

Spettabile

Aziende Industriali Municipali Vicenza S.p.A.

Contrà Pedemuro San Biagio, 72,
36100 Vicenza

Alla c.a. dell'Amministratore Unico Dott. Gianfranco Vivian

Milano, 26 giugno 2020

Oggetto: Parere di Congruità

1. Introduzione

Premessa

Con mandato sottoscritto nella forma di scambio di corrispondenza in data 19 febbraio 2020 (l'"**Incarico**"), Equita SIM S.p.A. ("**Equita**") è stata formalmente incaricata da Aziende Industriali Municipali Vicenza S.p.A. ("**AIM**" o la "**Società**"), per assisterla in qualità di consulente finanziario nell'ambito della potenziale integrazione con AGSM Verona S.p.A. ("**AGSM**" e, insieme con AIM, le "**Parti**") finalizzata alla creazione della multiutility del Veneto ("**MuVen**" e, nel complesso, l'"**Operazione**").

Secondo i termini meglio precisati nell'Incarico, Equita è stata altresì incaricata a redigere un parere di congruità (il "**Parere di Congruità**") ad uso e beneficio esclusivo dell'Amministratore Unico di AIM, sulla congruità, dal punto di vista finanziario, relativamente alla partecipazione, espressa in termini percentuali, (la "**Partecipazione**") che il Comune di Vicenza verrà a detenere nella nuova entità MuVen derivante dall'Operazione.

Resta inteso che le determinazioni dell'amministratore unico di AIM, in considerazione della piena autonomia di giudizio e di decisione dello stesso, potranno variare sulla base di ulteriori considerazioni e di elementi contingenti e soggettivi.

Nessuna sezione del Parere di Congruità potrà essere utilizzata disgiuntamente dalle altre e ciascuna di esse dovrà essere considerata solo ed esclusivamente congiuntamente alle altre sezioni della stessa, come un documento unico ed inscindibile. In particolare, le conclusioni esposte nel presente Parere di Congruità si basano sul complesso delle valutazioni in essa contenute e pertanto nessuna di esse può essere utilizzata per finalità differenti, né considerata singolarmente rispetto al contesto nel quale sono formulate né disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

Il Parere di Congruità, in considerazione della sua destinazione e delle sue finalità, non potrà essere distribuito o divulgato, in tutto o in parte, a terzi, o utilizzato per scopi diversi da quelli indicati nello stesso. Equita non assume pertanto alcuna responsabilità, diretta o indiretta, per gli eventuali danni che possano derivare da un non corretto utilizzo delle informazioni contenute nel Parere di Congruità ovvero per un non corretto utilizzo dello stesso.

Equita autorizza peraltro sin da ora l'Amministratore Unico ad includere il presente Parere di Congruità nei propri atti e documenti societari in ottemperanza a quanto previsto dalle disposizioni vigenti e dalla normativa in materia applicabile all'Operazione, come di seguito definita. Qualsiasi diverso utilizzo, in tutto o in parte, del presente Parere di Congruità dovrà essere preventivamente autorizzato per iscritto da Equita, salva l'ipotesi in cui la distribuzione o divulgazione della stessa sia prevista ai sensi di legge ovvero sia espressamente richiesta da una competente autorità di mercato.

Equita è un primario operatore finanziario che offre un'ampia gamma di servizi d'investimento e di servizi accessori, quali ad esempio, servizi di investment banking, consulenza in materia di investimenti,

EQUITA SIM S.p.A.

Capitale Sociale € 26.793.000 - Numero Iscrizione Registro Imprese, Codice Fiscale e P. IVA 10435940159 - Albo Consob n. 67 - Via Filippo Turati 9, 20121 Milano - Tel. +39 02 62.041 - Fax +39 02 29001208 - www.equita.eu
Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento da parte di Equita Group S.p.A.



gestione, negoziazione, ricerca e *corporate broking*, a clientela istituzionale italiana ed estera. In particolare, la Società dichiara di essere al corrente del fatto che Equita, nello svolgimento delle proprie attività ordinarie, alla data di sottoscrizione del Mandato o del presente Parere di Congruità, può aver fornito, fornisce o potrà in futuro fornire servizi finanziari di vario titolo a favore di soggetti coinvolti nell'Operazione (e/o nelle diverse fasi della negoziazione ed esecuzione della stessa) e/o delle Parti e/o dei rispettivi azionisti e/o delle rispettive partecipate e/o di altre società operanti nel medesimo settore di attività. Equita potrebbe inoltre fornire servizi di banca di investimento alla Società in futuro, per i quali si aspetta di ricevere commissioni.

Finalità del presente Parere di Congruità

La valutazione circa la congruità, dal punto di vista finanziario, della Partecipazione è stata effettuata ad uso e beneficio esclusivi dell'Amministratore Unico della Società al fine di fornire elementi di supporto, dati e parametri di riferimento che, unitamente ad altri, siano utili a consentire allo stesso di valutare nella sua piena autonomia di giudizio, la congruità dal punto di vista finanziario della Partecipazione determinata all'interno del Protocollo come di seguito definito. In particolare, il presente Parere di Congruità si basa sull'assunto che (i) si verifichino tutti i presupposti e le condizioni indicate nella bozza di protocollo di fusione condivisa dalle Parti (il "**Protocollo**") e, di conseguenza, (ii) il progetto di fusione che sarà depositato riproduca i termini indicati nel Protocollo.

Fermo restando quanto indicato nella premessa, il presente Parere di Congruità non è finalizzato ad esprimere alcuna considerazione di natura contabile o fiscale né alcuna opinione relativamente al merito strategico o imprenditoriale dell'Operazione. Il Parere di congruità inoltre non esprime alcuna considerazione in merito alla congruità di altri elementi diversi dal valore massimo ritenuto congruo per il Corrispettivo, né costituisce una raccomandazione circa l'opportunità o meno di perfezionare l'Operazione.

2. Descrizione dell'Operazione

Lo scorso dicembre 2019, AIM e AGSM hanno sottoscritto un memorandum d'intesa recante le linee guida dell'integrazione tra le Parti.

A seguito delle negoziazioni intercorse tra le Parti, l'organo di amministrazione di AIM ha approvato la struttura ed i principali termini e condizioni dell'Operazione così come disciplinati nel Protocollo.

L'Operazione prevede che:

- a) prima dell'integrazione, AGSM proceda alla scissione, a favore del Comune di Verona, della partecipazione detenuta da AGSM in Acque Veronesi Scarl, pari al 46,7% della società e della partecipazione detenuta nella Centrale del Mincio pari al 45,0%;
- b) prima dell'integrazione, AIM proceda alla scissione, a favore del Comune di Vicenza, della partecipazione detenuta da AIM nella Centrale del Mincio, pari al 5,0% e della partecipazione detenuta nella società Valore Città AMCPS srl e pari al 100%.

L'Operazione è soggetta, tra le altre, alle seguenti condizioni:

- approvazione del Protocollo di fusione da parte dei consigli comunali del Comune di Vicenza e del Comune di Verona;
- approvazione del progetto di fusione da parte delle assemblee di AIM e AGSM;
- rilascio delle necessarie autorizzazioni, approvazioni o esenzioni, senza imposizioni di condizioni o riserve, da parte dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (Antitrust) e delle altre autorità competenti;
- rilascio da parte delle competenti autorità di ogni nulla osta o autorizzazione preventiva eventualmente richiesta ai sensi di legge per il trasferimento e/o la voltura, a favore di MuVen per effetto della fusione, di tutti gli affidamenti, concessioni e autorizzazioni delle società del Gruppo AIM e del Gruppo AGSM;
- conferma da parte degli esperti designati ex Articolo 2501-sexies cod. civ. della congruità del rapporto di cambio definitivo;
- il mancato verificarsi, fino alla data della stipulazione dell'Atto di Fusione, di un evento pregiudizievole significativo per AIM o AGSM;

- la scissione a favore del Comune di Verona, ovvero ad una società partecipata direttamente o indirettamente dallo stesso, dell'intera partecipazione di AGSM in Acque Veronesi Scarl (46,7%).

Tutto ciò premesso AIM ha comunicato ad Equita che la Partecipazione negoziata tra le Parti è pari al 38,8%.

3. Avvertenze e Documentazione Utilizzata

L'analisi svolta da Equita si è basata (i) sui dati e le informazioni su entrambe le società ricevuti dal management di AIM e dal consulente industriale ovvero (ii) sulle informazioni pubblicamente disponibili. Tali informazioni includono la seguente documentazione (i "Dati"):

- piano industriale *stand alone* di AIM contenuto nel documento «AIM_BP_STANDALONE_20200403 sintesi risultati_INV.xlsx» ricevuto in data 4 aprile 2020;
- piano industriale *stand alone* di AGSM contenuto nel documento «AGSM_BP_STANDALONE_20200403 sintesi risultati_INV.xlsx» ricevuto in data 4 aprile 2020;
- documentazione informativa rispetto alle *assumption* utilizzate dal Consulente Industriale per il Piano industriale *stand alone* di AIM contenute nel documento «20200403_AIM_BP_Assumptions v3.pdf» ricevuto in data 4 aprile 2020;
- documentazione informativa rispetto alle *assumption* utilizzate dal Consulente Industriale per il Piano industriale *stand alone* di AGSM contenute nel documento «20200403_AGSM_BP Assumptions v3.pdf» ricevuto in data 4 aprile 2020;
- documentazione relativa ad AIM condivisa tramite la piattaforma informatica GSuite for Business di Google "Data Room Financial di AIM Vicenza Spa" (la "VDR") il cui accesso è stato fornito ad Equita a partire dal 7 aprile 2020;
- Informazioni relative alle Parti fornite dal Consulente Industriale attraverso la procedura cosiddetta di Q&A;
- ultimi bilanci disponibili di AIM Vicenza S.p.A. e delle società controllate e partecipate, direttamente o indirettamente, dal Gruppo AIM (bilancio di esercizio per gli anni fiscali 2017, 2018 e 2019)
- ultimi bilanci disponibili di AGSM Verona S.p.A. e delle società controllate e partecipate, direttamente o indirettamente, dal Gruppo AGSM (bilancio di esercizio per gli anni fiscali 2017, 2018 e 2019)
- report degli analisti di ricerca relativi a società quotate comparabili alle attività oggetto dell'Operazione
- bilanci, report intermedi, prezzi di mercato e beta di società comparabili
- informazioni pubbliche relative a transazioni comparabili
- Altri dati, documenti diversi ed informazioni forniti nel corso di specifiche riunioni in forma verbale o tramite email in forma scritta dal management delle Parti o dal Consulente Industriale.

Nello svolgimento dell'attività di consulente finanziario nel contesto dell'Operazione e nella redazione del Parere di Congruità Equita ha fatto esclusivamente uso dei Dati, adottando criteri e metodologie proprie di un consulente finanziario indipendente e tenendo conto sia delle particolari caratteristiche delle società oggetto dell'Operazione, sia delle finalità connesse all'Incarico. Il lavoro svolto e le considerazioni riportate nel presente Parere di Congruità devono essere interpretate alla luce delle seguenti considerazioni e limitazioni principali:

1. la valutazione è stata effettuata assumendo come data di riferimento il 31 dicembre 2019 sulla base del meccanismo di aggiustamento prezzo c.d. *Locked Box*;
2. gli advisor finanziari che hanno assistito le Parti hanno svolto un'analisi valutativa analitica prendendo a riferimento le proiezioni finanziarie elaborate per ogni singola società e/o business unit di AIM e AGSM da parte del consulente industriale di nomina congiunta delle Parti (il "Consulente Industriale");

3. la predisposizione dei business plan delle due società su base *stand alone* effettuata da parte del consulente industriale, si basa, ove possibile, su ipotesi di stima omogenee e in continuità con l'andamento storico;
4. sono state prese in considerazione le peculiarità di quei business che, per loro natura, non possono essere portati in continuità, ed in particolare:
 - a. nel caso delle attività relative alla generazione da fonti rinnovabili o alle discariche sono state elaborate dal Consulente Industriale proiezioni esplicitate fino al termine della vita utile definita per tali attività;
 - b. nel caso delle attività relative alla distribuzione gas, è stata presa in considerazione la discontinuità relativa alle imminenti gare d'ambito che potranno modificare anche in maniera significativa l'attuale configurazione delle società di reti;
5. l'Incarico conferito a Equita non ha comportato lo svolgimento di alcuna attività di revisione contabile dei dati delle società oggetto dell'Operazione, né verifiche di natura tecnica, fiscale, previdenziale, commerciale, legale, regolamentare, amministrativa o connesse a problematiche di tipo ambientale;
6. Equita ha assunto che tutte le autorizzazioni e approvazioni governative, regolamentari o di altra natura necessarie per l'esecuzione dell'Operazione saranno ottenute senza alcun impatto negativo per le Parti.
7. Equita ha fatto esclusivo e pieno affidamento sulla veridicità, correttezza, accuratezza, aggiornamento e completezza dei Dati (come di seguito definiti) ad essa forniti ai fini dello svolgimento dell'Incarico, senza procedere ad alcuna verifica autonoma e/o indipendente degli stessi. Equita non è pertanto in grado di esprimere alcun giudizio, né si assume alcuna responsabilità, circa la veridicità, la correttezza, l'accuratezza, l'aggiornamento e la completezza dei Dati contenuti e/o riflessi nel presente Parere di Congruità, dei dati contenuti nei documenti economico-finanziari storici e prospettici, né degli altri elementi conoscitivi utilizzati ai fini della valutazione, la cui attendibilità potrebbe variare qualora dovesse emergere la non veridicità, correttezza, accuratezza, aggiornamento e completezza, anche solo parziale, dei Dati forniti alla, ed utilizzati dalla, Società ai fini dello svolgimento dell'Incarico. L'attendibilità del Parere di Congruità potrebbe dunque venire meno qualora dovesse emergere la non veridicità, correttezza, accuratezza, aggiornamento e completezza, anche solo parziale, dei Dati forniti ed utilizzati da Equita, nonché di tutti gli altri dati e informazioni di mercato utilizzati per l'analisi da parte di Equita, rispetto al quale Equita non assume alcuna responsabilità.

Il presente Parere di Congruità si basa necessariamente anche sulle condizioni economiche, di mercato ed altre condizioni esistenti e valutabili fino alla data di redazione della stessa. In particolare, Equita ha assunto che eventuali rischi contabili/fiscali e legali siano stati completamente rappresentati nei Dati forniti e pertanto non è stata considerata la possibilità che si verifichino eventi che abbiano effetti economici sull'Operazione.

Resta inoltre inteso che successivi sviluppi potrebbero influenzare le conclusioni espresse nel presente Parere di Congruità, fermo restando che non è previsto alcun obbligo di Equita di aggiornare il presente parere, rivederlo o modificarlo sulla base di circostanze od eventi successivi alla data di rilascio dello stesso. Equita non assume, inoltre, alcuna responsabilità in ordine ad eventuali carenze o difetti delle analisi o delle conclusioni espresse nel Parere di Congruità dipendenti dall'intervallo temporale tra la data del Parere di Congruità stesso e quella in cui l'Operazione sarà efficace.

Le variazioni di altri fattori ovvero il verificarsi di altri eventi successivi alla data di redazione del Parere di Congruità potrebbero influenzare il valore delle società oggetto dell'Operazione sia prima che dopo il completamento dell'Operazione, tra cui a titolo esemplificativo:

- mutamenti nei tassi di interesse prevalenti;
- cambiamenti relativi all'attuale mercato dei capitali;
- il verificarsi di cambiamenti in relazione alle condizioni finanziarie, alle singole attività, a specifiche operazioni straordinarie o alle prospettive future;
- qualsiasi azione promossa o restrizione imposta da enti statali o governativi o autorità di regolamentazione e vigilanza, incluse variazioni del quadro regolatorio del settore;
- la mancata realizzazione dell'Operazione in base a termini e tempi previsti.

4. Metodologie di valutazione

L'individuazione delle metodologie da applicare nel processo di valutazione viene effettuata in base alle caratteristiche delle attività oggetto dell'Operazione, nonché della tipologia di operazione e della finalità della valutazione stessa.

Le metodologie prescelte devono essere considerate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. L'analisi dei risultati ottenuti con ciascuna metodologia in modo indipendente, e non alla luce del rapporto di complementarietà che si crea con gli altri criteri, comporta infatti la perdita di significatività del processo di valutazione stesso.

Ai fini dell'elaborazione del presente Parere di Congruità, si è fatto riferimento a principi valutativi largamente diffusi nella prassi nazionale ed internazionale con riferimento a valutazioni redatte nell'ambito di operazioni di fusione. In particolare, in considerazione dello scopo delle valutazioni, si è privilegiato il principio della sostanziale omogeneità dei criteri applicati, allo scopo di ottenere valori significativamente paragonabili ai fini della determinazione del valore della Partecipazione.

Secondo la migliore prassi valutativa, gli esercizi valutativi sono stati condotti secondo i seguenti principi metodologici:

- stime di valore relativo: nell'ambito di un'operazione di fusione, le valutazioni sottostanti al Parere di Congruità non sono finalizzate alla determinazione dei valori economici assoluti delle società interessate all'Operazione, quanto all'ottenimento di valori tra loro confrontabili al fine di esprimere un parere sul rapporto di cambio; pertanto, è stato seguito il principio di omogeneità relativa e confrontabilità dei criteri di valutazione applicati. Le valutazioni alla base del Parere di Congruità, pertanto, assumono significato nel loro profilo relativo e non possono essere considerate rappresentative di una valutazione assoluta e a sé stante di AIM e/o di AGSM;
- ottica cd. "stand-alone": in linea con la prassi nell'ambito di un'operazione di fusione, l'analisi è stata condotta considerando AIM e AGSM in ottica cd. *stand-alone*, ossia senza tener conto di eventuali sinergie o altri effetti derivanti dall'Operazione. AIM e AGSM sono state altresì considerate in condizioni di normale funzionamento, in ipotesi di continuità aziendale e autonomia operativa, senza sostanziali mutamenti di gestione dovuti all'Operazione. Ai fini della predisposizione del presente Parere di Congruità, pertanto sono state analizzate le metodologie di seguito evidenziate:
- la metodologia della Somma delle Parti (c.d. *Sum of the Parts* o "SOTP") attraverso la quale è stata effettuata una valutazione separata delle singole società/business adottando il metodo dei Flussi di Cassa Attualizzati (c.d. *Discounted Cash Flow* o "DCF");
- la metodologia dei multipli di transazioni comparabili di società operanti nel medesimo settore di attività di AIM e AGSM ("Multipli di Transazioni Comparabili");
- la metodologia dei multipli di borsa di società comparabili operanti nel medesimo settore di attività di AIM e AGSM ("Multipli di Mercato").

Le metodologie del DCF e dell'Analisi sono state utilizzate quali metodologie di riferimento.

Tali metodologie risultano essere quelle maggiormente utilizzate nell'ambito della valutazione delle società *multi-utility*, come per il caso di AIM e AGSM. La Somma delle Parti è stata considerata la metodologia di riferimento. Quali metodologie di controllo è stato fatto riferimento alla metodologia dei multipli di Transazioni Comparabili e alla metodologia dei Multipli di Borsa.

Il metodo della Somma delle Parti

L'analisi SOTP consiste nel valutare separatamente ciascuna società e/o business unit e/o asset il cui valore deve essere stimato utilizzando la metodologia di valutazione e/o metrica più appropriata per ciascuna società e/o business unit considerando il profilo di rischio specifico.

In particolare, l'analisi è stata effettuata prevalentemente attualizzando i flussi di cassa stimati sulla base delle proiezioni finanziarie contenute nel business plan di AIM e AGSM forniti dal Consulente Industriale delle Parti (DCF) e, in casi specifici, sulla base dei multipli di transazioni comparabili (EBITDA, Valore Industriale Residuo, RAB).

I flussi di cassa derivanti dal business plan delle società sono stati scontati ad un tasso di sconto che riflette il costo medio ponderato delle risorse finanziarie (mezzi propri e di terzi) dell'azienda a fronte del capitale investito, sulla base del grado di rischio dell'investimento stesso.

Il metodo dei Multipli di Transazioni Comparabili

La metodologia dei multipli di transazioni comparabili consiste nell'applicazione alla società oggetto di valutazione di multipli calcolati sulla base di valori di transazioni comparabili a taluni parametri operativi, reddituali, finanziari e patrimoniali delle società oggetto dell'Operazione. Nel caso in oggetto è stato utilizzato il multiplo Enterprise Value/EBITDA in linea con la prassi di mercato per società operanti nel medesimo settore di attività.

Nel caso di specie il campione utilizzato è costituito da transazioni comparabili aventi ad oggetto società operanti nel settore *multi-utility*. La confrontabilità con le società e l'applicabilità di tale metodologia risulta in ogni caso limitata a causa di: (i) specificità delle singole società oggetto di acquisizione, in particolare dovute al livello di sinergie raggiungibili in caso di operazioni di aggregazione di dimensioni strategiche; (ii) numero limitato di recenti transazioni precedenti nel settore. Inoltre, è importante considerare che i termini economici delle transazioni comparabili sono strettamente connessi e influenzati da termini e condizioni contrattuali negoziati dalle parti.

Il metodo dei Multipli di Mercato

La metodologia dei Multipli di Mercato si basa sull'analisi delle quotazioni di Borsa di società comparabili, raffrontate a determinati parametri economici attesi delle stesse. Nel caso in oggetto è stato fatto riferimento al multiplo Enterprise Value/EBITDA in linea con la prassi di mercato per società operanti nel medesimo settore di attività, prendendo come riferimento altre società multi-utility quotate operanti in Italia.

L'applicabilità di tale metodologia risulta limitata a causa dell'influenza dello scenario macroeconomico sulle prospettive di redditività di lungo termine delle società comparabili quotate analizzate, dal business model, dal livello di liquidità dei titoli, ecc..

5. Conclusioni

In considerazione dei Dati, sull'elaborazione dei quali si fonda il presente Parere di Congruità, e dei risultati espressi dal complesso dei metodi di valutazione utilizzati, nonché delle finalità per le quali il Mandato è stato conferito secondo i termini nello stesso indicati, Equita, alla data del presente Parere di Congruità, sulla base e condizionatamente a quanto sopra esposto, ritiene congrua da un punto di vista finanziario per AIM la Partecipazione pari al 38,8%.

Equita SIM S.p.A.

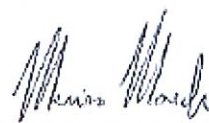


Carlo Andrea Volpe

Co-Head of Investment Banking

Head of Corporate Advisory

Equita SIM S.p.A.



Marino Marchi

Investment Banking

Director M&A

Equita SIM S.p.A.