



# AMGA Legnano SpA

*Assistenza professionale nell'ambito della determinazione del Fair Value del 100% del capitale di Aemme Linea Ambiente Srl*





## WARNING

**Messaggio importante rivolto a qualsiasi persona non autorizzata da PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l. ad avere accesso a questo Documento**

Chiunque non sia espressamente indicato come destinatario del presente documento (“Documento”) o che non abbia concordato per iscritto con PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l. i termini e le condizioni di utilizzo del Documento e/o delle informazioni in esso contenute (di seguito “Soggetto Non Autorizzato”) non è autorizzato ad accedere e/o leggere e/o utilizzare in alcun modo, in tutto e/o in parte, il Documento.

Qualsiasi persona non autorizzata che legge questo Documento con la presente accetta e riconosce espressamente quanto segue:

1. il lavoro svolto da PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l. in base al quale è stato redatto il Documento, è stato condotto secondo le istruzioni fornite dal destinatario del Documento, nel suo esclusivo interesse e per suo esclusivo uso;
2. il Documento è stato redatto sulla base delle informazioni fornite dal suo destinatario e, pertanto, potrebbe non contenere informazioni e/o non essere stato redatto secondo le modalità ritenute necessarie ai fini del Soggetto Non Autorizzato;
3. l'accesso, la lettura, il possesso e/o l'utilizzo in qualsiasi modo, in tutto e/o in parte, del Documento da parte del Soggetto Non Autorizzato non crea alcun rapporto contrattuale con PricewaterhouseCoopers Business Services Srl. Il Soggetto Non Autorizzato non può fare riferimento o citare il Documento, in tutto e/o in parte, in qualsiasi documento di qualsiasi natura, pubblico o privato, o divulgarne il contenuto, senza il preventivo consenso scritto di PricewaterhouseCoopers Business Services Srl
4. PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l. i suoi soci, dipendenti e consulenti non assumono alcuna responsabilità nei confronti del Soggetto Non Autorizzato in relazione alla Segnalazione e/o alle informazioni in essa contenute e, pertanto, non saranno responsabili di alcuna perdita, danno o spesa di qualsiasi natura, derivante dall'utilizzo del Documento e/o delle informazioni in essa contenute da parte del Soggetto Non Autorizzato, o che siano in qualsiasi modo conseguenza dell'accesso al Documento.



**Andrea Rizzardi**

Deals | Partner

M: +39 348 250 3370

andrea.rizzardi@pwc.com

**Martina Cotta Ramusino**

Deals | Senior Manager

M: +39 348 7120858

martina.cotta.ramusino@pwc.com

**PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l.**

Piazza Tre Torri, 2, 20145 Milano (Italy)

Tel: 02 725091 Cap. Soc. 100.000,00 Euro i.v. | C.F.

e P.IVA e Iscrizione al Reg. Imp. Milano N.

06234620968

[www.pwc.com/it](http://www.pwc.com/it)



Amga Legnano S.p.A.  
Via Per Busto Arsizio, 53  
20025 Legnano (MI)

CONFIDENTIAL

Milano, 25 febbraio 2025

**Oggetto: Assistenza professionale nell'ambito della determinazione del fair value del 100% del capitale di una partecipata operante nel settore del trasporto di rifiuti**

Egregi Signori,

Con riferimento alla nostra lettera di incarico datata 10 dicembre 2024 (la "Lettera d'Incarico"), presentiamo la nostra relazione ("Relazione" o "Documento") contenente le nostre analisi valutative svolte aventi ad oggetto la determinazione del Fair Value del 100% del capitale di Aemme Linea Ambiente Srl ("ALA" o la "Società" o la "Partecipata").

Vi invitiamo a leggere quanto riportato nella Sezione «*At a Glance*» in relazione allo scopo e alla modalità di svolgimento del nostro lavoro.

Cordiali saluti,

*PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l.*

**Andrea Rizzardi**

*Partner*

Strictly private and confidential

# At a Glance

## Contesto

Siamo stati informati da AMGA Legnano S.p.A. (il “Cliente” o il “AMGA”) che è attualmente in fase di valutazione un’operazione di possibile cessione (la “Potenziale Operazione”) di una quota detenuta in Aemme Linea Ambiente S.r.l (“ALA” o la “Partecipata”) operante nel settore del trasporto di rifiuti.

In tale ambito, Amga ha affidato a PricewaterhouseCoopers Business Services Srl, struttura di *Corporate Finance* (“PwC” o “PwC CF”), l’incarico di determinare il Fair Value del 100% del capitale della Partecipata (i “Servizi”).

Le conclusioni dell’incarico saranno utilizzati dal Cliente come una delle informazioni di supporto nell’ambito della Potenziale Operazione.

Lo svolgimento dei Servizi non determina alcun coinvolgimento di PwC nella gestione e nell’attività della Società né nelle decisioni del Cliente in merito alla convenienza o fattibilità della Potenziale Operazione.

## Fair Value

Nello svolgimento dei Servizi, si è fatto riferimento alla nozione di *Fair Value*, inteso come il corrispettivo al quale un’attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti” (IFRS 13) ed è coerente con il concetto di valore di mercato (ovvero il *market value* definito dagli “*International Valuation Standards*”).

## Data di Riferimento

La data di riferimento della valutazione è il 31 Dicembre 2024 (la “Data di Riferimento”), data a cui si riferisce l’ultima situazione economico-patrimoniale della Partecipata.

Non sono stati portati a nostra conoscenza eventi successivi a tale data che abbiano un impatto rilevante sulle conclusioni del nostro lavoro.

## Fonti di Informazione

Nella predisposizione del Documento, abbiamo utilizzato una pluralità di informazioni così come richiamato nel corso del Documento (si rimanda alla sezione Allegati).

Inoltre, abbiamo ottenuto una conferma scritta che le informazioni forniteci sono complete ed esaustive e che il Management non possiede ulteriori informazioni significative per il nostro lavoro, che non ci siano state presentate e discusse.



# 01 | Focus sulla Partecipata



# Overview della Partecipata

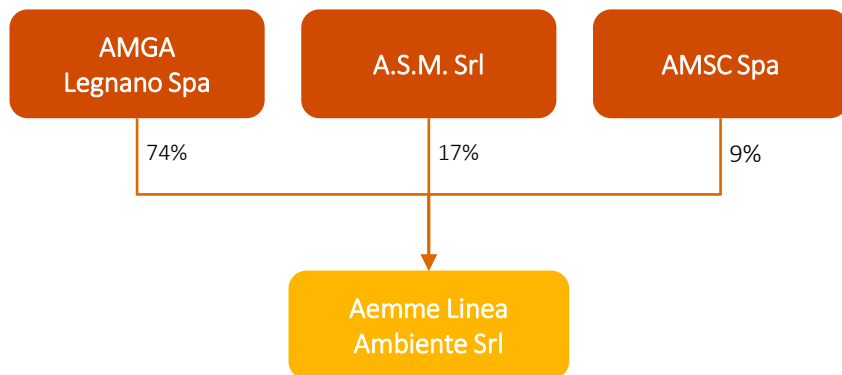
## La Partecipata

Attiva dal 1° marzo 2010, **ALA** è una società del Gruppo AMGA, creata attraverso il trasferimento delle divisioni aziendali dedicate ai servizi di igiene ambientale di AMGA Legnano SPA, ASM Magenta e AMSC Gallarate. ALA, ha consolidato nel tempo la propria posizione all'interno del mercato nella Provincia di Milano, grazie alla qualità dei servizi erogati e la cura verso le necessità dei territori serviti.

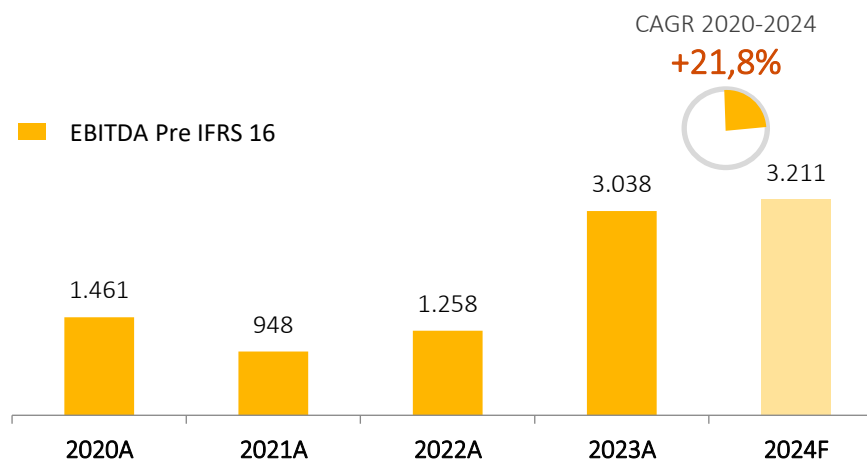
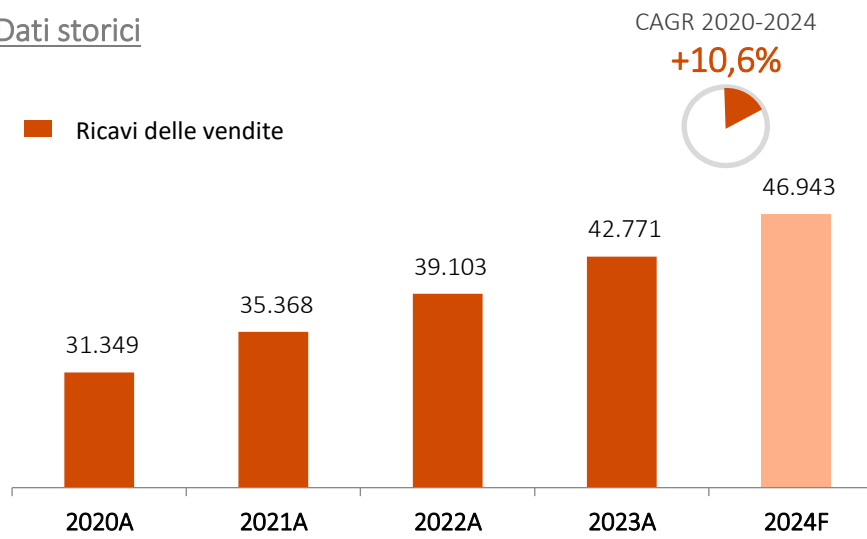
ALA ha cinque sedi operative a Legnano, Busto Garolfo, Magenta, Cornaredo e Gallarate, 362 dipendenti tra personale operativo e tecnico e oltre 300 mezzi a basso impatto ambientale.

Le attività di raccolta dei rifiuti svolte dalla Partecipata sono gestite tramite la sottoscrizione con i Comuni di contratti di servizio pluriennali.

## Assetto Societario



## Dati storici



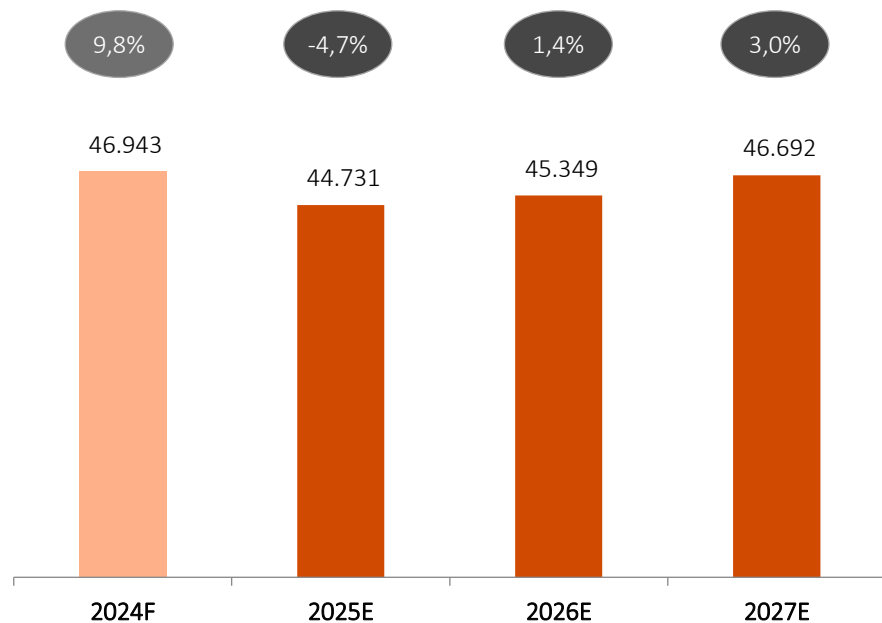
## Overview dei target di Piano

Di seguito sono riportati i principali *target* economico-patrimoniali derivanti dal Piano Industriale di ALA relativo al periodo 2025-2027 (il "Piano") approvato in data 29 novembre 2024.

### Ricavi

La significativa crescita dei ricavi 2024 deriva dall'acquisizione di nuovi contratti con i comuni. Segnaliamo che il Piano, prudenzialmente non prevede l'acquisizione di nuovi contratti. Il Management ha inoltre prudenzialmente ipotizzato una riduzione dei ricavi da intermediazione destinati all'impianto di Neutalia per il 2025 alla luce delle attività avviata dagli altri soci di Neutalia.

#### YoY Growth

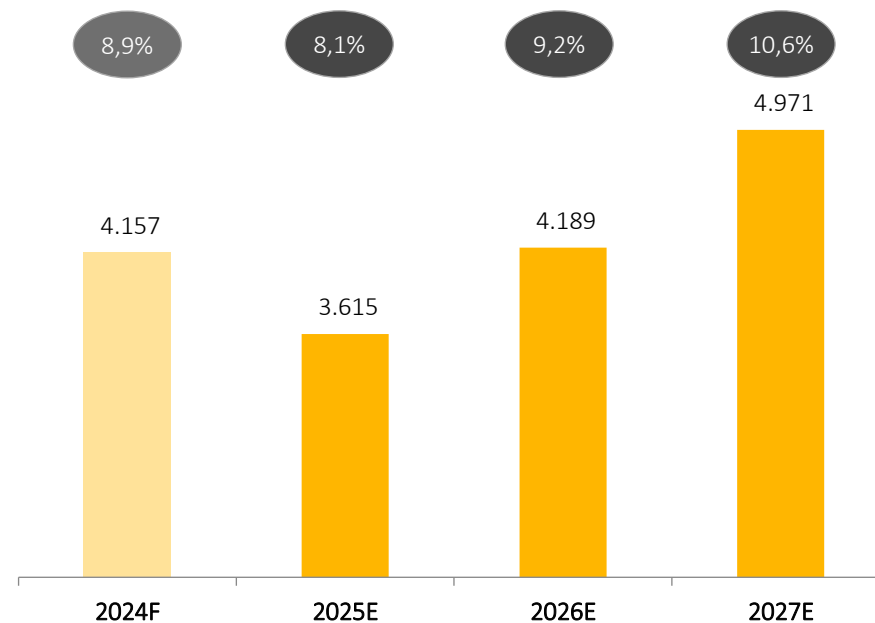


Source: Management data

### EBITDA

I margini operativi nel 2025 si prevedono in lieve riduzione rispetto al 2024 principalmente per effetto di aumenti dei costi di smaltimento e dei costi del personale operativo. Dal 2026 il Piano prevede un miglioramento dei margini grazie ad azioni di efficientamento quali riduzione dei costi di manutenzione dei mezzi e una riduzione dei prezzi di smaltimento applicati da Neutalia.

#### % Ricavi

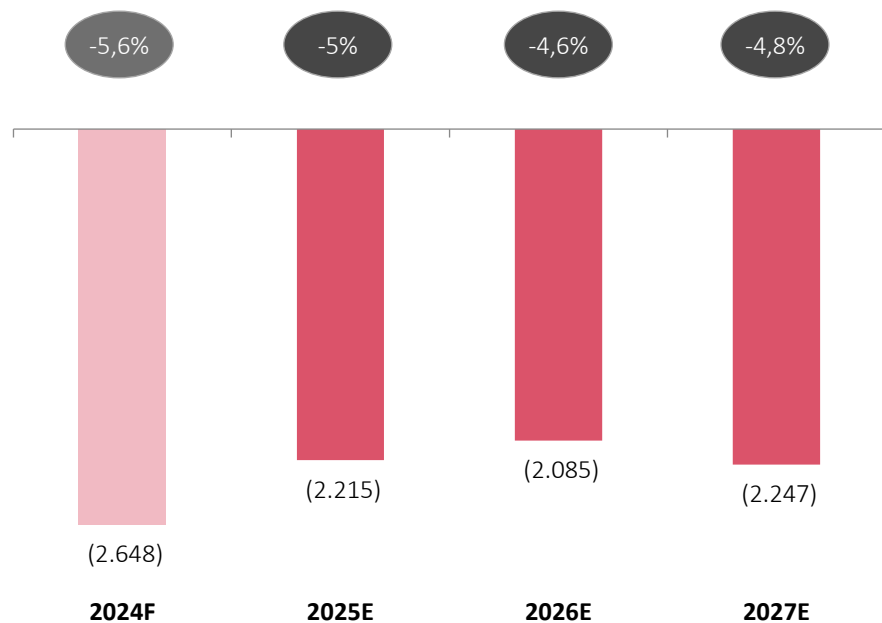


## Overview dei target di Piano

### Capitale Circolante Netto

Il Capitale Circolante Netto di Piano, in linea con quanto storicamente osservato, risulta negativo a causa di un'eccedenza di debiti operativi, tra i quali i debiti verso il personale, rispetto ai crediti commerciali. I dati di Piano mostrano nel complesso una lieve riduzione dell'incidenza del Capitale Circolante Netto sui ricavi in linea con il *trend* di complessivo efficientamento.

#### % Ricavi



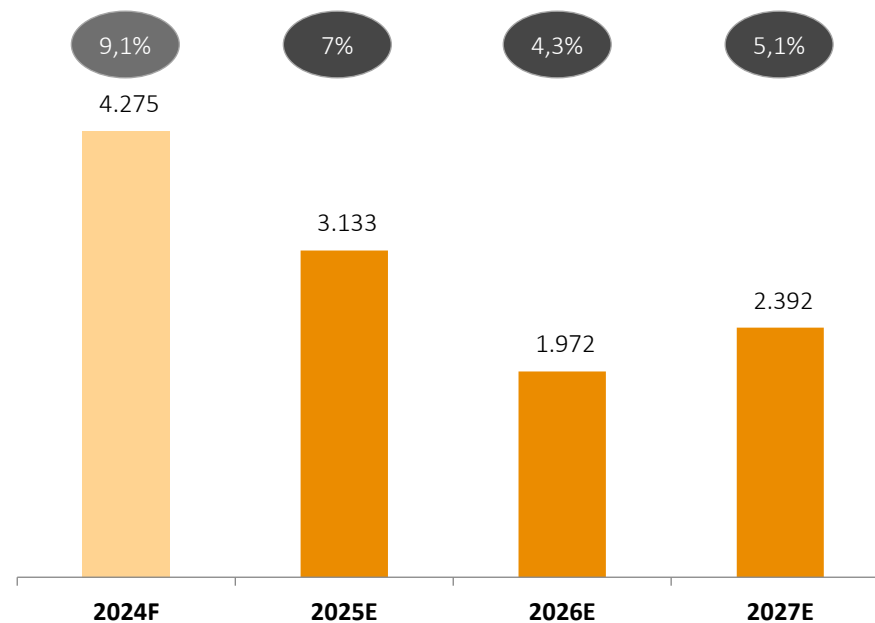
Source: Management data

### CAPEX

Le *capex* includono sia investimenti in *asset* di proprietà, sia i rinnovi degli *asset* in *leasing*, rappresentati principalmente dai mezzi.

Segnaliamo che gli investimenti sotto rappresentati sono stati ricalcolati sulla base del capitale investito regolatorio (RAB), fornitoci dal Management.

#### % Ricavi







## 02 | Approccio Metodologico



# Selezione della metodologia valutativa

## Metodologie valutative

Gli approcci di valutazione generalmente applicati ai fini della stima del valore delle aziende, qualunque sia la configurazione di valore ricercata, sono rappresentati dai seguenti metodi:

Market Approach	Income Approach	Asset-based Approach
<p>Sulla base di un confronto con aziende e transazioni identiche o simili sul mercato:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Market Multiples</li> <li>Transaction Multiples</li> </ul>	<p>Valore attuale netto dei flussi di cassa o dei flussi di reddito attesi dal possesso dell'attività:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Discounted Cash Flow Method (DCF)</li> <li>Income Method</li> </ul>	<p>Definire il valore delle singole attività e passività dell'azienda al suo valore di mercato:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Metodo Patrimoniale Semplice</li> <li>Metodo Patrimoniale Complesso</li> </ul>






## Metodologie valutative selezionate

METODOLOGIA	KEY DRIVER	RILEVANZA	APPLICABILITÀ
DISCOUNTED CASH FLOWS (Unlevered)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Flussi di cassa previsionali per il periodo 2025-2027</li> </ul>		 Metodo principale
MULTIPLI DI TRANSAZIONE	<ul style="list-style-type: none"> <li>Multipli EV/EBITDA rilevati su un panel di operazioni di M&amp;A su società operanti nel settore della raccolta dei rifiuti</li> </ul>		 Metodo di controllo

# Applicazione del Discounted Cash Flow

## Principali Assunzioni

Ai fini della stima del valore di ALA si è fatto riferimento, quale metodologia principale, al metodo dei flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash flows* o “DCF”) nella sua versione *Unlevered*. Si riepilogano di seguito le principali assunzioni:

Data di Valutazione		La Data di Riferimento delle analisi valutative è il 31 dicembre 2024.	
Dati Prospettici 2025-2027		Basati sul Piano elaborate dal <i>management</i> di ALA per il periodo 2025-2027.	
Tax rate		Pari all'aliquota fiscale italiana sui redditi da impresa (IRES + IRAP).	28,2%
WACC		Individuato sulla base di un <i>panel</i> di società comparabili quotate e include un premio dimensionale. I dettagli del calcolo sono rappresentati nella sezione Allegati.	8,5%
Terminal Value		<p>Il <i>Terminal Value</i> è stato determinato sulla base delle seguenti assunzioni:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ <b>tasso di crescita di lungo periodo</b> pari all'1,5%, lievemente inferiore rispetto alle stime di crescita di lungo termine relative all'Italia desunte dalla <i>release</i> di ottobre 2024 del <i>World Economic Outlook</i> (fonte: Fondo Monetario Internazionale);</li><li>▪ <b>Ebitda %</b> pari alla media degli anni di Piano;</li><li>▪ <b>Investimenti</b> stimati sulla base del <i>Capex/Sales Ratio</i> dell'ultimo anno di previsione esplicita;</li><li>▪ <b>Ammortamenti</b> pari al 75% degli investimenti nell'ipotesi di una conversione, nel lungo periodo, del rendimento del capitale investito al costo medio ponderato del capitale (WACC).</li></ul>	

# Valutazione della Partecipazione

## Valuation Summary

DCF (€/000)	2024A	2025E	2026E	2027E	TV
Sales	46,943	44,731	45,349	46,692	47,392
YoY %		(4.7%)	1.4%	3.0%	1.5%
<b>EBITDA</b>	<b>4,157</b>	<b>3,615</b>	<b>4,189</b>	<b>4,971</b>	<b>4,418</b>
EBITDA %	8.9%	8.1%	9.2%	10.6%	9.3%
D&A	(1,114)	(1,380)	(1,558)	(1,679)	(1,896)
<b>EBIT</b>	<b>3,043</b>	<b>2,236</b>	<b>2,631</b>	<b>3,293</b>	<b>2,522</b>
On total sales %	6.5%	5.0%	5.8%	7.1%	5.3%
Income Taxes	(858)	(631)	(742)	(929)	(711)
<b>NOPAT</b>	<b>2,185</b>	<b>1,605</b>	<b>1,889</b>	<b>2,364</b>	<b>1,811</b>
On total sales %	4.7%	3.6%	4.2%	5.1%	3.8%
D&A add-back		1,380	1,558	1,679	1,896
Δ NWC		(433)	(130)	161	
Capex (capitale regolatorio)		(3,242)	(1,862)	(2,491)	(2,528)
Capex on sales %		(7.2%)	(4.1%)	(5.3%)	(5.3%)
Δ Fondi		-	-	-	
<b>FCF</b>		<b>(689)</b>	<b>1,455</b>	<b>1,713</b>	<b>1,179</b>

Nota<sup>1</sup>: L'Enterprise Value è stato rettificato al fine di includere il valore attuale, al netto dell'effetto fiscale, dell'assorbimento (previsto dal Management per gli anni 2026 e 2027 al quale è stata assegnata una probabilità di accadimento del 50% da parte del Management) della componente di conguaglio maturata al 31/12/2024, relativa ai costi delle annualità pregresse che non sono stati compresi nelle entrate tariffarie degli anni precedenti a causa del raggiungimento del limite alla crescita fissato dall'Ente territorialmente competente nell'ambito del Metodo Tariffario Rifiuti (MTR-2).

Source: Management data, analisi PwC

€/000	
<b>Σ of Discounted FCF</b>	<b>2.021</b>
Terminal flow	1.179
Undiscounted TV	16.772
<b>Terminal Value</b>	<b>13.669</b>
Aggiustamento crediti YE 2024	(755)
Conguaglio costi <sup>1</sup>	418
<b>Enterprise Value</b>	<b>15.353</b>
Meno: Debito per TFR	1.057
Meno/Più: PFN	(242)
Crediti/debiti Intercompany	(2.825)
Più: Immobilizzazioni Finanziarie	(80)
<b>Bridge to Equity</b>	<b>(2.090)</b>
<b>Equity value</b>	<b>17.443</b>

### Sensitivity su Enterprise Value

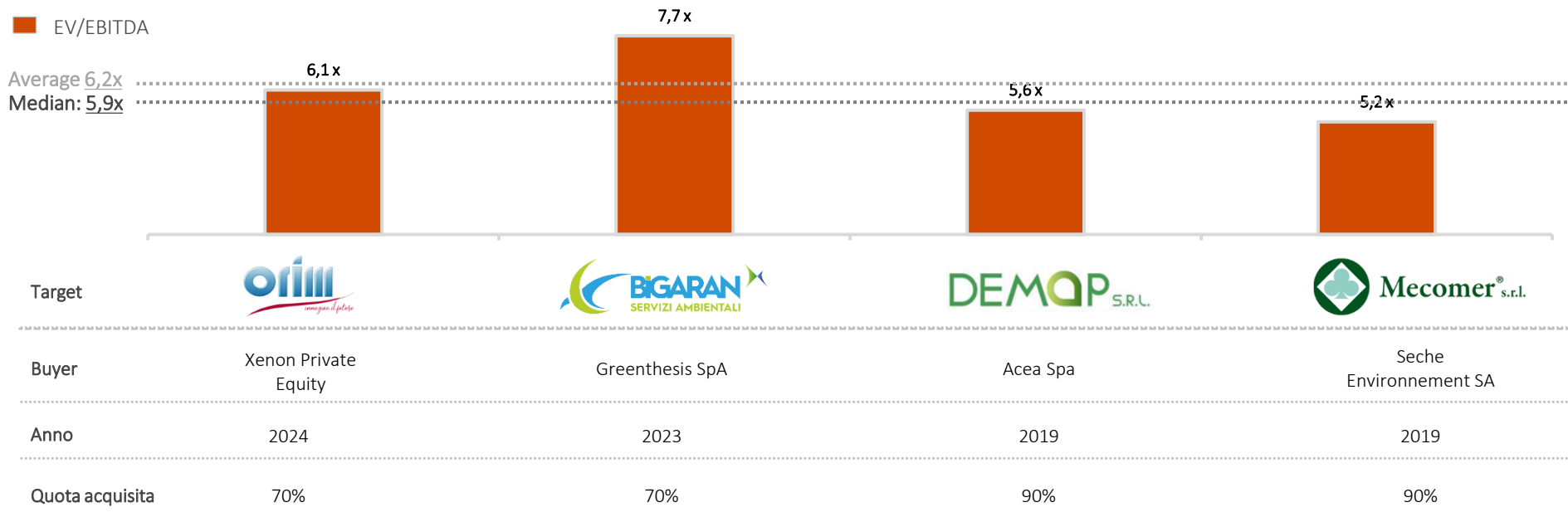
		WACC		
		8,8%	8,5%	8,3%
"g" rate	1,8%	15.295	15.892	<b>16.535</b>
	1,5%	14.795	<b>15.353</b>	15.952
	1,3%	<b>14.328</b>	14.851	15.411

### Sensitivity su Equity Value

		WACC		
		8,8%	8,5%	8,3%
"g" rate	1,8%	17.385	17.982	<b>18.625</b>
	1,5%	16.885	<b>17.443</b>	18.042
	1,3%	<b>16.418</b>	16.941	17.501

## Metodo di controllo

Recenti operazioni di M&A nel settore del trasporto rifiuti



Ai fini di una verifica delle risultanze ottenute tramite l'applicazione della metodologia principale, quale metodologia di controllo, è stata applicata la metodologia dei multipli di transazione. A tal fine, sono state selezionate transazioni aventi società *target* operanti nel settore della raccolta dei rifiuti in Italia. Le società selezionate risultano pertanto comparabili sia dal punto di vista operativo sia dal punto di vista dimensionale.

Come evidenziato nella tabella, le transazioni analizzate hanno ad oggetto quote di maggioranza, di conseguenza nell'applicazione della metodologia di controllo, è stato applicato uno sconto ai multipli di transazione al fine di depurarli del cd. "premio di controllo".

Tale sconto è stato desunto da una analisi fatta sui premi di controllo pagati nel contesto di OPA avvenute in Italia negli ultimi 5 anni.

Di seguito una tabella riepilogativa:

	EV/EBITDA	Sconto	EV/EBITDA Adj
Mediana	5,9 x	25%	4,4 x
Media	6,2 x	25%	4,6 x

Source: Mergermarket, comunicati stampa e bilanci societari



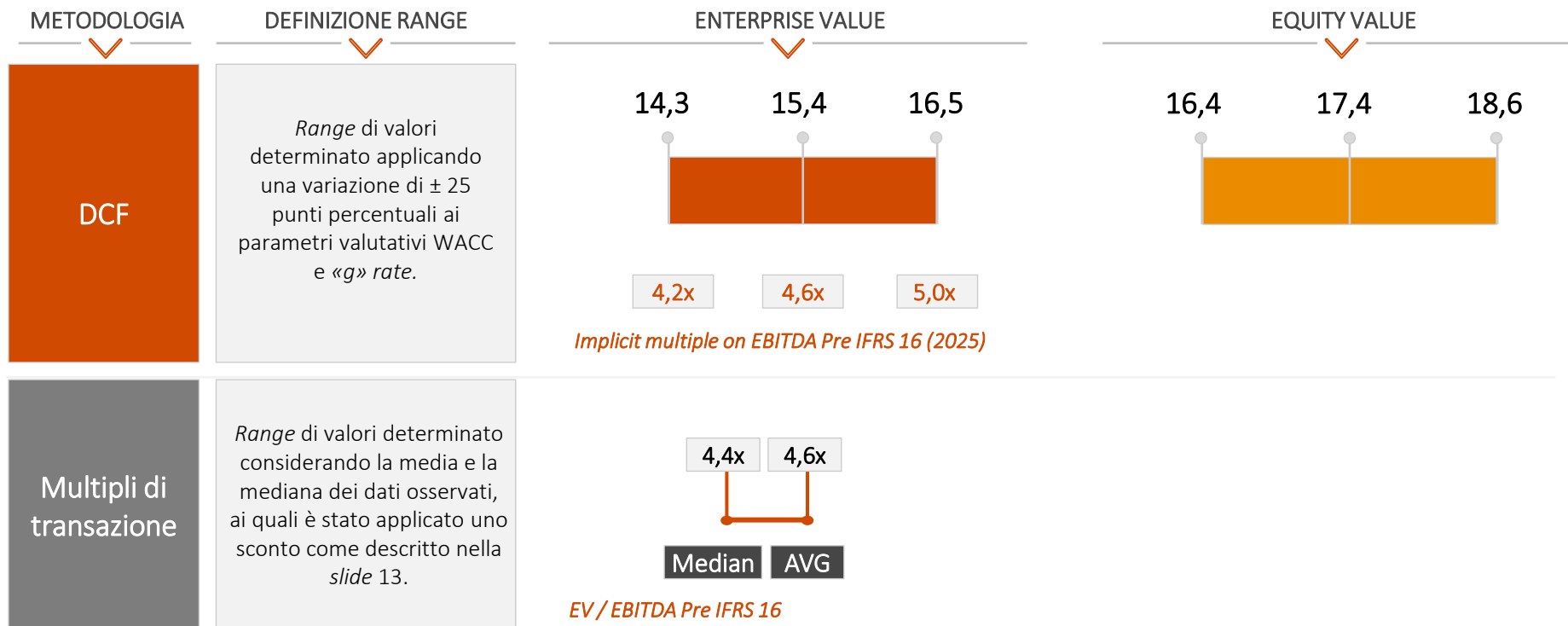
## 03 | Conclusioni



# Considerazioni conclusive

Per sua natura, la valutazione non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule ma è il risultato di un processo complesso di analisi e di stima in cui sono riflessi anche elementi di soggettività.

Le nostre conclusioni devono essere lette ed interpretate nell'ambito delle finalità per le quali la valutazione è stata predisposta ed alla luce delle ipotesi e delle limitazioni descritte in Allegato.





## 04 | Allegati





# Assunzioni e Limitazioni

La nostra analisi è stata sviluppata sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- lo svolgimento dei servizi non determina alcun coinvolgimento di PwC nella gestione e nell'attività della Società ovvero del Cliente né nelle decisioni aziendali in merito alla fattibilità o convenienza della Potenziale Operazione a supporto della quale i Servizi sono svolti;
- il presente Documento è stato predisposto ad esclusivo beneficio del Cliente in accordo con i termini del Contratto e non è destinato ad essere utilizzato per altri scopi. Pertanto non assumiamo alcuna responsabilità in relazione ad altri scopi o nei confronti di altri soggetti cui il Documento sia consegnato o che ne siano venuti in possesso in altro modo, salvo nei casi in cui sia stato espresso il nostro preventivo consenso per iscritto;
- per sua natura, la valutazione non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule ma è il risultato di un processo complesso di analisi e di stima in cui sono riflessi anche elementi di soggettività;
- la Data di Riferimento della valutazione è il 31 dicembre 2024. In ogni caso, abbiamo tenuto conto di eventi significativi portati alla nostra attenzione accaduti successivamente fino all'emissione del nostro Documento;
- la Società è stata esaminata in condizioni "normali" di funzionamento (astruendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione), con riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive di sviluppo conosciute alla data del Documento;
- l'analisi è basata su informazioni economiche e finanziarie e su documenti forniti dal Cliente nel corso del lavoro; data la natura del nostro incarico la responsabilità sulla qualità e completezza dei dati e delle informazioni in essi contenuti compete al Cliente;
- le analisi si basano sul presupposto che la Società implementi nelle prospettate tempistiche le proiezioni fornite ("Dati Prospettici"). I Dati Prospettici, essendo basati su ipotesi di eventi futuri ed azioni della Società, sono caratterizzati da connotati elementi di soggettività ed incertezza e, in particolare, dal rischio che eventi preventivati ed azioni dai quali essi traggono origine possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misura e in tempi diversi da quelli prospettati, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo della loro preparazione. Pertanto gli scostamenti tra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativi. Data la natura del nostro Incarico la responsabilità dei Dati Prospettici è esclusivamente in capo alla Società;
- gli allegati costituiscono parte integrante del presente Documento;
- i Servizi non comprendono assistenza e/o consulenza di natura contabile, legale e/o fiscale, con la conseguenza che PwC non assume alcuna responsabilità riguardante aspetti contabili, legali e/o fiscali o di interpretazione contrattuale;
- i Servizi non prevedono lo svolgimento di procedure di revisione contabile come definite dagli statuiti principi di revisione generalmente accettati, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica. Di conseguenza, PwC non esprime alcun parere né alcuna altra forma di certificazione sui bilanci della Società o su qualsiasi altra informazione finanziaria (includendo, se applicabile, le informazioni finanziarie prospettiche), o sui controlli operativi o interni della Società.

## Documentazione utilizzata

Descrizione documentazione	File
Documento descrittivo del Business Plan di Aemme Linea Ambiente S.r.l.	ALA_forecast 2024 e piano eco-fin 2025-2027.pdf
Business Plan in formato Excel della Società	ALA - PIANO INDUSTRIALE COMPLETO 2024-2027 post approvazione.xlsx
Bilanci di verifica della Società 2021 - 2022 - 2023 e Q3-2024	Bilanci di verifica_ALA.xlsx
Documento di calcolo della RAB prospettica	Calcolo RAB ALA.xlsx
Documento riepilogativo dei contratti attivi per comune	Contratti attivi ALA.xlsx
Documento riepilogativo delle date di affidamento delle attività per comune	Situazione contrattuale ALA_rev.xlsx

Il Documento contiene ulteriori informazioni ottenute o estrapolate da una pluralità di fonti, come riportato nel corpo del presente Documento.

PwC non ha verificato l'affidabilità di tali fonti o la correttezza delle informazioni fornite. Pertanto non rilasciamo alcun tipo di garanzia (espressa o implicita) ad alcun soggetto in merito all'accuratezza e completezza del Documento.

# Tasso di attualizzazione

## Principali parametri



**Market Risk Premium:** Determinato sulla base di analisi di consensus degli analisti



**Risk Free Rate:** Stimato come media dei rendimenti del bond italiano decennale



**Small-cap Premium:** Determinato sulla base di analisi di Kroll [Release del 2024]



**Beta:** Desunto da un panel di società comparabili quotate



**Cost of Debt:** Determinato sommando al tasso risk free uno spread stimato sulla base del rating delle società comparabili quotate



**Debt/Equity Structure:** Desunto da un panel di società comparabili quotate

## 31/12/2024

<b>Risk Free Rate</b>	<b>3,5%</b>
Equity Market Risk Premium	5,5%
Unlevered Beta	0,47
D/E	0,94
Levered Beta	0,92
<b>Market Risk Premium</b>	<b>4,5%</b>
Small Stock Premium	4,7%

## Cost of Equity 13,2%

<b>Risk Free Rate</b>	<b>3,5%</b>
Estimated Spread	1,2%
<b>Gross Cost of Debt</b>	<b>4,6%</b>
Corporate Tax Rate	24,0%
Tax Shield @ 24%	-1,1%

## After-Tax Cost of Debt 3,5%

D/(D+E)	48,5%
E/(D+E)	51,5%

## WACC 8,5%

Source: S&P CapitalIQ

