel nostro specifico caso.

⁷ Nei settori regolati la concorrenza non è nel mercato, ma per il mercato.

- i criteri patrimoniali non forniscono una base valutativa adeguata, in quanto non indicano né la capacità di reddito né il profilo di rischio dell'azienda. A questo riguardo il PIV. III.I.29 recita: *“Le valutazioni di tipo patrimoniale sono accettabili ai fini delle valutazioni legali solo quando le prospettive reddituali dell'azienda, o del ramo di azienda in esame, indicano la presenza di un saggio di rendimento del capitale (proprio ed operativo) in linea con il rendimento atteso dal mercato da investimenti di pari rischio. Il valore delle attività maggiormente esposte al rischio d'impresa dovrebbe perciò essere sempre sottoposto a verifica reddituale.”*⁸ Inoltre, nei settori regolati, il sistema tariffario dovrebbe consentire alle società regolate di recuperare il proprio capitale nei tempi della durata concessoria, ma questa condizione va verificata, mentre nei settori non regolati, la dotazione patrimoniale non esprime un valore di riferimento utile in quanto prescinde dalla capacità di reddito e dalla sua sostenibilità nel tempo; anche in questi casi è necessaria una verifica reddituale.

Ciò premesso le scelte di architettura dell'impianto valutativo hanno riguardato:

- 1) l'adozione per entrambe le società dell'*income approach* (criterio reddituale) nella forma di DCF- *Discounted Cash Flow* nella prospettiva *asset side*, che ricava il valore dell'*equity* per differenza fra il valore delle attività (*Enterprise Value*), ottenuto sulla base dei flussi di cassa operativi netti e la posizione finanziaria netta⁹;
- 2) l'adozione per entrambe le società di piani che escludessero investimenti futuri espressione di potenzialità e non invece di una dinamica evolutiva naturale della situazione corrente. Ciò ha comportato per BA l'esclusione degli investimenti eccedenti il Piano di Ambito, ossia gli investimenti che la società ha pianificato nel rispetto della concessione, e per BEA l'esclusione della terza linea del termovalorizzatore;
- 3) l'utilizzo per entrambe le società di piani con assunzioni omogenee relativamente alla dinamica inflattiva prevista (2%) ed al tax rate marginale (tasso nozionale= 27,3%);
- 4) l'adozione di due diversi orizzonti di previsione esplicita: il piano di BEA sino al 2029¹⁰ ed il piano di BA sino al 2041 che considera i soli investimenti del Piano di Ambito fino alla scadenza

⁸ Continua il principio recitando: *“Nonostante questa limitazione, l'accertamento della consistenza effettiva del patrimonio netto aziendale, a valori di mercato, è comunque utile ai fini di un corretto apprezzamento della capacità dell'azienda, o del ramo di azienda, di generare flussi di risultati”*.

⁹ Questa scelta si giustifica anche sulla base del fatto che le due società reinvestono gli utili generati e non distribuiscono dividendi. Il reinvestimento in attività operative comporta un incremento di capitale investito il cui valore deve essere verificato in prospettiva *asset side*. Ai fini della stima del valore dell'*equity* si tiene conto anche di eventuali surplus asset non operativi e del fondo TFR.

¹⁰ Gli investimenti previsti nel piano di BEA sino al 2029 consistono ne:

della concessione¹¹. La diversa durata di previsione esplicita dei flussi di risultato comporta per BEA l'assunzione di una vita indefinita post 2029 e per BA l'assunzione della migliore opzione a fine concessione fra il subentro di altro operatore o il rinnovo della concessione stessa ricorrendo condizioni di efficienza gestionale.

Queste scelte consentono di:

- a) fondare la stima del valore intrinseco sulla base di un criterio reddituale in grado di catturare i diversi rischi dei due business;
- b) sterilizzare gli effetti di investimenti di sviluppo che non possono trovare rappresentazione nel valore intrinseco (il valore attuale netto dei futuri investimenti di sviluppo deve essere escluso dalla stima del valore in atto);
- c) fondare il valore di ciascuna azienda sulla base del piano "base" *stand alone* che ne giustifica per BA la concessione e per BEA l'operatività a mercato nel bacino territoriale di riferimento.

Queste stesse scelte al contempo escludono che il valore stimato possa esprimere:

- a) il valore di investimento di ciascuna azienda per potenziali investitori in grado di garantire un miglior uso delle attività stesse in combinazione con altre (economie di scala, economie di scopo, ottimizzazione della struttura finanziaria);
- b) il valore potenziale ricavabile dall'integrazione di BA con BEA (per effetto delle sinergie di cui godrebbe la *combined entity*);
- c) il valore di mercato delle aziende alla data corrente, in quanto tale valore considererebbe anche le potenzialità di sviluppo di ciascuna azienda e le eventuali sinergie che un partecipante al mercato sarebbe disposto a riconoscere nel prezzo di acquisto; componenti di valore che, il valore intrinseco deve necessariamente escludere;

-
- l'ampliamento della rete di teleriscaldamento di Desio per un importo complessivo di € 10,5 mln. nel biennio 2026-2027;
 - l'ampliamento della rete di teleriscaldamento di Seveso per un importo complessivo pari a € 2,9 m nel 2026 (a fronte di investimenti per €1,8 mln. nel 2025)
 - ampliamento della rete di teleriscaldamento in altri comuni nel 2029 per €6,0 mln;
 - investimenti legati all'impianto fotovoltaico di Cava Farina per € 10,0 mln. nel biennio 2026-2027;
 - investimenti di manutenzione per € 4,4 mln.

¹¹ Complessivamente gli investimenti 2026-2041 da Piano d'Ambito ammontano a 443,5 milioni di euro, rispetto ad un "monte" investimenti nella prospettiva di integrazione di complessivi 788,4 milioni euro. La sterilizzazione ha riguardato dunque 344,9 milioni di euro di investimenti pari al 44% degli investimenti del piano redatto ai fini di integrazione.

d) il valore delle aziende in ipotesi di interruzione dell'attività o della concessione (liquidazione ordinata).

È importante sottolineare che il valore in atto cui gli azionisti delle due entità rinunciano per effetto dell'operazione di integrazione non esprime né il massimo prezzo realizzabile in una transazione nel mercato del controllo né il valore pro-quota della *combined entity*. Questi due ultimi valori - il valore di mercato ed il valore pro-quota della *combined entity* - assumono rilievo in sede di valutazione di convenienza dell'operazione di integrazione (rispetto ad una cessione sul mercato del controllo), ma non quando la decisione - come nel nostro caso - è già stata assunta e si tratta di dare compimento al conferimento ed al conseguente aumento di capitale con rinuncia al diritto di opzione. Le valutazioni a fini di conferimento e di aumento di capitale assolvono alle funzioni di garantire i creditori della *combined entity* del valore in atto delle attività nette ed i soci delle due entità di una equa partecipazione dei benefici generabili con l'integrazione e non invece alla funzione di verificare se la decisione di integrazione costituisce la migliore soluzione adottabile.

La figura 1, riprodotta di seguito, descrive i profili caratterizzanti le diverse configurazioni di valore. Dal confronto di quei profili si possono apprezzare le differenze nelle configurazioni di valore ed in particolare le differenze fra il valore intrinseco ed il valore di mercato ed il valore potenziale (da integrazione). La figura 2 distingue le due fasi relative all'integrazione: la fase della decisione che coinvolge il confronto fra valore potenziale e valore di mercato e la fase dell'esecuzione che riguarda il conferimento e l'aumento di capitale. La figura illustra le componenti che alimentano le configurazioni di valore delle due fasi.

Figura 1. Configurazioni di valore a confronto

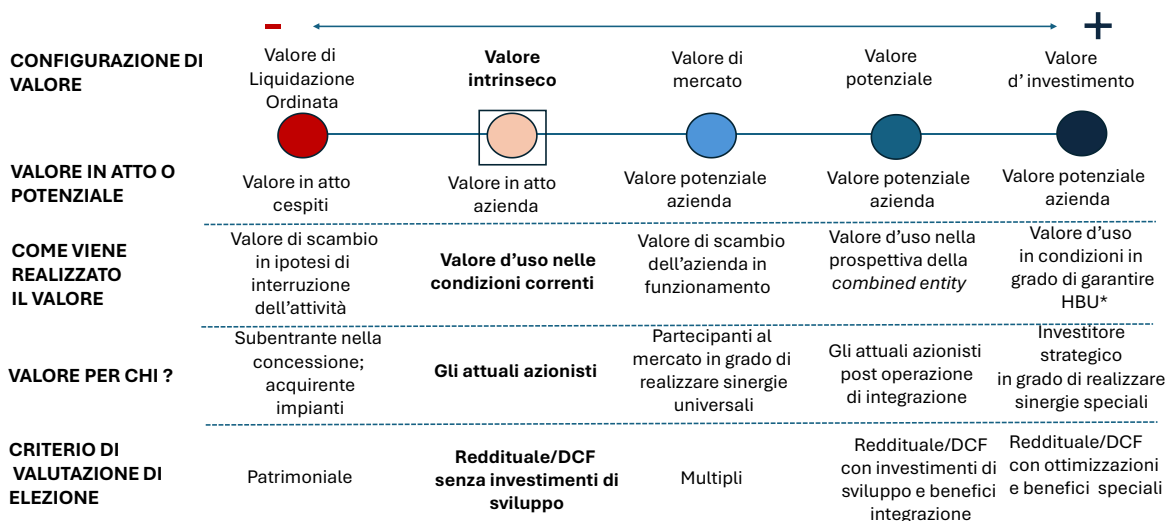
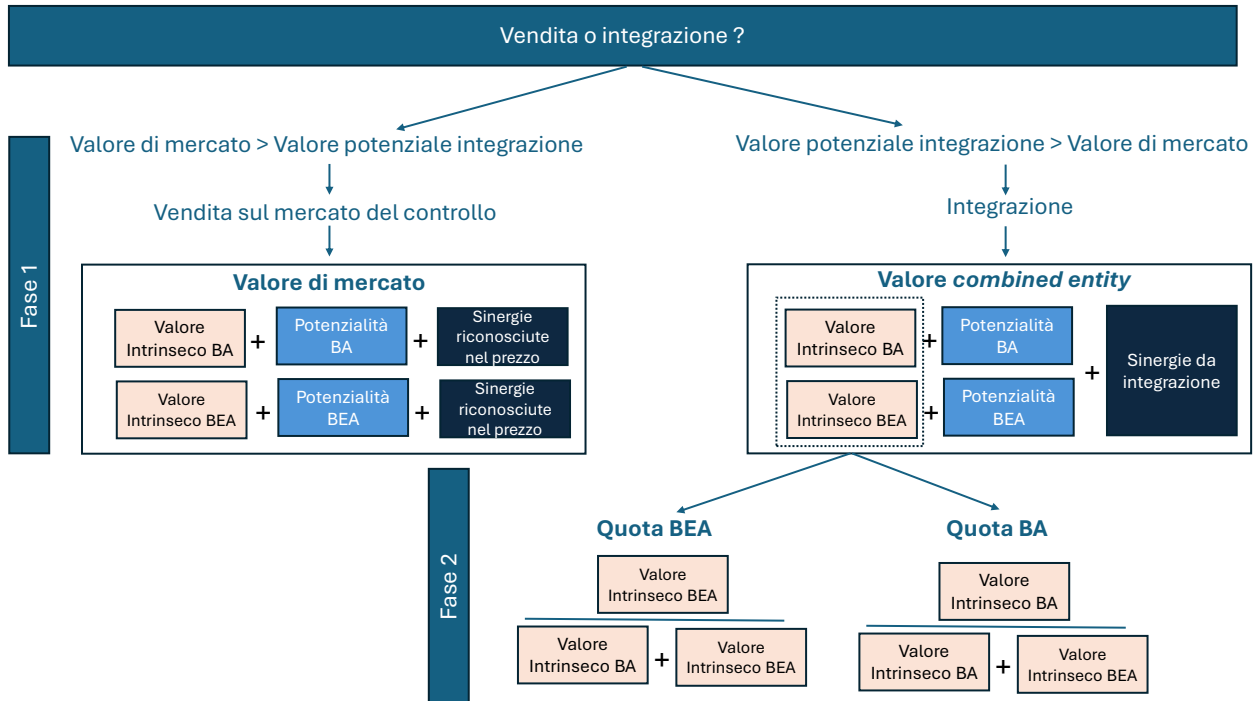


Figura 2. Dalla decisione di integrazione (fase 1) alle quote della *combined entity* (fase 2): le configurazioni di valore rilevanti



III. LA BASE INFORMATIVA E L'ANALISI FONDAMENTALE

3.1 I principali profilo di rischio dei business regolati e non regolati

L'analisi della capacità di reddito e dei rischi di qualsiasi azienda poggia sulla comprensione degli elementi caratteristici dell'attività tipica. Il primo e più importante elemento distintivo nell'analisi del profilo di rischio delle *utilities* attiene al fatto che operino in un settore regolamentato, come BA (servizio idrico integrato), o viceversa a mercato, come BEA (servizi di igiene ambientale e produzione di energia). Di seguito sono analizzati i profili di rischio caratterizzanti i business di *utilities* regolate e delle *utilities* non regolate. Obiettivo dell'analisi è comprendere se BA e BEA – che sono *utilities* locali, non geograficamente diversificate – presentino un profilo di rischio superiore a quello di aziende di maggiori dimensioni ed a proiezione nazionale, che richieda un *size premium* nella stima del costo del capitale.

L'analisi è dunque rivolta ad identificare i fattori che concorrono, per ciascuna delle due tipologie di business (regolato e non regolato) a definirne il profilo di rischio. L'analisi definisce neutro il profilo di rischio di un'entità medio rappresentativa di ciascuna tipologia di business. In presenza di profili di rischio contenuti o neutri ed in assenza di profili di rischio elevati, si può concludere che la dimensione locale della società non legittima l'uso di premi per il rischio per la *size*.

Utilities regolate

Il profilo di rischio delle attività svolte dalle *utilities* regolate (come BA) può essere ricondotto a quattro principali fattori:

- 1) regolatorio
- 2) scala, ambito e diversificazione;
- 3) efficienza operativa
- 4) redditività.

Di seguito è riportata un'analisi sintetica dei quattro fattori descritti.

Regolatorio

La prima caratteristica delle attività regolate, consiste nel fatto che la società che gestisce in regime di monopolio naturale una infrastruttura, non è esposta – se non indirettamente – alle forze competitive di mercato. Ciò comporta che il vantaggio competitivo dell'azienda non riflette come nei settori non regolati l'intensità competitiva nel bacino di azione della società (non esistendo concorrenti diretti), quanto piuttosto il quadro ed il regime regolamentare cui la società è sottoposta. Infatti, il quadro ed il

regime regolamentare concorrono a definire le condizioni alle quali la società di servizi opera e a determinarne in buona misura le performances.

I profili regolamentari che assumono importanza sono quattro:

- 1) la stabilità regolatoria e la trasparenza/prevedibilità del sistema tariffario;
- 2) il sistema di formazione delle tariffe e la sua efficacia nel consentire il pieno recupero dei costi e degli investimenti nei flussi di cassa operativi e/o nel valore di subentro;
- 3) la stabilità finanziaria che il sistema regolatorio è in grado di garantire alla società anche quando sono previsti investimenti rilevanti;
- 4) l'indipendenza regolatoria da scelte politiche (non economiche).

Questi elementi concorrono a definire il profilo di rischio dell'attività svolta in regime regolato. Di seguito sono descritti gli elementi del regime regolatorio che concorrono a definire un profilo di rischio rispettivamente contenuto o elevato. Quando sono contemporaneamente presenti alcuni fattori di rischio contenuto ed altri a rischio elevato in misura bilanciata, il profilo di rischio può definirsi neutro.

Rischio contenuto

Il quadro regolatorio è caratterizzato da elevata trasparenza, prevedibilità e stabilità istituzionale, elementi che supportano la visibilità dei flussi di cassa e riducono i rischi.

Il *framework* tariffario consente:

- recupero integrale e tempestivo dei costi operativi (fissi e variabili);
- pieno riconoscimento degli investimenti attraverso ammortamento e remunerazione adeguata della base patrimoniale regolatoria;
- meccanismi di aggiustamento automatico per costi volatili o non previsti;
- eventuali *pass-through* per componenti esogene rilevanti (es. costo energia);
- remunerazione incentivante su nuovi investimenti.

Quando ricorrono queste condizioni la società presenta una generazione di cassa stabile e compensativa lungo diversi cicli macroeconomici. Il sistema regolatorio risulta sufficientemente indipendente da pressioni politiche, anche in contesti di *stress*. La pre-approvazione dei piani di investimento e il supporto alla liquidità durante la fase realizzativa riducono il rischio di disconoscimento dei costi.

Rischio elevato

Il contesto regolatorio presenta limitata trasparenza e prevedibilità, con potenziale volatilità nelle decisioni tariffarie.

Il *framework* tariffario evidenzia:

- recupero parziale e/o ritardato dei costi operativi;
- incertezza nel riconoscimento degli investimenti e nella remunerazione del capitale;
- assenza o inefficacia di meccanismi di mitigazione dei rischi esogeni;
- pratiche tariffarie che possono deteriorare il profilo creditizio.

Quando ricorrono queste condizioni la società presenta fasi con ridotta capacità di generare cassa alternate a fasi con flussi di cassa anche pesantemente negativi, con limitata capacità di miglioramento strutturale e crescita consistente di indebitamento. Gli impegni di capitale possono risultare elevati in assenza di solide garanzie regolatorie di pieno recupero, aumentando il rischio di credito.

BA presenta un rischio regolatorio neutro, in quanto somma alcuni profili di rischio debole (regolazione trasparente) ma altri di rischio elevato (redditività inferiore al costo marginale del debito)

Scala, ambito e diversificazione

I fattori di rischio da tenere in considerazione sono i seguenti:

Rischio contenuto

- la società presenta un'elevata stabilità e prevedibilità dei ricavi e della redditività, elementi che attenuano la vulnerabilità a *shock* macroeconomici, pressioni competitive o cambiamenti tecnologici;
- la base clienti è ampia e ben diversificata, con prevalenza di segmenti residenziali e PMI, e assenza di concentrazioni rilevanti tali da generare rischi di controparte. L'esposizione geografica è distribuita su più territori di servizio, rafforzando la resilienza operativa;
- non si rilevano concentrazioni significative per *asset* o fornitori; eventuali dipendenze risultano gestibili grazie alla sostituibilità degli *asset* o alla diversificazione della *supply chain*.

Rischio elevato

- il profilo di ricavi e redditività evidenzia volatilità e limitata sostenibilità, con conseguente esposizione a fattori macroeconomici, competitivi e tecnologici;

- la base clienti è ristretta o concentrata per settore o controparte, in un contesto economico con limitata diversificazione e prospettive di crescita contenute. L'esposizione geografica è limitata a un singolo territorio di servizio, aumentando la correlazione ai rischi locali;
- sono presenti concentrazioni rilevanti su singoli fornitori o *asset* critici non facilmente sostituibili, con potenziali impatti negativi sulla continuità operativa e sul profilo di rischio commissivo.

BA presenta un rischio di scala, ambito e diversificazione contenuto. Pur operando in una geografia definita, si caratterizza infatti per una buona prevedibilità dei ricavi.

Efficienza operativa

I fattori di rischio da tenere in considerazione sono i seguenti:

Rischio contenuto

- la società presenta una struttura dei costi competitiva rispetto ai *peer*, con volatilità contenuta e adeguata leva operativa. La generazione di ricavi e margini è sostenuta da efficienze operative, controllo dei costi e utilizzo efficace della base di *asset*;
- il profilo degli *asset*, in termini di età, stato manutentivo e tecnologia, supporta la sostenibilità delle *performance* operative e il raggiungimento degli obiettivi regolatori. Il *track record* in materia di sicurezza e affidabilità del servizio è solido, con rispetto costante degli *standard* richiesti dagli *stakeholder*, inclusi i regolatori;
- l'esposizione ambientale risulta gestibile e coerente con gli *standard* attuali e prospettici. Il management dimostra disciplina nel controllo dei costi fissi e variabili, operando entro i limiti autorizzati in sede regolatoria e mantenendo allineata la gestione del capitale circolante ai cicli di incasso riconosciuti;
- la società evidenzia competenze consolidate di *project management*, con esecuzione dei programmi di investimento generalmente entro i tempi e i *budget* approvati, limitando il rischio di extracosti o disconoscimenti regolatori.

Rischio elevato

- la struttura dei costi è meno efficiente rispetto ai *peer* e caratterizzata da maggiore volatilità, con limitata capacità di sostenere la redditività nel medio periodo. Il posizionamento competitivo sui costi non supporta adeguatamente la resilienza dei margini.

- l'ampiezza e la complessità del programma di investimenti possono generare inefficienze operative e tensioni sulla capacità esecutiva. Il *track record* in materia di sicurezza e affidabilità del servizio è debole, con ripetuti scostamenti rispetto agli *standard* richiesti dagli *stakeholder*.
- la società presenta criticità nel rispetto degli *standard* ambientali vigenti e risulta vulnerabile a un inasprimento del quadro normativo. Il controllo dei costi operativi risulta meno disciplinato, con frequenti superamenti dei livelli autorizzati dal regolatore.
- le competenze di *project management* appaiono inadeguate come evidenziato da continui sforamenti di budget e ritardi nella realizzazione dei progetti, inclusi quelli relativi alla manutenzione ordinaria, aumentando il rischio operativo e regolatorio.

BA sotto il profilo dell'efficienza operativa presenta un rischio contenuto, per via di una struttura di costi efficiente, buono stato manutentivo degli asset e competenze di *project management*.

Redditività

I fattori di rischio da tenere in considerazione sono i seguenti:

Rischio contenuto

- tasso di rendimento conseguito stabilmente pari o superiore alla redditività autorizzata;
- capacità dimostrata di assorbire scostamenti di costo o volume senza erosione strutturale della redditività;
- esposizione limitata o marginale alla volatilità degli utili derivante da:
 - attività non regolamentate affiliate;
 - operazioni regolamentate sensibili al mercato;
- EBITDA *margin* coerente o superiore ai *peer*, salvo distorsioni non ricorrenti;
- volatilità degli utili contenuta; eventuali differenze tra risultati contabili e risultati regolatori non compromettono la stabilità economica sottostante.

Rischio elevato

- tasso di rendimento strutturalmente inferiore al ROE autorizzato e ai livelli dei *peer*;
- incapacità di compensare scostamenti di costo o volume, con erosione ricorrente dei margini;
- esposizione significativa alla volatilità degli utili derivante da:
 - business non regolamentati;

- operazioni regolamentate con elevata sensibilità ai prezzi di mercato;
- EBITDA *margin* inferiore ai *peer* o caratterizzato da elevata volatilità;
- elevata differenza tra redditività riportata e redditività regolatoria sottostante, con instabilità dei flussi di cassa.

BA, sotto il profilo del rischio di redditività presenta un rischio *neutra*, in quanto caratterizzato da una bassa volatilità di margini, ma una ridotta redditività dei mezzi propri e del capitale investito.

Il combinarsi di questi quattro profili di rischio concorre a definire la qualità delle performance di BA che è riassunta nella tabella sottostante.

Tabella 3 Profili di rischio di BA

	Contenuto	Neutro	Elevato
Rischio regolatorio		√	
Rischio di scala, ambito diversificazione	√		
Rischio di efficienza operativa	√		
Rischio di redditività		√	

Utilities non regolate

Il profilo di rischio delle attività svolte dalle *utilities* regolate (come BEA) può essere ricondotto a quattro principali fattori:

- 1) vantaggio competitivo
- 2) scala, ambito e diversificazione;
- 3) efficienza operativa
- 4) redditività.

Di seguito è riportata un'analisi sintetica dei quattro fattori descritti.

Vantaggio competitivo

Il profilo di rischio del business delle società operanti nel settore dei servizi non regolati non beneficiando di un sistema tariffario, è funzione di tre principali fattori:

- struttura e attrattività del mercato di riferimento. Il livello di rischio dell'attività svolta è pesantemente influenzato dal mercato in cui la società opera. La domanda che il mercato esprime definisce infatti il tipo di contratti e le condizioni praticate ai clienti, la competizione subita da ambiti geografici limitrofi, le prospettive di crescita, ecc.;

- struttura e stabilità degli utili. Questo profilo riflette la reputazione della società, la soddisfazione dei clienti, le barriere all'entrata per potenziali concorrenti terzi, ecc.;
- mix e qualità degli asset. Questo profilo attiene alla qualità produttiva, alla manutenzione degli impianti, alla flessibilità o rigidità di produzione.

Conseguentemente, il profilo di rischio – con riguardo al vantaggio competitivo – può essere così declinato:

Rischio contenuto

- operatività in mercati prevedibili, con processi ambientali chiari;
- elevate barriere all'ingresso e condizioni domanda/offerta equilibrate;
- *mix* di generazione diversificato e competitivo, con *asset* a basso costo variabile;
- *asset* localizzati in area favorevole;
- rischio prezzo significativamente mitigato;
- quote *retail* o del settore pubblico solide e relativamente stabili.

Rischio elevato

- operatività in mercati imprevedibili, con regole incerte o in transizione strutturale;
- elevata volatilità e squilibri strutturali domanda/offerta;
- *asset mix* poco competitivo;
- quote *retail* o del settore pubblico instabili o limitata capacità di trasferire costi ai clienti.

Sotto questo profilo BEA presenta un profilo di rischio contenuto. La domanda è strutturalmente in crescita e le alternative offerte da operatori in aree limitrofe per gli utenti sono costose in quanto lontane (costi di trasporto) e spesso non flessibili¹².

¹² I principali termovalorizzatori attivi in Lombardia sono i seguenti:

Scala, Ambito e Diversificazione

La valutazione del profilo di rischio in quest'ambito deve considerare:

- dimensione relativa (capacità, EBITDA, cash flow);
- diversificazione geografica;
- concentrazione clienti/fornitori;
- ampiezza del mix tecnologico;
- integrazione verticale.

Conseguentemente il profilo di rischio può essere declinato come segue.

Rischio contenuto

- elevata scala operativa (no capacità insatura);
- presenza in più mercati attrattivi con buona diversificazione economica;
- mix di asset ampio per tecnologia e geografia;
- assenza di concentrazioni significative di fornitori o clienti;
- elevata integrazione verticale (generazione + retail).

Rischio elevato

- scala limitata, con scarso potere di prezzo;

Termovalorizzatori	Ubicazione	Utility	Attività
Termovalorizzatore "Silla 2"	Milano (MI)	A2A Ambiente S.p.A.	Produce energia elettrica e termica, alimenta rete teleriscaldamento.
Termovalorizzatore di Brescia	Brescia (BS)	A2A Ambiente S.p.A.	Tre linee di combustione, elevata produzione energetica.
Termovalorizzatore di Como	Como (CO)	ACINQUE Ambiente S.r.l.	Impianto regionale autorizzato (capacità tipica media locale).
Termovalorizzatore di Desio (BEA)	Desio (MB)	Brianza Energia Ambiente S.p.A.	Storico impianto Brianza (parte del sistema regionale).
Termovalorizzatore di Sesto S. Giovanni	Sesto S. Giovanni (MI)	CO.RE (Consorzio Recupero Energetici)	Impianto con recupero energetico nell'area milanese.
Termovalorizzatore di Cremona	Cremona (CR)	A2A Ambiente S.p.A.	Parte del parco impianti regionali.
Termovalorizzatore di Parona (Pavia)	Parona (PV)	A2A Ambiente S.p.A.	Rientra fra i termoutilizzatori lombardi.
Termovalorizzatore di Trezzo sull'Adda	Trezzo sull'Adda (MI)	A2A Trezzo Ambiente S.r.l.	WtE interconnesso al sistema di recupero energia.
Termovalorizzatore di Dalmine	Dalmine (BG)	REA Dalmine	Serve provincia di Bergamo / Nord Lombardia.
Termovalorizzatore di Valmadrera	Valmadrera (LC)	Silea S.p.A.	Capacità nota: ha trattato circa 110.000 t nel 2024.

- concentrazione in un solo mercato volatile;
- limitata diversificazione tecnologica o geografica;
- concentrazione fornitori/clienti;
- assenza di integrazione significativa.

Con riguardo al profilo di scala, ambito e diversificazione, il profilo di rischio di BEA può dirsi contenuto, anche se dipendente da un unico territorio, in quanto manca una vera concorrenza diretta.

Efficienza Operativa

In questo caso il profilo di rischio è funzione di:

- competitività dei costi;
- efficienza degli *asset*;
- flessibilità della struttura dei costi;
- gestione capitale circolante.

Conseguentemente il profilo di rischio può essere declinato come segue.

Rischio contenuto

- Posizione di costo sostenibilmente *leader* grazie a:
 - Economie di scala
 - Integrazione
 - Efficienze produttive
- Efficienza degli *asset*:
 - Elevati e stabili *capacity factor* e *availability factor*.
 - Tecnologia moderna e stato manutentivo adeguato.
- Struttura dei costi
 - Bassa incidenza di costi fissi.
 - Margini poco sensibili a volatilità commodity o rischi *supply-chain*.
- Capitale circolante
 - Cicli di conversione di cassa inferiori alla media.

Rischio elevato

- Struttura di costo debole per:

- Elevato costo di gestione
- Rischi di concentrazione
- Scarsa efficienza degli *asset*, per
 - Bassa disponibilità impianti.
 - Tecnologia obsoleta o *aging*.
- Struttura dei costi
 - Elevata incidenza costi fissi.
 - Margini altamente sensibili a volatilità *commodity*.
 - Elevata esposizione a rischi *supply-chain*.
- Capitale circolante
 - Cicli di conversione di cassa superiori alla media.

Con riguardo a questo profilo BEA presenta un rischio contenuto, potendo imporre alla clientela condizioni di pagamento molto vantaggiose per la società e disponendo di *asset* con elevata efficienza.

Redditività

Le principali metriche utilizzate sono:

- EBITDA margin
- *Return on Invested Capital* (ROIC)

La scelta della metrica più appropriata dipende da:

- Intensità di capitale
- Tipo di *asset*
- Ciclo di investimento

La volatilità delle metriche concorre a definire il profilo di rischio.

Sotto questo profilo BEA presenta un profilo di rischio neutro, in quanto a fronte di una elevata redditività, presenta una accentuata volatilità delle performance nel tempo.

Il combinarsi di questi quattro profili di rischio concorre a definire la qualità delle performance di BA che è riassunta nella tabella sottostante.

Tabella 4. Profili di rischio di BEA

	Contenuto	Neutro	Elevato
Rischio perdita vantaggio competitivo	√		
Rischio di scala, ambito diversificazione	√		
Rischio di efficienza operativa	√		
Rischio di redditività		√	

* * *

Dall'analisi svolta emerge dunque che né BA né BEA presentano profili di rischio elevati. Entrambe le società presentano profili di rischio contenuti o neutri. Non si giustifica dunque l'uso di *size premium*¹³ nella stima del costo del capitale.

3.2 Le performance storiche di BA e di BEA

L'analisi delle *performance* storiche delle due società permette di delinearne le caratteristiche anche in termini di profilo di rischio. Nelle tabelle 5 e 6 sono riportate le voci più significative di conto economico, lo sviluppo del patrimonio e del capitale investito netto oltre ad alcuni indici di redditività e di rotazione (*Ebitda margin*, Rotazione del capitale investito, ROIC e ROE¹⁴) dal 2019 al 2025 (quest'ultimo dato corrisponde al battente di piano). Con riguardo a BEA i dati si riferiscono all'aggregato BEA + BEAG¹⁵.

I dati evidenziano:

A) i seguenti saggi di crescita nel periodo considerato (2019-2025):

- un'intensità di capitale per euro di ricavo solo lievemente superiore per BA (in media la rotazione del capitale investito = Ricavi Netti/Capitale investito netto è per BA pari al 46,0% e per BEA al 40,9%);
- un saggio di crescita dei ricavi lievemente superiore per BEA (business non regolato) rispetto a BEA (CAGR% Ricavi: BA = 4,9%; BEA = 5,8%);

¹³ Nella stima del costo del capitale proprio (coe) mediante CAPM, si può considerare un *size premium* quale componente addizionale di rendimento richiesta dal mercato per società che per effetto di una maggiore concentrazione del business (su base territoriale, di tecnologia, ecc.) presentano un profilo di rischio eccedente la normalità. Nel caso delle due *utilities* oggetto di analisi, la verifica dell'opportunità di includere un *size premium* è stata necessaria per via del fatto che entrambe operano su scala dimensionale inferiore rispetto ai principali benchmark europei utilizzati per la stima del beta. In assenza di fattori di rischio eccedenti la normalità (profilo di rischio elevato) non è giustificato l'uso di alcun *size premium*.

¹⁴ Ebitda margin = Ebitda/Ricavi netti; Roic = Ebit x (1 - tc) /Capitale investito netto = Nopat/Capitale investito netto; ROE = Utile netto/ Patrimonio netto. Gli indici ROIC e ROE sono calcolati sul capitale di inizio periodo. Per BEA il ROE è calcolato quota gruppo.

¹⁵ Solo i ricavi si riferiscono esclusivamente a BEAG.

- una maggiore crescita dell'EBITDA (= MOL – accantonamenti e svalutazioni) di BA (CAGR% EBITDA: BA = 8,7%; BEA = 2,9%)
- una decrescita del reddito netto di Gruppo di BEA (CAGR% Reddito netto = - 1,8%) a fronte di una crescita del reddito netto di BA (CAGR% Reddito netto = + 4,3%);
- una crescita più sostenuta del patrimonio netto di BEA (CAGR% Patrimonio netto: BA=4,5%; BEA =7,9%)
- una crescita del capitale investito molto più sostenuta per BA (CAGR% Capitale investito netto: BA=11,6%; BEA = 8,4%)
- una crescita della Posizione finanziaria netta (debito netto) per BA molto elevata¹⁶ (CAGR% PFN BA = 22,4%) a fronte di disponibilità liquide nette crescenti per BEA (CAGR% PFN positiva BEA=11,5%).

B) i seguenti saggi di redditività:

- una maggiore stabilità dell'*Ebitda margin* di BA (coefficiente di variazione⁻¹⁷ c.v. = 13,0%) rispetto a BEA (30,9%) come naturale per un'attività regolata;
- una minore stabilità di ROE di BA (coefficiente di variazione-c.v. ROE = 78,4%) rispetto a BEA (c.v. ROE = 67,0%) ed una pressoché eguale volatilità di ROIC (c.v. ROIC di BA = 77,8%; c.v. ROIC di BEA =79,7%);
- una più elevata redditività media nel periodo per tutti e tre gli indici (*Ebitda margin*, ROIC, ROE) per BEA rispetto a BA (*Ebitda margin*=BA 27,8% vs. BEA 35,4%; ROIC = BA 1,9% vs. BEA 9,4%; ROE = BA 2,3% vs. BEA 8,5%).

La tabella 7 riporta alcune misure di dimensione (economica e patrimoniale) e di redditività *relative* (ottenute mettendo a rapporto i dati storici di BA rispetto agli stessi dati di BEA) Come si può rilevare mentre sotto il profilo dimensionale BA è circa 4 volte BEA (Media Ricavi BA/BEA = 4,1; Media Capitale investito netto BA/BEA = 4,7; Media Patrimonio netto BA/BEA = 3,7) le redditività di BA sono nettamente inferiori a quelle di BEA (Media *Ebitda margin* BA/BEA = 0,8; Media ROIC BA/BEA = 0,2; Media ROE BA/BEA = 0,3) e conseguentemente il reddito netto di Gruppo di BEA è in media di periodo di poco inferiore a quello di BA (Media Reddito netto di gruppo BEA = 4.304K ; Media Reddito netto BA = 4.453 Keuro).

¹⁶ Dato calcolato con riferimento al periodo 2025/2020.

¹⁷ Coefficiente di variazione = deviazione standard/media, esprime la volatilità di una variabile.

Queste diverse performance traggono sicuramente origine dalla diversa natura dei due business (BA regolato, con un grado di rischio inferiore e minore redditività, e BEA non regolato, con un grado di rischio maggiore e più elevata redditività), ma anche dalla molto maggiore crescita storica del capitale investito (e conseguentemente del debito finanziario netto) di BA rispetto a BEA.

3.3 I piani di BA e di BEA

Come già indicato in precedenza ai fini della stima del valore intrinseco i piani aziendali devono rappresentare la capacità di reddito prospettica sulla base della situazione in atto (ossia sulla base degli *asset in place* e degli investimenti nei quali la società si sia già impegnata o comunque che esprimono un normale svolgimento dell'attività).

Ciò ha comportato per BEA l'esclusione dal piano della realizzazione della terza linea del termovalorizzatore e per BA l'esclusione degli investimenti eccedenti il Piano d'Ambito. Le tabelle 8 e 9 mostrano le voci più significative di conto economico, lo sviluppo del patrimonio e del capitale investito netto ed alcuni indici di redditività (*Ebitda margin*, ROIC e ROE) delle due società dal 2026 al 2029 per BEA e dal 2026 al 2041 per BA. Il diverso periodo di previsione esplicita è funzione del fatto che la concessione di BA scade nel 2041, mentre l'attività di BEA non essendo regolata non ha termine e quindi può essere adottata la prospettiva di vita indefinita dopo un normale periodo di previsione esplicita.

Le tabelle evidenziano:

- per BA:
 - un saggio di crescita dei ricavi sino al 2030 e per poi oscillare intorno a tale livello;
 - un *Ebitda margin* medio significativamente superiore alla storia (38,2% vs. 27,8%) e con un più basso coefficiente di variazione (6,8% vs. 13,0%);
 - saggi di redditività del capitale investito (ROIC) e del patrimonio (ROE) superiori a quelli storici (ROIC= 5,1% vs. 1,9%; ROE = 5,0% vs. 2,3%);
 - una lieve decrescita del capitale investito netto (CAGR% 2026-2041 = - 0,6%) a fronte di una crescita del patrimonio netto (CAGR% 2026-2041 = +5,0%);

Tabella 5. BA performance storiche

<i>dati in euro 000</i>	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	CAGR%			
Ricavi netti	92.779	95.261	95.990	109.811	106.968	106.362	123.697	4,9%			
MOL	29.349	30.007	28.251	26.785	31.813	31.632	41.310	5,9%			
EBITDA	24.535	25.696	24.751	24.641	29.981	34.036	40.542	8,7%			
EBIT	8.879	8.816	10.791	2.857	2.171	2.852	7.623	-2,5%			
Reddito netto	4.757	5.823	10.081	2.174	2.075	1.122	5.142	1,3%			
Patrimonio netto	164.199	192.869	202.951	205.125	207.201	208.323	213.465	4,5%			
PFN	484	37.896	48.196	64.723	88.723	101.123	104.087	22,4%			
Capitale Investito netto (CIN)	164.683	230.765	251.147	269.848	295.924	309.446	317.552	11,6%			
									Dev st.	Media	CV
Ebitda margin	26,4%	27,0%	25,8%	22,4%	28,0%	32,0%	32,8%	3,6%	27,8%	13,0%	
Rotazione del Capitale Investito	56,3%	41,3%	38,2%	40,7%	36,1%	34,4%	39,0%	7,2%	40,9%	17,7%	
ROIC	n.d	3,9%	3,4%	0,8%	0,6%	0,7%	1,8%	1,4%	1,9%	77,8%	
ROE	n.d	3,5%	5,2%	1,1%	1,0%	0,5%	2,5%	1,8%	2,3%	78,4%	

Tabella 6. BEA performance storiche

<i>dati in euro 000</i>	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	CAGR%			
Ricavi netti (BEAG)	19.045	17.332	23.994	35.567	30.701	26.168	26.784	5,8%			
MOL	6.994	4.288	8.692	19.175	14.689	8.524	9.212	4,7%			
EBITDA	6.726	3.886	8.376	18.939	14.083	6.808	7.996	2,9%			
EBIT	4.551	1.660	5.874	16.242	11.048	3.421	3.949	-2,3%			
Reddito netto	3.159	1.102	4.181	11.386	7.767	2.429	2.902	-1,4%			
di cui RN Gruppo	2.975	1.075	3.843	10.269	7.054	2.249	2.665	-1,8%			
di cui RN Terzi	184	27	338	1.117	713	180	237	4,3%			
Patrimonio netto di gruppo	41.528	42.605	46.448	56.717	60.771	63.020	65.685	7,9%			
Patrimonio netto di terzi	640	666	1.004	2.121	2.835	3.014	3.252	31,1%			
PFN BEA + BEAG	- 1.812	3.126	4.531	2.203	- 2.671	- 3.602	- 3.491	11,5%			
Capitale Investito netto (CIN)	40.356	46.397	51.983	61.041	60.935	62.432	65.446	8,4%			
									dev.st	media	c.v.
Ebitda margin	35,3%	22,4%	34,9%	53,2%	45,9%	26,0%	29,9%	10,9%	35,4%	30,9%	
Rotazione del Capitale investito	47,2%	37,4%	46,2%	58,3%	50,4%	41,9%	40,9%	6,9%	46,0%	15,1%	
ROIC	n.d	3,0%	9,1%	22,5%	13,0%	4,0%	4,6%	7,5%	9,4%	79,7%	
ROE	n.d	7,2%	2,5%	8,3%	18,1%	11,6%	3,6%	5,7%	8,5%	67,0%	

Tabella 7. Performance storiche BA e BEA a confronto

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	dev.st.	media	C.V.
EBITDA Margin										
BA	26,4%	27,0%	25,8%	22,4%	28,0%	32,0%	32,8%	3,6%	27,8%	13,0%
BEA	35,3%	22,4%	34,9%	53,2%	45,9%	26,0%	29,9%	10,9%	35,4%	30,9%
BA/BEA	0,7	1,2	0,7	0,4	0,6	1,2	1,1	0,3	0,8	0,4
ROIC										
BA	n.d	3,9%	3,4%	0,8%	0,6%	0,7%	1,8%	1,4%	1,9%	77,8%
BEA	n.d	3,0%	9,1%	22,5%	13,0%	4,0%	4,6%	7,5%	9,4%	79,7%
BA/BEA		1,3	0,4	0,0	0,0	0,2	0,4	0,2	0,2	1,0
ROE										
BA	n.d	3,5%	5,2%	1,1%	1,0%	0,5%	2,5%	1,8%	2,3%	78,4%
BEA	n.d	7,2%	2,5%	8,3%	18,1%	11,6%	3,6%	5,7%	8,5%	67,0%
BA/BEA		0,5	2,1	0,1	0,1	0,0	0,7	0,3	0,3	1,2
Ricavi										
BA	92.779	95.261	95.990	109.811	106.968	106.362	123.697	10.812	104.410	10,4%
BEA	19.045	17.332	23.994	35.567	30.701	26.168	26.784	6.337	25.656	24,7%
BA/BEA	4,9	5,5	4,0	3,1	3,5	4,1	4,6	1,7	4,1	0,4
EBITDA										
BA	24.535	25.696	24.751	24.641	29.981	34.036	40.542	6.154	26.543	23,2%
BEA	6.726	3.886	8.376	18.939	14.083	6.808	7.996	5.165	9.322	55,4%
BA/BEA	3,6	6,6	3,0	1,3	2,1	5,0	5,1	1,2	2,8	0,4
EBIT										
BA	8.879	8.816	10.791	2.857	2.171	2.852	7.623	3.552	6.284	56,5%
BEA	4.551	1.660	5.874	16.242	11.048	3.421	3.949	5.147	6.678	77,1%
BA/BEA	2,0	5,3	1,8	0,2	0,2	0,8	1,9	0,7	0,9	0,7
Reddito Netto										
BA	4.757	5.823	10.081	2.174	2.075	1.122	5.142	3.057	4.453	68,6%
BEA di gruppo	2.975	1.075	3.843	10.269	7.054	2.249	2.665	3.226	4.304	75,0%
BA/BEA	1,6	5,4	2,6	0,2	0,3	0,5	1,9	0,9	1,0	0,9
Capitale Investito netto										
BA	164.683	230.765	251.147	269.848	295.924	309.446	317.552	53.400	262.766	20,3%
BEA	40.356	46.397	51.983	61.041	60.935	62.432	65.446	9.414	55.513	17,0%
BA/BEA	4,1	5,0	4,8	4,4	4,9	5,0	4,9	5,7	4,7	1,2
Patrimonio netto										
BA	164.199	192.869	202.951	205.125	207.201	208.323	213.465	16.659	199.162	8,4%
BEA di gruppo	41.528	42.605	46.448	56.717	60.771	63.020	65.685	10.111	53.825	18,8%
BA/BEA	4,0	4,5	4,4	3,6	3,4	3,3	3,2	1,6	3,7	0,4

Tabella 8. BA performance prospettiche

<i>dati in euro 000</i>	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	CAGR% 25/29	CAGR% 25/41	
Ricavi netti	123.697	132.282	143.647	146.080	149.107	151.585	149.687	147.517	148.547	149.127	150.429	151.062	150.341	149.993	150.883	151.679	150.583	4,8%	1,2%	
MOL	41.310	51.525	60.882	62.140	64.026	62.831	60.097	57.084	57.264	56.986	57.422	57.182	55.580	54.343	54.336	54.228	52.218	11,6%	1,5%	
EBITDA	40.542	50.894	60.241	61.486	63.357	62.146	59.395	56.364	56.527	56.230	56.647	56.387	54.765	53.508	53.481	53.351	51.320	11,8%	1,5%	
EBIT	7.623	16.678	24.239	23.678	23.662	24.626	23.112	21.222	22.437	23.112	24.427	24.997	24.142	23.593	24.222	24.698	23.227	32,7%	7,2%	
Reddito netto	5.142	10.249	15.898	15.530	15.397	16.142	15.295	14.069	15.099	15.737	16.820	17.342	16.825	16.532	17.094	17.537	16.542	31,5%	7,6%	
Patrimonio netto	213.465	223.714	239.612	255.142	270.539	286.682	301.977	316.045	331.144	346.880	363.700	381.042	397.867	414.399	431.494	449.030	465.572	6,1%	5,0%	
PFN	104.087	104.789	103.766	100.598	96.878	75.920	48.972	24.274	719	- 22.682	- 46.034	- 69.337	- 91.861	- 113.272	- 134.172	- 154.965	- 174.901	-1,8%	n.s.	
Capitale Investito netto (CIN)	317.552	328.503	343.378	355.740	367.418	362.602	350.949	340.320	331.863	324.198	317.667	311.705	306.007	301.127	297.322	294.065	290.672	3,7%	-0,6%	
																		2026-2029		
																		Dev. St	Media	c.v.
Ebitda margin	32,8%	38,5%	41,9%	42,1%	42,5%	41,0%	39,7%	38,2%	38,1%	37,7%	37,7%	37,3%	36,4%	35,7%	35,4%	35,2%	34,1%	1,9%	41,2%	4,5%
ROIC	1,8%	3,8%	5,3%	5,0%	4,8%	4,8%	4,6%	4,4%	4,8%	5,0%	5,4%	5,7%	5,6%	5,6%	5,8%	6,0%	5,7%	0,7%	4,7%	14,0%
ROE	2,5%	4,8%	7,1%	6,5%	6,0%	6,0%	5,3%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,4%	4,2%	4,1%	4,1%	3,7%	1,0%	6,1%	16,0%
																		2026-2041		
																		Dev. St	Media	c.v.
																		2,61%	38,21%	6,83%
																		0,60%	5,14%	11,66%
																		0,95%	5,00%	18,99%

Tabella 9. BEA performance prospettiche

<i>dati in euro 000</i>	2025	2026	2027	2028	2029	CAGR%			
Ricavi netti	26.784	29.642	30.942	31.890	31.911	4,5%			
MOL	9.212	13.183	14.068	14.581	14.235	11,5%			
EBITDA	7.996	10.967	11.852	12.365	12.019	10,7%			
EBIT	3.949	6.893	7.064	7.211	6.883	14,9%			
Reddito netto di gruppo	2.665	4.391	4.544	4.658	4.456	13,7%			
Patrimonio netto di gruppo	65.685	70.715	75.258	79.916	84.372	6,5%			
Patrimonio netto di terzi	3.252	3.722	4.137	4.563	4.970	11,2%			
Patrimonio netto complessivo	68.937	74.437	79.395	84.479	89.342	6,7%			
PFN	- 3.491	- 2.833	- 4.223	- 16.922	- 23.533	61,1%			
Capitale Investito netto (CIN)	65.446	71.604	75.172	67.557	65.809	0,1%			
							dev.st	media	c.v.
Ebitda margin	29,9%	37,0%	38,3%	38,8%	37,7%	0,8%	37,9%	2,0%	
ROIC	n.d.	7,6%	7,1%	6,9%	7,3%	0,3%	7,2%	4,0%	
ROE	n.d.	6,4%	6,1%	5,9%	5,3%	0,5%	5,9%	7,9%	

Tabella 10. Performance prospettiche BA e BEA a confronto

	2026	2027	2028	2029	dev.st.	media	C.V.
EBITDA Margin							
BA	38,5%	41,9%	42,1%	42,5%	1,9%	41,2%	4,5%
BEA	37,0%	38,3%	38,8%	37,7%	0,8%	37,9%	2,0%
BA/BEA	1,04	1,09	1,09	1,13	2,41	1,09	2,22
ROIC							
BA	3,8%	5,3%	5,0%	4,8%	0,7%	4,7%	14,0%
BEA	7,6%	7,1%	6,9%	7,3%	0,3%	7,2%	4,0%
BA/BEA	0,5	0,7	0,7	0,7	2,2	0,7	3,5
ROE							
BA	4,8%	7,1%	6,5%	6,0%	1,0%	6,1%	16,0%
BEA	6,4%	6,1%	5,9%	5,3%	0,5%	5,9%	7,9%
BA/BEA	0,8	1,2	1,1	1,1	2,1	1,0	2,0
Ricavi							
BA	132.282	143.647	146.080	149.107	7.346	142.779	5,1%
BEA	29.642	30.942	31.890	31.911	1.070	31.096	3,4%
BA/BEA	4,5	4,6	4,6	4,7	6,9	4,6	1,5
EBITDA							
BA	50.894	60.241	61.486	63.357	5.550	58.994	9,4%
BEA	7.996	10.967	11.852	12.365	1.953	10.795	18,1%
BA/BEA	6,4	5,5	5,2	5,1	2,8	5,5	0,5
EBIT							
BA	16.678	24.239	23.678	23.662	3.601	22.064	16,3%
BEA	6.893	7.064	7.211	6.883	156	7.013	2,2%
BA/BEA	2,4	3,4	3,3	3,4	23,1	3,1	7,3
Reddito Netto							
BA	10.249	15.898	15.530	15.397	2.688	14.269	18,8%
BEA di gruppo	4.391	4.544	4.658	4.456	116	4.512	2,6%
BA/BEA	2,3	3,5	3,3	3,5	23,2	3,2	7,4
Capitale Investito netto							
BA	328.503	343.378	355.740	367.418	16.695	348.760	4,8%
BEA	71.604	75.172	67.557	65.809	4.197	70.036	6,0%
BA/BEA	4,6	4,6	5,3	5,6	4,0	5,0	0,8
Patrimonio netto							
BA	223.714	239.612	255.142	270.539	20.141	247.252	8,1%
BEA di gruppo	70.715	75.258	79.916	84.372	5.891	77.565	7,6%
BA/BEA	3,2	3,2	3,2	3,2	3,4	3,2	1,1

Tabella 11. BA e BEA: confronto fra performance storiche e prospettive

BA	MEDIA			CAGR%			COEFFICIENTE DI VARIAZIONE		
	storico	prospettico		storico	prospettico		storico	prospettico	
	2019-2025	al 2029	al 2041	2019-2025	al 2029	al 2041	2019-2025	al 2029	al 2041
Ricavi netti	104.410	142.779	148.284	4,9%	4,8%	1,2%	10,4%	5,1%	3,2%
EBITDA	26.543	58.994	56.631	8,7%	11,8%	1,5%	23,2%	9,4%	6,7%
EBIT	6.284	22.064	23.255	-2,5%	32,7%	7,2%	56,5%	16,3%	8,6%
Reddito netto	4.453	14.269	15.757	1,3%	31,5%	7,6%	68,6%	18,8%	11,0%
Patrimonio netto	199.162	247.252	342.178	4,5%	6,1%	5,0%	8,4%	8,1%	22,3%
PFN	74.125	101.508	- 15.707	22,4%	-1,8%	n.s.	37,7%	3,5%	-631,1%
Capitale Investito netto (CIN)	262.766	348.760	326.471	11,6%	3,7%	-0,6%	20,3%	4,8%	7,7%
Ebitda margin	27,8%	41,2%	38,2%				13,0%	4,5%	6,8%
ROIC	1,9%	4,7%	5,1%				77,8%	14,0%	11,7%
ROE	2,3%	6,1%	5,0%				78,4%	16,0%	19,0%
BEA									
Ricavi netti	25.656	31.096		5,8%	4,5%		24,7%	3,4%	
EBITDA	9.322	10.795		2,9%	10,7%		55,4%	18,1%	
EBIT	6.678	7.013		-2,3%	14,9%		77,1%	2,2%	
Reddito netto di gruppo	4.304	4.512		-1,8%	13,7%		75,0%	2,6%	
Patrimonio netto di gruppo	53.825	77.565		7,9%	6,5%		18,8%	7,6%	
PFN	- 245	- 11.878		11,5%	61,1%		-1396,4%	-84,4%	
Capitale Investito netto (CIN)	55.513	70.036		8,4%	0,1%		17,0%	6,0%	
Ebitda margin	35,4%	37,9%					30,9%	2,0%	
ROIC	9,4%	7,2%					79,7%	4,0%	
ROE	8,5%	5,9%					67,0%	7,9%	

- per BEA:
 - un saggio di crescita di tutte le quantità di conto economico superiore a quello storica (con l'unica eccezione dei ricavi che crescono al 4,5% contro una crescita storica del 5,8%);
 - un *Ebitda margin* lievemente superiore alla media storica (37,9% vs. 35,4%) ma con una molto maggiore stabilità (coefficiente di variazione: 2,0% vs. 30,9%);
 - saggi di redditività inferiori alle performance storiche (ROIC 7,2% vs. 9,4% e ROE 5,9% vs. 8,5%);
 - crescita consistente delle disponibilità liquide (CAGR% 2026/2029 = 61,1%).

La tabella 10 riporta le performance prospettiche di BA relativamente a BEA nel periodo 2026-2029. Si nota come gli indici di dimensione e di redditività relativa di BA rispetto a BEA aumentano, rispetto all'analisi storica.

Infine, il confronto fra performance storiche e proiezioni per le due società è riportato nella tabella 11. L'analisi permette di cogliere come:

- per entrambe le società si registri una crescita dell'*Ebitda margin* accompagnata tuttavia da una crescita di ROIC e ROE per BA ed una riduzione degli stessi indici per BEA;
- un riequilibrio finanziario di BA (che passerebbe da una posizione finanziaria netta positiva ad una negativa (= disponibilità liquide al 2041) ed una sostenuta crescita delle disponibilità liquide per BEA;
- coefficienti di variazione di tutte le variabili molto inferiori a quelli storici, segno di un percorso di sviluppo stabile, dovuto ad un ridotto profilo di rischio di entrambi i business e di proiezioni espressive di condizioni già in atto o comunque dotate di buona visibilità.

Le principali assunzioni formulate dal management delle due società nella formulazione dei rispettivi piani "as is" possono essere così sintetizzate:

- BA:
 - I piani presentano un netto miglioramento di performance di BA legato agli incrementi di theta che comportano un progressivo allineamento della tariffa media ponderata al metro cubo alla media dei *peers* lombardi. L'incremento di tariffa media ponderata nel periodo 2025-2029 è pari al 4,6%, nel periodo 2029-2041 è pari all'1,4%. Gli incrementi di theta per il periodo 2026-2029 sono:
 - theta 2026 + 6%
 - theta 2027 +5,4%

- theta 2028: +3,1% (soggetto a conferma o revisione nel 2027)
- theta 2029: +2,1%

Dall'ultima ricognizione della società le tariffe medie ponderate dei *peers* lombardi sono in media pari a 1,87 euro al mc a fronte di una tariffa di BA pari a 1,41 euro al mc. (Tab.12) L'allineamento di tariffa alla media dei *peers* (0,46 euro al mc) parametrizzato al volume di mc di BA (76 mln.) porterebbe ad un incremento di ricavi e di Ebitda di 35 milioni di euro.

Tabella 12. Tariffa media ponderata dei *peers* lombardi (2023)

Benchmark 2023: Tariffa media ponderata al mc peers lombardi	
MM	0,97
BA	1,41
SAL Lodi	1,42
CAP	1,43
Uniacque	1,54
Secam	1,96
Pavia Acque	2,02
Alfa	2,14
Como Acqua	2,19
Lario Reti	2,18
Padania Acque	2,25
TEA Mantova	2,41
Acque Bresciane	2,33
Media	1,87
BA - media	-0,46

- BEA:
 - I piani di BEA (in prospettiva *stand alone*) prevedono il non rinnovo della gara CEM (scadenza al 2027) per liberare capacità dell'inceneritore da dedicare a rifiuti speciali (a maggiore redditività). Il peso dei rifiuti speciali passa dal 40% del 2025-2026 al 60% nel 2028-2029 delle diverse tipologie di rifiuti.

La tabella che segue riporta l'evoluzione dei prezzi medi ponderati nel periodo 2025-2029.

Tabella 13. Prezzi inceneritore (€/ton) per tipologia di clienti e di rifiuti

Prezzi inceneritore		2025	2026	2027	2028	2029
Comuni soci	kton	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5
	€/ton	80	82	83	85	87
Comuni non soci	kton	5	5	6,5	8	8,5
	€/ton	122	125	127	130	132
Gara CEM	kton	17,5	17,5	17,5	0	0
	€/ton	135	138	140	0	0
Rifiuti sanitari	kton	3	4	4,2	4,5	4,5
	€/ton	450	459	468	478	487
Rifiuti speciali	kton	24	24	24	41,5	41,5
	€/ton	185	189	192	196	200
Altri	kton	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9
	€/ton	123	124	131	131	135
Totale produzione	kton	84,9	85,9	87,6	89,4	89,9
Ricavi totali	€/mln.	12,5	13,2	13,8	15,3	15,7
Prezzo medio ponderato	€/ton	147	154	158	171	175
	delta annuo %		4,4%	2,5%	8,6%	2,0%

Come già si è rilevato in precedenza, questa analisi rispetta una prospettiva *stand alone*, mentre l'integrazione fra BEA e BA mira ad un allargamento e ad uno sviluppo della logica di servizio ai comuni.

3.4 Il costo del capitale

3.4.1 La configurazione di costo opportunità del capitale utilizzata

La stima del valore intrinseco mediante *Discounted Cash-Flows* (DCF) nella prospettiva *asset-side* richiede che i flussi di cassa operativi siano attualizzati al costo medio ponderato del capitale *post-tax* (c.d. *Weighted Average Cost of Capital post-tax* – $WACC_{post-tax}$, d'ora in poi anche WACC).

Il WACC esprime la media ponderata del costo delle fonti di finanziamento del capitale investito, sulla base di una struttura finanziaria target¹⁸ (non effettiva) a valori di mercato, misurata dalla proporzione di debito finanziario e di *equity*. Il WACC è quindi una media ponderata fra il costo opportunità del capitale proprio ed il costo del capitale di debito, dove la ponderazione fa riferimento ad una struttura finanziaria *target* ed anche i costi delle due forme di finanziamento sono coerenti con quella struttura finanziaria (diversa da quella effettiva). La formula per il calcolo del $WACC_{post-tax}$ è quindi la seguente:

$$WACC_{(post-tax)} = Cod \times (1 - Tc) \times \frac{D}{D + E} + Coe \times \frac{E}{D + E}$$

¹⁸ L'esigenza di assumere la struttura finanziaria target è dettata da due ordini di ragioni una teorica e l'altra pratica. Sotto il profilo teorico nella stima del valore dell'attivo aziendale si una una struttura finanziaria target, sulla base della evidenza che il valore delle attività non è funzione di come esse sono state finanziate (teoria di Modigliani Miller). Sotto il profilo pratico perché la struttura finanziaria va calcolata a valori di mercato e se già si conoscessero il valore di mercato dell'*equity* ed il valore di mercato del debito dell'entità da valutare, non servirebbe la stima del costo del capitale.

dove:

Coe = *cost of equity*, costo opportunità del capitale proprio, commisurato al rischio finanziario del rapporto di indebitamento *target*;

Cod = *cost of debt*, costo del capitale di credito;

Tc = aliquota marginale d'imposta per la deducibilità fiscale degli oneri finanziari;

$D/(D+E)$ = rapporto di indebitamento *target* a valori di mercato;

$E/(D+E)$ = complemento ad uno del rapporto di indebitamento *target* a valore di mercato.

Nei paragrafi seguenti viene illustrato come sono state identificate le singole determinanti del WACC.

3.4.2 La stima del costo opportunità del capitale proprio (Cost of Equity)

L'analisi dei profili di rischio delle sue società compiuta nel paragrafo 3.1 ha consentito di escludere che nella stima del *cost of equity* si debba considerare un *size premium*. Conseguentemente ai fini della stima del *cost of equity* (Coe), si è fatto riferimento al *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), secondo cui:

$$Coe = Rf + \beta \times (Rm - Rf)$$

dove:

Rf = saggio *risk free* a lungo termine;

$(Rm - Rf)$ = *Equity Risk Premium* o premio per il rischio di mercato, è una misura che esprime il premio in termini di rendimento atteso, rispetto al tasso *risk free*, richiesto per investire in un portafoglio ben diversificato di titoli azionari (nel portafoglio di mercato, rappresentato dall'indice di borsa).

β = coefficiente beta *levered*; esprime il rischio sistematico (non diversificabile) d'impresa che è funzione del rischio operativo e del rischio finanziario. In particolare, la configurazione "*unlevered*" del coefficiente beta misura il rischio sistematico degli *assets* (attivo) ed è principalmente funzione della ciclicità dei ricavi, della leva operativa e più in generale del rischio operativo del business; il beta *levered* invece riflette oltre al rischio di business anche il rischio connesso al rapporto d'indebitamento.

La prassi valutativa ha individuato due possibili metodologie per tener conto del rischio paese nella stima del costo del capitale. Si può alternativamente¹⁹:

¹⁹ Il Documento OIV – "*Impairment Test dell'avviamento in contesti di crisi finanziaria e reale*" – Linee Guida, ai paragrafi LG 32 – LG 41, pubblicato il 14 giugno 2012, spiega le due metodologie di calcolo del Coe con rischio paese incorporato rispettivamente nel coefficiente beta o nel tasso *risk free*.

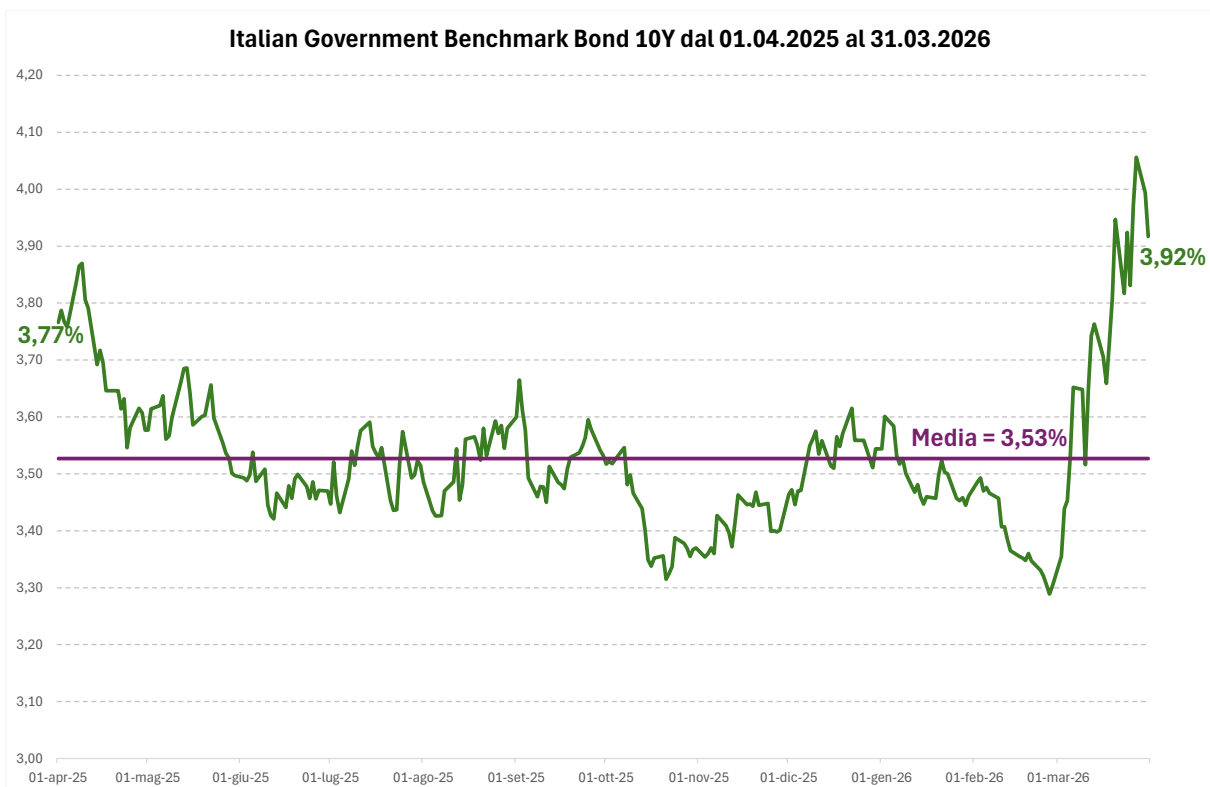
- 1) assumere un tasso *risk free* "puro" in euro come l'*Interest Rate Swap* decennale e stimare poi il coefficiente beta nei confronti di un indice di borsa globale (ad esempio lo Stoxx 600 Europe). In tal modo, il rischio paese è colto nella stima del beta, il quale è funzione del rapporto tra la volatilità dei rendimenti del titolo, che nei paesi a maggiore rischio è più elevata, e la volatilità dell'indice di mercato europeo e della correlazione tra i rendimenti del titolo e i rendimenti del portafoglio di mercato europeo;
- 2) assumere come saggio *risk free* il rendimento a scadenza decennale dei titoli di stato del paese in cui opera la società oggetto di valutazione (tali titoli di stato implicitamente incorporano il rischio paese) e stimare i coefficienti beta nei confronti di indici di mercato locali.

Nella fattispecie, è stata adottata la soluzione sub 2) atteso che le società oggetto di valutazione non sono quotate ed operano esclusivamente in Italia.

Alla luce di tali evidenze, sono state effettuate le seguenti scelte con riferimento ai parametri del Coe:

- **Risk free rate di lungo termine:** come da prassi valutativa, si è fatto uso di una media ad un anno al 31.03.2026 dei titoli di Stato italiani a 10 anni, pari al 3,53% (di fonte Factset) (figura 1);

Figura 14. Dinamica dell'Italian Benchmark Bond 10Y



- **Equity (o market) risk premium, (ERP):** coincide con l'ERP (arithmetic mean) riportato nel documento del 5 giugno 2025 di fonte BEREC «WACC parameter calculations according to the

European Commission's WACC Notice of 6th November 2019 - WACC parameters Report 2025" (tabella 15).

Tabella 15. Equity Risk Premium Europeo riportato nel documento BEREC, pag. 60

	Geometric Mean (GM)	Arithmetic Mean (AM)
EU-ERP	4.62 %	5.96 %

- **Stima del beta Levered adjusted:** Il procedimento di stima del beta *levered adjusted*, funzionale alla determinazione del *Cost of Equity* (CoE) di BEA e di BA, ha richiesto i seguenti steps:

1. Selezione del campione di società quotate comparabili. Il campione fa riferimento a società comparabili quotate in Europa. L'identificazione del campione è avvenuta attraverso un processo di selezione progressivo, volto a garantire coerenza industriale e omogeneità operativa rispetto alle società oggetto di valutazione.

Con riferimento a BEA, in assenza di *pure player* quotati in Italia e, più in generale, in Europa, si è reso necessario ampliare il perimetro di analisi a società *multiutility* che includono, tra le proprie linee di business, attività di teleriscaldamento e termovalorizzazione con ciclo integrato dei rifiuti, ambiti che rappresentano il *core business* di BEA. Questa scelta è dettata dal fatto che, se da un lato BEA non offre il grado di diversificazione di una *multi-utility* di grande dimensione, l'analisi dei profili di rischio (vantaggio competitivo; scala, ambito, diversificazione; efficienza operativa e redditività) hanno portato a identificare un livello di rischio di BEA contenuto/neutro. Sono state così individuate sette società quotate, di cui quattro italiane, operanti anche nel settore di BEA.

Per quanto concerne, invece, BA la selezione delle società comparabili è stata effettuata sulla base del SIC code 4941 – *Water Supply*. In questo caso, il criterio adottato consente un'elevata coerenza settoriale, in quanto il codice identificato riflette puntualmente l'attività caratteristica svolta dalla società. Il campione risultante è composto da sei società quotate. In questo caso la comparazione è importante perché si tratta di società tutte operanti in condizioni di monopolio naturale e regolate. Una società è riportata in rosso, perché l'analisi successiva ha mostrato che il coefficiente beta di questa società ha un R² inferiore al 10% e per questa ragione è stata esclusa.

Tabella 16. Campione di società quotate comparabili a BEA

#	Comps Brianza Energia Ambiente	Country
1	A2A S.p.A.	ITALY
2	Hera S.p.A.	ITALY
3	Iren S.p.A.	ITALY
4	Veolia S.A.	FRANCE
5	Acea S.p.A.	ITALY
6	EVN AG	AUSTRIA

Tabella 17. Campione di società quotate comparabili a BA

#	Comps Brianza Acque	Country
1	United Utilities Group PLC	UNITED KINGDOM
2	Pennon Group Plc	UNITED KINGDOM
3	Athens Water Supply and Sewerage	GREECE
4	Severn Trent Plc	UNITED KINGDOM
5	Thessaloniki Water and Sewage	GREECE
6	Tallinna Vesi AS Class A	ESTONIA

2. Stima del Beta Levered: per ciascuna società il coefficiente beta *levered* (c.d. beta grezzo o *raw beta*) è stato calcolato come covarianza standardizzata dei rendimenti storici del titolo oggetto di valutazione e del mercato di riferimento. Nella fattispecie i rendimenti sono calcolati su base mensile su un orizzonte temporale di cinque anni al 31.03.2026. La formula di calcolo è la seguente:

$$\beta_{\text{levered raw}} = \frac{\text{cov}(R_{\text{titolo}}; R_{\text{mercato}})}{\text{var}(R_{\text{mercato}})}$$

dove:

$\text{cov}(R_{\text{titolo}}; R_{\text{mercato}})$ = covarianza tra i rendimenti storici del titolo e dell'indice di mercato nell'orizzonte temporale considerato;

$\text{var}(R_{\text{mercato}})$ = varianza dei rendimenti dell'indice di mercato nell'orizzonte temporale considerato.

Sono state considerate solo le società i cui coefficienti *beta levered raw* sono significativi ($R^2 > 10\%$). Ciascun coefficiente *beta raw* infine è stato aggiustato per trasformarlo in beta prospettico sulla base della nota formula di Blume:

$$\beta_{\text{Levered adj.}} = \beta_{\text{Levered}} \times 2/3 + 1/3$$

3. Calcolo del beta unlevered adjusted di settore: Calcolo del *beta unlevered adjusted* di ciascun comparabile: il *beta unlevered* viene ricavato sulla base della formula di Hamada:

$$\text{Beta Unlevered adj.} = \text{Beta Levered adj.} / [1 + (1 - T_c) \times (D/E)]$$

dove:

Tc = aliquota marginale d'imposta utilizzata ai fini della deducibilità fiscale degli oneri finanziari;

D/E = rapporto d'indebitamento a valori di mercato rappresentativo della struttura finanziaria di ciascuna società quotata cui si riferisce il beta *levered*.

Le Tabelle 18 e 19 riportano, per ciascuna società inclusa nel campione, il calcolo del beta *unlevered* e la conseguente determinazione del parametro settoriale di riferimento. Coe già rappresentato la società Athens Watee Supply è stata esclusa perché il coefficiente beta presenta un R² inferiore al 10%.

Il beta *unlevered* di settore è stato individuato assumendo quale misura rappresentativa la mediana dei valori osservati nei rispettivi campioni, ritenuta maggiormente idonea a mitigare l'effetto di eventuali *outlier*.

In particolare, il beta *unlevered* settoriale (mediana) risulta pari a 0,53x per il settore di appartenenza di BEA e a 0,49x per il settore di riferimento di BA. La differenza fra i due beta esprime il diverso profilo di rischio sistematico dei due business.

Tabella 18. Beta *unlevered adj.* delle società comparabili a BEA

Comps Brianza Energia Ambiente	Identifier	Country	Beta Raw	RQ	Beta Adj	Leverage	Tax Rate	Beta Unl. Adj.	Ambiente
A2A S.p.A.	A2A-IT	ITALY	0,79x	29,4%	0,86x	77,1%	24,0%	0,54x	8,30%
Hera S.p.A.	HER-IT	ITALY	0,74x	30,1%	0,83x	76,3%	24,0%	0,52x	12,80%
Iren S.p.A.	IRE-IT	ITALY	0,67x	20,4%	0,78x	138,2%	24,0%	0,38x	21,40%
Veolia S.A.	VIE-FR	FRANCE	1,15x	48,8%	1,10x	88,0%	36,1%	0,71x	35,00%
Acea S.p.A.	ACE-IT	ITALY	0,81x	23,8%	0,87x	114,9%	24,0%	0,47x	6,40%
EVN AG	EVN-AT	AUSTRIA	0,78x	30,2%	0,86x	24,9%	23,0%	0,72x	4,00%
Media			0,83x	30,5%	0,88x	86,6%		0,56x	
Mediana			0,79x	29,8%	0,86x	82,6%		0,53x	
Num			6	6	6	6		6	

Tabella 19. Beta *unlevered adj.* delle società comparabili a BA

Comps Brianza Acque	Identifier	Country	Beta Raw	RQ	Beta Adj	Leverage_ Q	Tax Rate	Beta Unl. Adj.
United Utilities Group PLC	UU-GB	UNITED KINGDOM	0,76x	18,1%	0,84x	114,7%	25,0%	0,45x
Pennon Group Plc*	PNN-GB	UNITED KINGDOM	1,03x	15,0%	1,02x	191,2%	25,0%	0,42x
Severn Trent Plc	SVT-GB	UNITED KINGDOM	0,79x	19,0%	0,86x	99,8%	25,0%	0,49x
Thessaloniki Water and Sewage Company SA	EYAPS-GR	GREECE	0,71x	24,3%	0,81x	-52,8%	22,0%	1,71x
Tallinna Vesi AS Class A	TVE1T-EE	ESTONIA	0,49x	37,6%	0,66x	41,0%	22,0%	0,50x
Media			0,76x	22,8%	0,84x	78,8%		0,71x
Mediana			0,76x	19,0%	0,84x	99,8%		0,49x
Num			5	5	5	5		5

*Beta 3Y Weekly in quanto più significativo

Esclusa perché RQ <10%

Athens Water Supply and Sewerage Company S.A.	EYDAP-GR	GREECE	0,42x	9,4%	0,62x	-41,8%	22,0%	1,06x
---	----------	--------	-------	------	-------	--------	-------	-------

4. Calcolo del beta *relevered adjusted*: il beta *unlevered adjusted* mediano di settore è ri-leverato sulla base della struttura finanziaria *target* (mediana) di settore sulla base della seguente formula:

$$\beta_{Relevered\ adj.} = \beta_{Unlevered\ adj.} \times [1 + (1 - Tc) \times (D/E^*)]$$

dove:

Tc = aliquota marginale d'imposta utilizzata ai fini della deducibilità fiscale degli oneri finanziari. Nello specifico l'aliquota marginale considerata è pari al 24% (aliquota IRES);

D/E* = mediana del rapporto di *leverage* finanziario mediano delle società comparabili lungo gli ultimi cinque anni²⁰.

La stima del *cost of equity* riflette la struttura finanziaria target (D/E*), pari al *leverage* mediano delle società comparabili (tabelle 3 e 4).

Il beta *relevered adjusted* è quindi pari a:

$$BEA \rightarrow \beta_{Relevered\ adj.} = 0,53 \times [1 + (1 - 24\%) \times 82,6\%] = 0,87x$$

$$BA \rightarrow \beta_{Relevered\ adj.} = 0,49 \times [1 + (1 - 24\%) \times 99,8\%] = 0,87x$$

Sulla base degli *input* sopra stimati, il costo del capitale proprio (Coe) al 31.03.2026 è pari rispettivamente a 8,70% per BEA e a 8,68% per BA (tabella 5).

Tabella 20. Stima del *cost of equity* al 31.03.2026 di Brianza Energia Ambiente e Brianza Acque

Stima del WACC al 31.03.2026			
Parametro	Brianza Energia Ambiente	Brianza Acque	Note e Formule
Beta Unlevered adj.	0,53x	0,49x	Stimato mediante delevering Beta Lev
D/E Target	82,6%	99,8%	D/E Mediana Comps
Tc	24,0%	24,0%	Aliquota IRES
Beta Relevered adj.	0,87x	0,87x	$\beta_{Relev} = \beta_{Unl} \times [1 + (1 - Tc) \times D/E]$
ERP	5,96%	5,96%	ERP Berec June 2025
Risk-free rate (Rf)	3,53%	3,53%	Media 1Y - Italian Gov. Bench. Bond 10Y
Cost of Equity (Coe)	8,70%	8,68%	$Coe = Rf + ERP \times \beta$

3.4.3 La stima del costo marginale del capitale di debito (*Cost of debt – Cod*)

Il costo marginale del capitale di debito al lordo dell'imposizione fiscale è definito come:

$$Cod = rf + cs$$

dove:

rf = tasso *risk-free*;

cs = *credit spread*.

²⁰ Il rapporto di *leverage* delle società operanti nel settore idrico mostra una grande dispersione in conseguenza della distribuzione degli investimenti nel tempo. Anche nel caso di BA a fronte di un aumento dell'indebitamento netto dal 2019 al 2025, nel periodo 2026-2041 adottando la prospettiva *as-is* con i soli investimenti del piano d'ambito il debito progressivamente si azzerà sino a giungere a disponibilità liquide nette.

Il costo del capitale di debito al lordo dell'imposizione fiscale (Cod) è stato assunto pari al 4,36% per entrambe le Società ed è stato ottenuto come somma tra il *risk-rate* utilizzato già nella stima del costo del capitale proprio (= 3,53%) ed un *credit spread* pari a 0,83%, corrispondente alla media ad un anno al 31.03.2026 dei *Credit Default Swap* (CDS) a cinque anni del *benchmark* europeo delle *utility* (fonte Datastream: *DS EU UTL OTHER 5Y CDS INDEX (E) - CDS PREM. MID*) (tabella 1). Di qui il Cod è pari a:

$$\text{Cod} = 3,53\% + 0,83\% = 4,36\%$$

3.4.4 La stima del costo medio ponderato del capitale post-tax ($WACC_{\text{post-tax}}$)

Come già anticipato al paragrafo 1.1, il costo medio ponderato del capitale *post-tax* ($WACC_{\text{post-tax}}$) è definito dalla seguente formula:

$$WACC_{(\text{post-tax})} = \text{Cod} \times (1 - T_c) \times \frac{D}{D + E} + \text{Coe} \times \frac{E}{D + E}$$

dove:

Coe = *cost of equity*

Cod = *cost of debt*;

Tc = aliquota marginale d'imposta utilizzata ai fini della deducibilità fiscale degli oneri finanziari (aliquota IRES 24%);

D/(D+E) = rapporto di indebitamento *target* a valori di mercato coerente con quello utilizzato per la stima del costo del capitale proprio. Poiché il rapporto *Debt to Equity* (D/E) è pari al 82,6% per BEA e 99,8% per BA, il rapporto D/(D+E) di riferimento per ciascuna società corrisponde a:

$$\text{BEA} \rightarrow D/(D+E) = (D/E) / (1 + D/E) = 82,6\% / (1 + 82,6\%) = 45,2\%$$

$$\text{BA} \rightarrow D/(D+E) = (D/E) / (1 + D/E) = 99,8\% / (1 + 99,8\%) = 49,9\%$$

E/(D+E) = complemento ad 1 del rapporto di indebitamento *target* a valori di mercato rispettivamente pari a 54,8% per BEA e 50,1% per BA.

Il WACC è pari rispettivamente a 6,26% per BEA e 6,0% per BA (tabella 21).

Tabella 21: Stima del WACC_{post-tax} al 31.03.2026 di BEA e BA

Stima del WACC al 31.03.2026			
Parametro	Brianza Energia Ambiente	Brianza Acque	Note e Formule
Beta Unlevered adj.	0,53x	0,49x	Stimato mediante delevering Beta Lev
D/E Target	82,6%	99,8%	D/E Mediana Comps
Tc	24,0%	24,0%	Aliquota IRES
Beta Relevered adj.	0,87x	0,87x	$Beta_{Relev} = Beta_{Unl} \times [1 + (1 - Tc) \times D/E]$
ERP	5,96%	5,96%	ERP Berec June 2025
Risk-free rate (Rf)	3,53%	3,53%	Media 1Y - Italian Gov. Bench. Bond 10Y
Cost of Equity (Coe)	8,70%	8,68%	$Coe = Rf + ERP \times \beta$
Risk-free rate (Rf)	3,53%	3,53%	Media 1Y - Italian Gov. Bench. Bond 10Y
Credit spread	0,83%	0,83%	Media 1Y - CDS 5Y European Utility Benchmark
Cost of Debt_(pre-tax)	4,36%	4,36%	$Cod_{pre-tax} = Rf + Credit\ spread$
Tc	24,0%	24,0%	Aliquota IRES
Cost of Debt_(post-tax)	3,31%	3,31%	$Cod_{post-tax} = Cod_{pre-tax} \times (1 - Tc)$
D/EV Target	45,2%	49,9%	$= D/E / (1 + D/E)$
E/EV Target	54,8%	50,1%	$= 1 - D/EV$
WACC_(post-tax)	6,26%	6,00%	$WACC = Coe \times E/EV + Cod \times (1 - Tc) \times D/EV$

Va evidenziato che nella formula del WACC calcolato sulla base del modello di Modigliani Miller²¹ maggiore è il peso del debito minore è il WACC stesso. In ipotesi di assenza di debito, il WACC corrisponderebbe al *coe unlevered*, pari a:

$$coe_{unlevered} = rf + ERP \times \beta_{unlevered}$$

Nel nostro caso il *coe unlevered* sarebbe:

- per BEA, pari a: $coe_{unlevered} = rf + ERP \times \beta_{unlevered} = 3,53\% + 5,96\% \times 0,53 = 6,68\%$
- per BA, pari a: $coe_{unlevered} = rf + ERP \times \beta_{unlevered} = 3,53\% + 5,96\% \times 0,49 = 6,45\%$.

²¹ Il modello esclude costi di dissesto sul debito.

IV. STIMA DEL VALORE INTRINSECO

4.1 La formula di valutazione

Il valore intrinseco delle due società è stato stimato mediante il criterio *Discounted Cash-Flows* (DCF) nella prospettiva *assets-side*. Tale criterio stima il valore dell'attivo operativo (*core*) sulla base dell'attualizzazione dei Flussi di Cassa Operativi netti d'imposta (cc.dd. *Unlevered Free Cash-Flows*, UFCF) al costo del capitale medio ponderato (WACC). Il criterio è stato applicato a BEA e BA sulla base di due varianti.

Il modello utilizzato per BEA è il DCF *assets-side* a due stadi che stima il valore dell'attivo operativo di Gruppo (*Enterprise Value core - EV core*) come somma di due addendi relativi a:

- **primo stadio:** valore attuale degli UFCF rivenienti dal *core* business nel periodo di previsione esplicita coperto dal piano (il quadriennio 2026-2029). Nel processo di attualizzazione il tasso di sconto utilizzato è il WACC stimato al paragrafo 3.4 (= 6,26%);
- **secondo stadio:** valore attuale dei flussi di cassa generabili oltre il periodo di previsione esplicita (c.d. *Terminal Value*), ottenuto proiettando in perpetuo un flusso di cassa medio-normale ad un saggio di capitalizzazione espressivo della differenza tra il costo medio ponderato del capitale (WACC = 6,35%) ed il saggio di crescita di lungo termine di tali flussi (*g rate* = 1,9%, pari alle previsioni di consenso sull'inflazione italiana a lungo termine).

La formula del DCF a due stadi adottata per la stima dell'*EV core* di BEA pertanto è la seguente:

$$EV_{core} = \sum_{t=1}^4 \frac{UFCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{UFCF_{TV \text{ Normalizzato}}}{(1 + WACC)^4} \frac{WACC - g}{WACC - g}$$

dove:

EV_{core} = valore delle attività operative di BEA sulla base *dell'income approach*;

WACC = Costo medio ponderato del capitale stimato mediante il CAPM = 6,35%(cfr. § 3.4);

g = tasso di crescita di lungo termine, assunto pari al 1,9% (g = 1,9%), corrispondente al saggio di inflazione a lungo termine di consenso per l'Italia²². Far coincidere il saggio di crescita con l'inflazione significa considerare nulla la crescita reale. Ciò in coerenza con quanto riportato nel piano di BEA stessa dove è indicato che "L'inceneritore di BEA è caratterizzato da una capacità annua massima pari a ca. 92k ton di rifiuti, valore entro cui si collocano i target di piano che prevedono un incremento dei volumi

²² Fonte: Consensus forecasts, April 13, 2026, pag. 29

gestiti da circa 84,9k ton nel 2025 a circa 89,9k ton nel 2029. Tali livelli risultano coerenti con le performance storiche della Società, sia in termini di dimensionamento che di configurazione di fuel mix”.

$UFCF_t$ = *Unlevered Free Cash-Flows*, flussi di cassa operativi netti di imposta da piano aprile 2026-dicembre 2029.

$UFCF_{TV}$ Normalizzato = flusso di cassa *unlevered* dell'ultimo anno di piano “normalizzato” ai fini della stima del valore terminale. La normalizzazione ha riguardato l'*Ebitda margin* posto pari al 38% in linea con la media dei primi tre anni di piano ed i *capex* che sono stati assunti pari agli ammortamenti, coerentemente con l'ipotesi che il saggio di crescita sia solamente nominale.

Il modello DCF *asset side* utilizzato per BA ha richiesto una verifica con riguardo alla quantità da utilizzare per la stima del valore terminale. Innanzitutto, sono stati stimati gli UFCF rivenienti dal *core business* per tutto il periodo di durata residua della concessione (aprile 2026-2041). Al termine di tale periodo si è fatto uso del maggiore fra il valore di subentro²³ che dovrebbe essere riconosciuto dal subentrante ed il valore del reddito normalizzato di fine concessione capitalizzato ad un saggio pari a (WACC -g). Ciò per verificare se il rinnovo della concessione porterebbe un maggior valore rispetto al

²³ Il termine valore di subentro esprime il valore residuo calcolato ai sensi dell'art. 31 del MTI-4 SII (Arera). La logica dell'articolo è la seguente:

Quando un gestore del servizio idrico integrato (SII) subentra a un altro nella gestione del servizio, il valore residuo del gestore uscente (ossia il valore economico delle attività patrimoniali e delle partite residue non ancora riconosciute in tariffa) viene determinato secondo questo criterio:

a) Valore minimo:

Il valore residuo è calcolato a partire da una stima dei cespiti esistenti al momento del subentro (impianti, infrastrutture, ecc.), considerando:

- l'investimento storico delle immobilizzazioni;
- il loro valore residuo contabile;
- l'effetto degli ammortamenti nel tempo;
- gli eventuali lavori in corso.

Tale valore tiene conto solo degli investimenti realizzati dal gestore uscente e delle variazioni contabili degli anni precedenti.

b) Valore massimo:

Al valore minimo può aggiungersi un valore massimo più elevato che comprende – oltre al valore residuo delle immobilizzazioni:

- eventuali partite pregresse, conguagli o altri costi ammissibili non ancora riconosciuti in tariffa ma autorizzati e ancora da recuperare;
- eventuali oneri di garanzia richiesti dai finanziatori;
- il possibile beneficio fiscale per il gestore uscente relativo a componenti non completamente ammortizzate (ad esempio su alcune voci di fondo nuovi investimenti FoNI per il periodo 2013-2019), nei casi in cui tali componenti non siano state integralmente recuperate tramite ammortamento e la vita utile degli asset non sia ancora cessata.

Ai fini di questa valutazione BA ha prodotto la stima del valore residuo sulla base del valore minimo.

subentro di altro operatore. Quando ricorre questa condizione è più probabile che la concessione sia rinnovata a favore del gestore del SII a partecipazione pubblica²⁴. Il WACC è pari a quanto stimato al paragrafo 3.4 (= 6,0%), mentre il saggio di crescita g è stato posto inferiore al saggio di inflazione di lungo periodo (pari al 55% del tasso di inflazione del 1,9% = 1,045%) sulla base del fatto che il sistema tariffario prevede sempre nel lungo termine una componente di recupero di efficienza (*x-efficiency*) qui stimata nella misura del 45%²⁵ del tasso di inflazione. Ciò sulla base del presupposto che venga riconosciuta una crescita delle tariffe solo di poco superiore al 50% dell'inflazione,

La formula adottata per la stima dell'EV core di BA è la seguente:

$$EV_{core} = \sum_{t=1}^{15} \frac{UFCF_t}{(1+WACC)^t} + \max \left[\frac{\text{Valore di subentro}_{2041}}{wacc - g} \right] \times \frac{1}{(1+wacc)^{15}}$$

Dove:

EV_{core} = valore delle attività operative di BA sulla base *dell'income approach*;

WACC = Costo medio ponderato del capitale stimato mediante il CAPM (cfr. § 3.4);

$UFCF_t$ = *Unlevered Free Cash-Flows*, flussi di cassa operativi di piano 2026-2041 che considera i soli investimenti previsti nel piano d'ambito.

Valore di subentro₂₀₄₁ = valore riconosciuto al termine della concessione dal subentrante²⁶.

$UFCF_{2040-2041}$ = Flusso di cassa medio dell'ultimo biennio di concessione, corrispondente ad un flusso medio normalizzato proiettabile nel lungo termine.

²⁴ L'Ente di Governo dell'Ambito (EGATO) non è obbligato a bandire una gara pubblica, ma piuttosto deve compiere un'analisi motivata che la scelta compiuta (gara o soluzione in house) è: efficiente, economicamente conveniente, coerente con il principio di concorrenza

²⁵ Nel sistema tariffario di ARERA per il servizio idrico nazionale non esiste un "X-efficiency" esplicito nei medesimi termini del *price-cap* tradizionale (cioè una sottrazione fissa di un valore X dall'inflazione come parametro di efficienza atteso a priori). Tuttavia ARERA promuove efficienza nei costi e incentiva performance migliori tramite: benchmark di settore e riconoscimento tariffario differenziato; incentivi per efficienza energetica e ambientale; meccanismi di recupero di scostamenti basati su costi effettivi verso costi medi di riferimento. L'effetto finale è riconducibile ad un sistema *x-efficiency like*. La tabella che segue sintetizza la logica di ricerca di efficienza del sistema tariffario in essere MTI-4 di ARERA.

Elemento	Come viene valorizzato
Efficienza (generale)	Valutazione dei costi ammissibili basata su criteri e parametri di riferimento di settore specifici
Costi energetici	Benchmark di mix teorico + meccanismo di sharing per costi/risparmi
Investimenti	Riconoscimento sulla base di piani e criteri definiti nello schema
Vincolo tariffario	Schemi regolatori e matrici con parametri che tengono conto di costi efficienti
Controllo	Aggiornamenti biennali e verifica dei costi consuntivi

²⁶ Il Valore Residuo (o di subentro) è stato stimato da BA e fornito allo scrivente unitamente al piano 2026-2041 che riflette gli investimenti del Piano d'Ambito.

$1/(wacc - g)$ = fattore di capitalizzazione del flusso di cassa dell'ultimo anno di concessione.

Se i redditi prospettici della concessione capitalizzati al tasso “wacc – g” sono superiori al valore di subentro, allora il Terminal Value coincide con il flusso di cassa capitalizzato, altrimenti con il flusso di subentro.

Una volta ricavato l'*Enterprise Value core delle due società* sulla base del DCF *asset side* è necessario risalire al valore dell'*equity* considerando i cc.dd. *surplus assets*, il patrimonio di terzi (nel nostro caso il 10% della partecipazione in BEAG detenuta dal scio privato) e la posizione finanziaria netta sulla base della seguente formula:

$$Equity\ value = EV_{core} + SA - MI - PFN$$

dove:

SA = *Surplus assets* costituiti da partecipazioni in società non controllate

MI = *Minorities Interest* = patrimonio di terzi

PFN = Posizione finanziaria netta (quando negativa, ossia espressiva di disponibilità liquide nette costituisce un addendo; quando positiva costituisce un minuendo).

Per quanto attiene ai *surplus assets* ed alla posizione finanziaria netta si è fatto uso del valore di bilancio al 31.03.2026. Per quanto attiene invece al patrimonio di terzi è stato necessario effettuare una stima.

Al riguardo il valore delle minoranze in BEAG è stato ricavato su base proporzionale, assumendo una percentuale pari alla media storica (2019-2025) del rapporto fra il reddito di pertinenza delle minoranze BEAG rispetto all'utile complessivo di BEA + BEAG. Il calcolo di tale rapporto (pari al 7,3%) è illustrato nella tabella 22.

Tabella 22. Peso relativo del Reddito netto di terzi sul reddito complessivo BEA + BEAG nel periodo 2019-2025.

<i>dati in euro 000</i>	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
RN Gruppo	2975	1075	3843	10269	7054	2249	2665	
RN Terzi	184	27	338	1117	713	180	237	
RN Totale	3159	1102	4181	11386	7767	2429	2902	Media
RN Terzi/RN Totale	5,8%	2,4%	8,1%	9,8%	9,2%	7,4%	8,2%	7,3%

4.2 La comparazione fra le proiezioni a lungo termine delle due entità

Nella valutazione di BEA e di BA sono stati utilizzati due diversi orizzonti di previsione esplicita (fino al 2029 per BEA e fino al 2041 per BA). Poiché tuttavia ai fini della stima del valore terminale di BEA (= valore attuale dei flussi post 2029) si è fatto uso di un saggio di crescita pari all'inflazione attesa di lungo periodo (1,9%) è possibile ricostruire la dinamica delle voci di Conto economico di BEA oltre il 2029 semplicemente proiettandone una crescita costante del 1,9% annuo per gli anni successivi.

La figura 23 riporta la dinamica dell'Ebitda e del Reddito netto delle due società dal 2019 al 2041 a confronto con la media storica 2019-2025. La tabella 24 riporta i dati su cui è costruito il grafico, oltre ai saggi di crescita (CAGR% 2019/2041) ed al confronto fra il dato relativo al 2041 e rispettivamente l'ultimo dato storico 2025 ed il valore massimo registrato nel periodo 2019/2025.

L'analisi mostra che:

- i saggi di crescita (CAGR% 2019-41) degli Ebitda sono lievemente superiori per BEA (3,7% vs. 3,4%) mentre i saggi di crescita dei redditi netti sono nettamente superiori per BA (5,8% vs. 2,9%);
- Ebitda e Reddito netto al 2041 sono un multiplo dei valori al 2025 per entrambe le società (Ebitda 2041/2025 BA = 1,3x; BEA 1,9x; Reddito netto 2041/2025 BA= 3,2x BEA = 2,1x);
- Ebitda e Reddito netto al 2041 a confronto con il massimo risultato storico del periodo 2019/2025 sono un multiplo per BA (Ebitda 2041/max storico = 1,3x e Reddito netto 2041/max storico = 1,6x) mentre sono una frazione per BEA (Ebitda 2041/max storico = 0,8x e Reddito netto 2041/max storico = 0,5x). Ciò significa che BA storicamente non ha mai conseguito quei valori nel passato più recente (2019-2025), mentre BEA li ha già conseguiti nel passato.

Le diverse *performance* trovano ragione in due principali spiegazioni:

- a) il settore non regolato di BEA che ha comportato una maggiore volatilità storica dei risultati ed ha comportato una maggiore prudenza nella stima dei risultati prospettici comparativamente a quelli storici;
- b) la riduzione di debito finanziario da parte di BA (che passa da una posizione finanziaria netta positiva (debito netto) ad una negativa (disponibilità liquide) sulla base degli investimenti definiti nel Piano d'Ambito, con un importante risparmio di oneri finanziari a beneficio del reddito netto.

Nel complesso l'uso di due diversi orizzonti di previsione esplicita risponde al principio di omogeneità di criteri proprio in quanto i due orizzonti sono riconciliabili fra loro, attraverso il saggio di crescita nominale a lungo termine utilizzato nella stima del valore terminale di BEA (= + 1,9%).

Figura 23. Reddito Netto ed Ebitda di BA e di BEA (2019-2041)

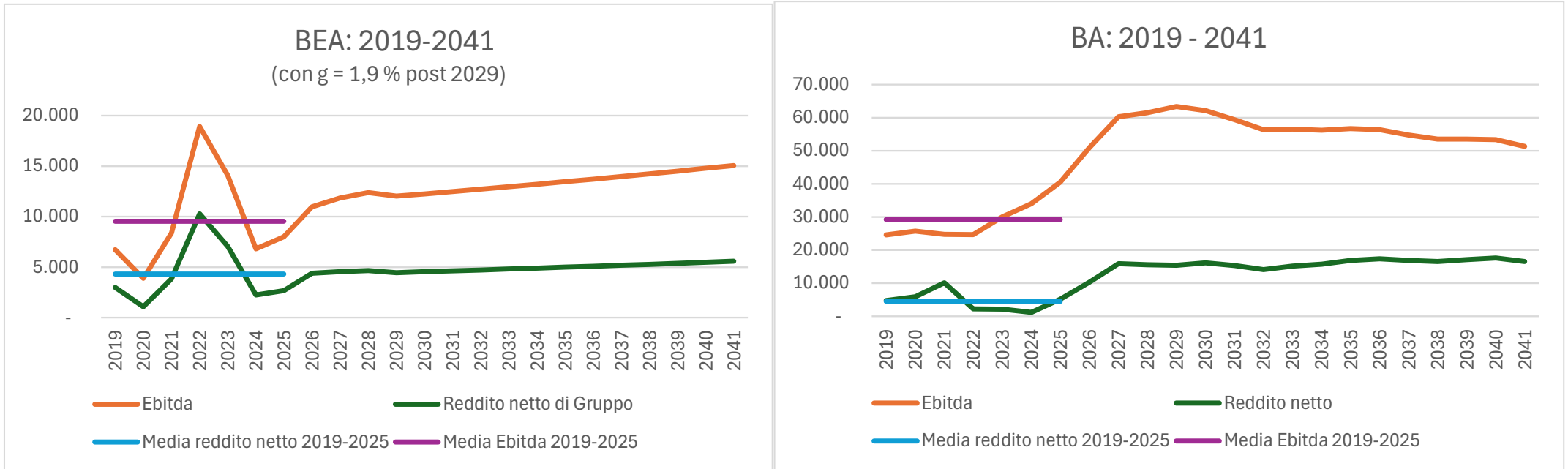


Tabella 24. Reddito netto ed Ebitda di BA e di BEA (2019-2041)

BA

<i>dati in euro 000</i>	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	CAGR%	2041/ 2025	2041/MAX STORICO	
Ebitda	24.535	25.696	24.751	24.641	29.981	34.036	40.542	50.894	60.241	61.486	63.357	62.146	59.395	56.364	56.527	56.230	56.647	56.387	54.765	53.508	53.481	53.351	51.320	3,4%	1,3	1,3	
Reddito netto	4.757	5.823	10.081	2.174	2.075	1.122	5.142	10.249	15.898	15.530	15.397	16.142	15.295	14.069	15.099	15.737	16.820	17.342	16.825	16.532	17.094	17.537	16.542	5,8%	3,2	1,6	
Media reddito netto 2019-2025	4.453																										
Media Ebitda 2019-2025	29.169																										

BEA

g= 1,9%

<i>dati in euro 000</i>	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	CAGR%	2041/ 2025	2041/MAX STORICO	
Ebitda	6.726	3.886	8.376	18.939	14.083	6.808	7.996	10.967	11.852	12.365	12.019	12.247	12.480	12.717	12.959	13.205	13.456	13.712	13.972	14.238	14.508	14.784	15.065	3,7%	1,9	0,8	
Reddito netto di Gruppo	2.975	1.075	3.843	10.269	7.054	2.249	2.665	4.391	4.544	4.658	4.456	4.541	4.627	4.715	4.804	4.896	4.989	5.084	5.180	5.279	5.379	5.481	5.585	2,9%	2,1	0,5	
Media reddito netto 2019-2025	4.304																										
Media Ebitda 2019-2025	9.545																										

4.3 La stima del valore di BA e di BEA

Sulla base:

- dei flussi di piano illustrati al paragrafo 3.3
- delle formule (per la stima dell'*Enterprise Value core* e dell'*Equity Value*) illustrate nel paragrafo 4.1;
- dei tassi di sconto stimati nel paragrafo 3.4;
- e del saggio di crescita a lungo termine la cui ragionevolezza è stata verificata nel paragrafo 4.2;

è possibile stimare il valore intrinseco delle due società, ricordando che i flussi prospettici per il periodo di previsione esplicita fanno uso per entrambe le società di un tasso di inflazione del 2% e di uno stesso tax rate (27,3%).

Le tabelle 25 e 26 illustrano rispettivamente il valore dell'*equity* di BA e di BEA al 31.03.2026.

Con riguardo alla stima del valore di BA va segnalato che:

- ai fini della stima del valore terminale si è fatto uso dell'UFCF dell'ultimo anno di piano 2041 (19.381K euro) capitalizzato al saggio "wacc - g", (6,00% - 1,045% = 4,955%), pari a 391.146K euro (al 2041) in quanto superiore rispetto al valore di subentro stimato da BA in 348.712K euro (sempre al 2041). Il contributo di questo maggiore valore terminale pari a 42.434K euro al 2041 corrisponde in valore attuale ad oggi a 16.949K euro;
- nella stima dei flussi di cassa operativi si è ipotizzato che tutti gli accantonamenti si traducano in uscite monetarie e che pertanto non alimentino fondi rischi;

Sulla base di questi elementi:

- il valore dell'*Enterprise Value core* di BA è pari a 332.113K euro;
- Il valore dell'*equity* di BA risulta pari a 216.234K euro, superiore dello 0,5% rispetto patrimonio netto contabile al 31.03.2026 (pari a 215.260K euro).

Va segnalato che qualora ai fini della stima del valore terminale fosse stato considerato il valore di subentro, il valore dell'*equity* sarebbe pari a 199.284K euro. Pertanto, la stima riflette una prospettiva di redditività superiore a quella che giustifica il valore di subentro, condizione necessaria perché da un lato ci sia un interesse da parte di un subentrante e perché BA possa farsi riconoscere tale valore o con il rinnovo della concessione o con la cessione ad un subentrante.

Tabella 25. Stima dell'equity value di BA

BrianzAcque - In Euro/000	2025A	1°Q 2026	2026E	Apr-Dec																Valore Rimborsato	Capitalizzazione UFCF _{last year}
				2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	2041E		
Valore della Produzione	134.879	34.574	143.364	108.790	155.379	158.527	162.341	161.421	159.564	157.437	158.510	159.133	160.478	161.155	160.478	160.175	161.111	161.952	160.902		
<i>Crescita %</i>	<i>n.a.</i>		6,29%		8,38%	2,03%	2,41%	-0,57%	-1,15%	-1,33%	0,68%	0,39%	0,85%	0,42%	-0,42%	-0,19%	0,58%	0,52%	-0,65%		
- Costi della Produzione	(93.569)	(23.452)	(91.839)	(68.387)	(94.497)	(96.387)	(98.315)	(98.590)	(99.468)	(100.353)	(101.246)	(102.147)	(103.056)	(103.973)	(104.899)	(105.832)	(106.774)	(107.724)	(108.683)		
Margine Operativo Lordo (MOL)	41.310	11.122	51.525	40.403	60.882	62.140	64.026	62.831	60.097	57.084	57.264	56.986	57.422	57.182	55.580	54.343	54.336	54.228	52.218		
- Accantonamenti	(768)	(387)	(630)	(244)	(641)	(655)	(668)	(685)	(702)	(720)	(738)	(756)	(775)	(794)	(814)	(835)	(855)	(877)	(899)		
EBITDA	40.542	10.735	50.894	40.159	60.241	61.486	63.357	62.146	59.395	56.364	56.527	56.230	56.647	56.387	54.765	53.508	53.481	53.351	51.320		
<i>EBITDA Margins</i>	<i>30,06%</i>	<i>31,05%</i>	<i>35,50%</i>	<i>36,91%</i>	<i>38,77%</i>	<i>38,79%</i>	<i>39,03%</i>	<i>38,50%</i>	<i>37,22%</i>	<i>35,80%</i>	<i>35,66%</i>	<i>35,34%</i>	<i>35,30%</i>	<i>34,99%</i>	<i>34,13%</i>	<i>33,41%</i>	<i>33,20%</i>	<i>32,94%</i>	<i>31,90%</i>		
- Ammortamenti	(32.919)	(7.956)	(34.216)	(26.260)	(36.001)	(37.807)	(39.695)	(37.520)	(36.283)	(35.143)	(34.090)	(33.118)	(32.220)	(31.390)	(30.624)	(29.915)	(29.259)	(28.653)	(28.092)		
EBIT	7.623	2.779	16.678	13.899	24.239	23.678	23.662	24.626	23.112	21.222	22.437	23.112	24.427	24.997	24.142	23.593	24.222	24.698	23.227		
<i>EBIT Margins</i>	<i>5,65%</i>	<i>8,04%</i>	<i>11,63%</i>	<i>12,78%</i>	<i>15,60%</i>	<i>14,94%</i>	<i>14,58%</i>	<i>15,26%</i>	<i>14,48%</i>	<i>13,48%</i>	<i>14,15%</i>	<i>14,52%</i>	<i>15,22%</i>	<i>15,51%</i>	<i>15,04%</i>	<i>14,73%</i>	<i>15,03%</i>	<i>15,25%</i>	<i>14,44%</i>		
<i>Tax Rate</i>	<i>27,30%</i>	<i>27,30%</i>	<i>27,30%</i>	<i>27,30%</i>	<i>27,30%</i>	<i>27,30%</i>	<i>27,30%</i>	<i>27,30%</i>	<i>27,30%</i>	<i>27,30%</i>	<i>27,30%</i>	<i>27,30%</i>	<i>27,30%</i>	<i>27,30%</i>	<i>27,30%</i>	<i>27,30%</i>	<i>27,30%</i>	<i>27,30%</i>	<i>27,30%</i>		
- Imposte su EBIT	(2.081)	(759)	(4.553)	(3.794)	(6.617)	(6.464)	(6.460)	(6.723)	(6.309)	(5.794)	(6.125)	(6.310)	(6.669)	(6.824)	(6.591)	(6.441)	(6.613)	(6.743)	(6.341)		
NOPAT	5.542	2.021	12.125	10.105	17.622	17.214	17.202	17.903	16.802	15.428	16.311	16.803	17.758	18.173	17.551	17.152	17.609	17.955	16.886		
+ Ammortamenti		7.956	34.216	26.260	36.001	37.807	39.695	37.520	36.283	35.143	34.090	33.118	32.220	31.390	30.624	29.915	29.259	28.653	28.092		
- ACCN operativo		(12.821)	12.219	25.040	(7.326)	(6.120)	(7.323)	(12.280)	(4.224)	(4.125)	(5.263)	(5.100)	(5.355)	(5.115)	(4.631)	(4.762)	(5.201)	(5.165)	(4.489)		
- Capex		(7.524)	(58.700)	(51.176)	(43.500)	(44.000)	(44.000)	(21.108)	(21.108)	(21.108)	(21.108)	(21.108)	(21.108)	(21.108)	(21.108)	(21.108)	(21.108)	(21.108)	(21.108)		
- ΔFondi Rischi e Oneri		(68)	570	638	(641)	(655)	(668)														
Unlevered Free Cash Flow (UFCF)		(10.437)	430	10.866	2.156	4.247	4.907	22.034	27.753	25.338	24.030	23.712	23.515	23.340	22.435	21.197	20.559	20.335	19.381		
WACC al 31.03.2026	6,00%																				
g rate	1,045%																				
Years to Discount				0,75	1,75	2,75	3,75	4,75	5,75	6,75	7,75	8,75	9,75	10,75	11,75	12,75	13,75	14,75	15,75		
Discount Factor				0,957	0,903	0,852	0,804	0,758	0,715	0,675	0,637	0,601	0,567	0,535	0,504	0,476	0,449	0,423	0,399		
PV(UFCF)				10.402	1.947	3.618	3.944	16.707	19.852	17.098	15.298	14.241	13.323	12.475	11.313	10.084	9.227	8.610	7.741		
SUM[PV(UFCF)]	175.880	53,0%																	156.233		
PV(TV)	156.233	47,0%																			
Enterprise Value	332.113																				
+ Immobilizzazioni Finanziarie			1.443																		
- Fondo TFR			-1.764																		
- Posizione Finanziaria Netta			-115.558																		
Equity Value (ante utile 2025)			216.234																		
Patrimonio netto contabile	215.260																				
P/BV implicito	1,00x																				

Tabella 26. Stima dell'equity value di BEA

BEA - In Euro/000				Apr-Dec				
	2025A	1° Q 2026	2026E	2026E	2027E	2028E	2029E	TV
Valore della Produzione	28.315	8.419	29.858	21.438	31.157	32.105	32.126	32.737
<i>Crescita %</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	5%		4%	3%	0%	2%
- Costi della Produzione	-17.005	-5.214	-16.675	-11.461	-17.089	-17.524	-17.892	-18.231
Margine Operativo Lordo (MOL)	11.311	3.206	13.183	9.977	14.068	14.581	14.235	14.698
- Accantonamenti	-2.216	-554	-2.216	-1.662	-2.216	-2.216	-2.216	-2.258
EBITDA	7.996	2.652	10.967	8.315	11.852	12.365	12.019	12.440
<i>EBITDA Margins</i>	28%	31%	37%	39%	38%	39%	37%	38%
- Ammortamenti	-3.711	-1.006	-4.074	-3.068	-4.788	-5.155	-5.136	-5.233
EBIT	3.949	1.646	6.893	5.247	7.064	7.211	6.883	7.207
<i>EBIT Margins</i>	14%	20%	23%	24%	23%	22%	21%	22%
<i>Tax Rate</i>	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%
- Imposte su EBIT	-1.078	-449	-1.882	-1.432	-1.929	-1.969	-1.879	-1.967
NOPAT	2.871	1.197	5.011	3.814	5.136	5.242	5.004	5.239
+ Ammortamenti		1.006	4.074	3.068	4.788	5.155	5.136	5.233
- Capex		-866	-15.550	-14.684	-10.750	0	-6.000	-5.233
- ΔCCN operativo		2.231	-328	-2.559	-164	-102	41	-184
- ΔFondi Rischi e Oneri (escl. TFR)		554	2.216	1.662	2.216	2.216	2.216	0
Unlevered Free Cash Flow (UFCF)	4.121	-4.577	-8.698	1.226	12.510	6.396	5.055	
WACC	6,26%							
g rate	1,9%							
Years to Discount				0,75	1,75	2,75	3,75	
Discount Factor				0,955	0,899	0,846	0,796	
PV(UFCF)				-8.311	1.102	10.587	5.094	
SUM[PV(UFCF)]	8.472							
Terminal Value (TV)								115.950
PV(TV)	92.339		91,6%					
Enterprise Value core	100.811							
+ Immobilizzazioni Finanziarie	860							
+ Net-Cash	6.184							
- Fondo TFR	-1.160							
Equity Value complessivo	106.694							
- Minoranze Pari al 7,3% Equity complessivo	7.789							per memoria valore contabile 3.320
Equity di gruppo	98.905							
Patrimonio netto contabile di Gruppo al 31.03.2026	68.197							
P/BV implicito	1,45							

Con riguardo alla stima del valore di BEA va segnalato che:

- ai fini della normalizzazione degli UFCF per la stima del valore terminale è stato assunto un Ebitda margin pari al 38% (pari alla media degli *Ebitda margin* dei primi tre anni di piano) ed i capex (investimenti) sono stati posti pari agli ammortamenti in quanto il saggio di crescita nel valore terminale è puramente nominale (inflazione di lungo periodo)
- nella stima dei flussi di cassa operativi si è ipotizzato che tutti gli accantonamenti si traducano in uscite monetarie e che pertanto non alimentino fondi rischi.

Sulla base di questi elementi:

- il valore dell'*Enterprise Value core* di BEA è pari a 100.811K euro e corrisponde ad un multiplo implicito pari a 3,6x il valore della produzione 2025 ed a 12,6 x l'Ebitda 2025 (ma 9,2x l'Ebitda 2026);
- il valore dell'*equity* (quota gruppo) di BEA risulta pari a 98.905 euro, pari a 1,45x il patrimonio netto contabile di Gruppo (68.197K euro).

Dall'analisi emerge che il valore della *combined entity* (prima di considerare le sinergie e le potenzialità dei due business) è pari alla somma dei valori intrinseci dell'*equity* delle due società e corrisponde a (313.244K euro). Conseguentemente il contributo di BA alla *combined entity* corrisponde al 68,6% del valore complessivo e il contributo di BEA corrisponde al 31,4% del valore complessivo²⁷ (tab. 27).

Tabella 27. Contributo delle due entità alla *combined entity* (valori intrinseci)

Prospettiva	Configurazione di valore	Scopo valutazione	dati in euro 000	
Valore stand alone BA Equity	Valore intrinseco	Conferimento	216.234	A
Valore stand alone BEA Equity di gruppo	Valore intrinseco	Aumento di capitale	98.905	B
Combined entity ante sinergie	Valore intrinseco	Rapporto di concambio	315.139	C = A + B
		di cui azionisti BA	68,6%	D = A/C
		di cui azionisti BEA	31,4%	E = B/C

4.4 L'apprezzamento dei profili di rischio della stima

La stima del valore intrinseco si è fondata sui piani delle due entità costruiti sulla base di un medesimo scenario inflattivo e su un medesimo *tax rate*.

I piani presentano un netto miglioramento di performance di BA legato agli incrementi connessi agli incrementi di theta che comportano un progressivo allineamento della tariffa media ponderata al metro

²⁷ La stima del valore dell'*equity* di BA ricavabile assumendo il valore di subentro come valore terminale ridurrebbe il contributo di BA alla *combined entity* al 67%

cubo alla media dei *peers* lombardi. È questa un'assunzione ragionevole, ma presenta elementi di incertezza.

I piani di BEA prevedono il non rinnovo della gara CEM (scadenza al 2027) per lasciare capacità dell'inceneritore per rifiuti speciali (a maggiore redditività). Il peso dei rifiuti speciali passa dal 40% del 2025-2026 al 60% nel 2028-2029. Anche questa è una ipotesi ragionevole, ma presenta elementi di incertezza. Tra l'altro con l'integrazione la logica di servizio ai comuni verrebbe ampliata e sviluppata.

Entrambi i piani sono esposti al prezzo dell'energia (BA sul fronte dei costi, essendo un business energivoro; BEA sul fronte dei ricavi essendo un produttore di energia). Le stime del prezzo dell'energia riflettono la curva *forward*, ma – come è noto – ciò non è di garanzia che i prezzi futuri saranno allineati alla curva *forward* corrente.

Nel complesso questi profili di rischio, considerata la ragionevolezza delle *assumption*, rientrano nel normale rischio di business di cui si è tenuto conto nell'ambito della stima del saggio di sconto.

Infine, l'esito della valutazione, che stima il valore intrinseco dell'equity di BEA in 1,45x il patrimonio netto contabile di Gruppo (BEA + BEAG – minoranze) al 31.03.2026 ed il valore intrinseco dell'equity di BA in 1,00x il patrimonio netto contabile della società al 31.03.2026 è da considerarsi ragionevole sulla base delle performance storiche delle due società e delle prospettive reddituali descritte, così sintetizzabili:

- redditività operativa di BEA superiore al costo del capitale sia in media storica sia prospettica
- redditività operativa di BA inferiore al costo del capitale in media storica e prospettica.

Le analisi di *sensitivity* relativamente al tasso di sconto ed al valore terminale di BA (tabella 28) mostrano come:

- un incremento di 50 bps del wacc ridurrebbe il valore dell'equity di 18,0 mln. di euro (da 216.234K euro a 198.231K euro)
- un decremento di valore recuperabile di 25.000K euro al 2041 ridurrebbe il valore dell'equity di 10,0 mln di euro (da 216.234K euro a 206.248K euro)
- un valore terminale coincidente con il valore di subentro ridurrebbe il valore dell'equity di 17,0 mln. di euro (da 216.234K a 199.284K).

Tabella 28. Analisi di *sensitivity equity value* di BA

		Wacc				
		5,00%	5,50%	6,00%	6,50%	7,00%
Terminal value	348.712	236.543	217.269	199.284	182.493	166.806
	366.146	244.628	224.771	206.248	188.959	172.812
	391.146	256.222	235.529	216.234	198.231	181.425
	416.146	267.815	246.286	226.219	207.503	190.038
	442.874	280.210	257.787	236.895	217.416	199.246

Le analisi di *sensitivity* relativamente al tasso di sconto ed al tasso di crescita *g* nella stima del valore terminale di BEA (Tab. 29) mostrano come:

- un aumento di 50 bps del tasso di sconto ridurrebbe il valore dell'*equity* di 10,3 mln. di euro (da 98.905K euro a 88.570K euro);
- una riduzione del saggio di crescita *g* di 50 bps ridurrebbe il valore dell'*equity* di 8,5 mln. di euro (da 98.905K euro a 90.443K euro).

Tabella 29. Analisi di *sensitivity equity value* di BEA

		Wacc				
		5,26%	5,76%	6,26%	6,76%	7,26%
g rate	0,90%	103.181	92.364	83.560	76.255	70.095
	1,40%	114.323	101.017	90.443	81.838	74.697
	1,90%	128.781	111.912	98.905	88.570	80.157
	2,40%	148.295	126.050	109.560	96.845	86.741
	2,90%	176.077	145.131	123.385	107.265	94.835

V. CONCLUSIONI

Sono stato incaricato da Brianza Energia e Ambiente S.p.A (BEA) e da BrianzAcque s.r.l. (BA) di stimare: il valore di conferimento ex art. 2343 ter c.c. di BA (conferente) in BEA (conferitaria) ed il valore di BEA ante conferimento al fine di stabilire il numero di azioni da consegnare ai soci di BA a seguito dell'aumento di capitale di BEA a servizio del conferimento.

Considerata la finalità della stima, nel rispetto di principi di valutazione generalmente accettati (PIV-Principi Italiani di Valutazione), la configurazione di valore di entrambe le società è il valore intrinseco, che esprime il valore in atto ed esclude ogni potenzialità realizzabile dalle società su base *stand alone* ed ogni sinergia realizzabile con la loro integrazione.

Il criterio di stima di elezione del valore intrinseco è il criterio reddituale. In questa sede è stato utilizzato il DCF-Discounted Cash Flow asset side. Considerato che le due società operano in due settori rispettivamente regolato (BA) e non regolato (BEA) ai fini dell'applicazione del DCF sono stati considerati due diversi orizzonti di previsione esplicita (sino al 2029 per BEA e sino a fine concessione – 2041 – per BA). I flussi prospettici escludono i benefici conseguenti alla realizzazione della terza linea dell'inceneritore per BEA e gli investimenti eccedenti il piano d'Ambito per BA, con ciò esprimendo le prospettive reddituali delle aziende *as is where is*. La ragionevolezza delle previsioni a lungo termine di BA è stata comparata a quella di BEA assumendo per quest'ultima un saggio di crescita dei risultati post 2029 allineato al saggio di inflazione di lungo termine.

Ai fini della stima è stato verificato che le due società non presentassero un profilo di rischio operativo tale da giustificare l'assunzione di un premio per il rischio *size* nel costo del capitale. Conseguentemente il tasso di sconto è stato stimato sulla base del CAPM.

Nella stima del valore terminale di BA si è assunto il maggiore fra il valore residuo (o di subentro) ed il valore ottenuto per capitalizzazione dei flussi di cassa attesi nel biennio 2040-41 (ultimo biennio di concessione). Nella stima del valore terminale di BEA il valore terminale è stato ottenuto per capitalizzazione del flusso di cassa atteso nell'ultimo anno di piano. I saggi di inflazione per la stima del valore terminale sono stati assunti pari al 1,9% per BEA e a 1,045% per BA (sulla base del presupposto che il sistema tariffario preveda nel lungo termine l'inserimento di un meccanismo di *x-efficiency* nella misura del 45% del tasso di inflazione).

Il valore dell'equity di BA al 31.03.2026 è pari a 216.234K euro.

Il valore dell'equity di BEA al 31.03.2026 è pari a 98.905K euro.

Prof. Mauro Bini
Ordinario di Finanza Aziendale
nell'Università L. Bocconi - Milano

Sulla base di questi valori il contributo di BA alla *combined entity* è pari al 68,6% ed il contributo di BEA alla *combined entity* è pari al 31,4%.

Milano, 4 maggio 2026

Prof. Mauro Bini