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

STIMA DEL VALORE AL 31.12.2014 DEL 100% DELLE AZIONI RAI WAY S.P.A. OGGETTO DI POSSIBILE CONFERIMENTO NELL'AMBITO DELL'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO E SCAMBIO PROMOSSA DA EI TOWERS S.P.A.

RELAZIONE AI SENSI DELL'ART. 2343 TER, COMMA 2, LETTERA B) DEL CODICE CIVILE.

Milano, 6 marzo 2015

Via A. Canova 31– 20144 Milano – tel. +39 02 34538388

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

INDICE

1. L'INCARICO RICEVUTO 3

1.1 L'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO E SCAMBIO LANCIATA DA EI TOWERS 3
1.2 PROFILO PROFESSIONALE 5
1.3 INDIPENDENZA, CONSAPEVOLEZZA DELLO SCOPO DELLA VALUTAZIONE E CODICE ETICO 5
1.4 NATURA E FINALITÀ DELL'INCARICO 6
1.5 I PROFILI PECULIARI DELLA VALUTAZIONE 13
1.6 LA DOCUMENTAZIONE RACCOLTA 15
1.7 LE PRINCIPALI DIFFICOLTÀ INCONTRATE NELLA VALUTAZIONE 16

2. DESCRIZIONE DEI BENI OGGETTO DI CONFERIMENTO 17

2.1 ATTIVITÀ SVOLTA E MODELLO DI BUSINESS DI RAI WAY 17
2.2 SITUAZIONE PATRIMONIALE ED ECONOMICA DI RAI WAY 25

3. APPROCCIO VALUTATIVO E DESCRIZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE .. 31

3.1 LA SCELTA DEL CRITERIO PRINCIPALE DI VALUTAZIONE 31
3.2 DISCOUNTED CASH FLOWS 35
3.3 I FLUSSI RILEVANTI 36
3.4 IL COSTO DEL CAPITALE 50
3.5 LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO DELLE AZIONI RAI WAY 63
3.6 METODO DI CONTROLLO: MULTIPLI DI SOCIETÀ E DI TRANSAZIONI COMPARABILI 67

4. CONCLUSIONI 75

APPENDICE: EQUITY RISK PREMIUM ASSUNTO DAI REGULATORS NEI SETTORI DELLE INFRASTRUTTURE 76

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

1. L'INCARICO RICEVUTO

1.1 L'Offerta pubblica di Acquisto e Scambio lanciata da EI Towers

EI Towers S.p.A (di seguito anche EI Towers o l'Offerente) ha richiesto allo scrivente una relazione di stima del valore del 100% delle azioni Rai Way S.p.A. (di seguito anche Rai Way) al 31.12.2014 oggetto di possibile conferimento nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto e scambio promossa da EI Towers S.p.A., ai sensi dell'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile.

Il 24 febbraio 2015 il Consiglio di Amministrazione di EI Towers S.p.A. ha infatti deliberato di promuovere un'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria avente per oggetto n. 272.000.000 azioni ordinarie Rai Way S.p.A., pari alla totalità del capitale sociale sottoscritto e versato di quest'ultima (di seguito anche l'Offerta o l'OPASc).
Per ciascuna azione ordinaria Rai Way portata in adesione all'Offerta, EI Towers, in qualità di offerente, riconoscerà un corrispettivo rappresentato da: (a) una componente in contanti pari a euro 3,13 (corrispondente a circa il 69% della valorizzazione complessiva di ciascuna azione ordinaria Rai Way), e (b) una componente azionaria, costituita da n. 0,03 azioni ordinarie EI Towers di nuova emissione (corrispondente a circa il 31% della valorizzazione complessiva di ciascuna azione ordinaria Rai Way).
Sulla base dell'aumento di capitale a pagamento di EI Towers di euro 373.972.800 (corrispondente a n. 8.160.000 azioni[1] di nuova emissione con rinuncia al diritto di opzione al prezzo di emissione di euro 45,83 cadauna), il corrispettivo esprime una valorizzazione del 100% delle azioni di Rai Way pari a 1.225.332.800 (= euro 851.360.000 relativi alla componente in contanti ed Euro 373.972.800 relativi alla componente azionaria), corrispondente ad un valore per azione pari ad euro 4,50. Tale prezzo è superiore del 22% rispetto alla quotazione delle azioni ordinarie Rai Way il 23 febbraio 2015 (giorno antecedente l'annuncio dell'OPASc) e pari ad euro 3,69.

L'efficacia dell'Offerta è subordinata al verificarsi di ciascuna delle seguenti condizioni, ancorché EI Towers possa rinunciare o modificare una o più condizioni:

i. che l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato approvi incondizionatamente, entro il secondo giorno di borsa aperta antecedente la data di pagamento del Corrispettivo, l'acquisizione del controllo di Rai Way da parte di EI Towers;

[1] Pari a n. 272.000.000 azioni Rai Way x 0,03 (= frazione di azione EI Towers scambiata)

ii. che l'Assemblea Straordinaria di EI Towers convocata per il 27 marzo 2015 approvi la proposta di aumento di capitale (come in precedenza definito);

iii. che EI Towers venga a detenere (per effetto dell'Offerta o di acquisti effettuati al di fuori dell'Offerta, ma nel rispetto delle disposizioni normative applicabili) una partecipazione pari almeno al 66,67% del capitale sociale di Rai Way;

iv. che, entro il quinto giorno di borsa aperta antecedente la chiusura del periodo di adesione all'Offerta, come eventualmente prorogato, il MISE autorizzi RAI – Radiotelevisione Italiana S.p.A a continuare lo svolgimento delle proprie attività inerenti il servizio pubblico avvalendosi di Rai Way anche successivamente all'acquisizione del controllo della stessa da parte di EI Towers. A tal fine, EI Towers si è impegnata a convenire adeguati strumenti negoziali che assicurino e garantiscano a RAI pieno titolo a disporre dei mezzi e delle risorse strumentali per l'espletamento delle prestazioni di servizio pubblico spettante a RAI;

v. che alla data di pagamento del corrispettivo non si siano verificate circostanze o eventi straordinari ovvero gravi mutamenti negativi nella situazione finanziaria, economica, valutaria, normativa o di mercato, a livello nazionale o internazionale, o altri eventi che abbiano effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta o sulla situazione finanziaria, patrimoniale o reddituale di Rai Way.

Inoltre qualora:

(a) l'Assemblea Ordinaria dei soci di Rai Way, in sede di approvazione del bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, deliberi la distribuzione del dividendo eventualmente proposto dal Consiglio di Amministrazione e il pagamento del dividendo intervenga prima della conclusione del periodo di adesione all'Offerta, il corrispettivo dell'Offerta stessa verrà corrispondentemente ridotto;

(b) l'Assemblea Ordinaria dei soci di EI Towers, in sede di approvazione del bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, deliberi la distribuzione del dividendo eventualmente proposto dal Consiglio di Amministrazione e il pagamento del dividendo intervenga prima della conclusione del periodo di adesione all'Offerta, il corrispettivo dell'Offerta stessa verrà corrispondentemente incrementato.

L'offerente non dispone di alcuna informazione di natura privata relativa a Rai Way S.p.A., pertanto l'Offerta è stata formulata esclusivamente sulla base dell'informazione pubblica disponibile. Poiché anche lo scrivente non ha accesso ad informazione privata relativa a Rai Way la presente valutazione si è dovuta fondare esclusivamente su informazione pubblica.

1.2 Profilo professionale

Lo scrivente è:

a) Ordinario di Finanza Aziendale nell'Università L. Bocconi di Milano;
b) Membro del *Professional Board* dell'IVSC- *International Valuation Standard Council* (www.ivsc.org), lo *standard setter* internazionale nel campo delle valutazioni;
c) Presidente del Consiglio di Gestione dell'OIV- Organismo Italiano di Valutazione promosso da Aiaf, Andaf, Assirevi, Borsa Italiana, CNDCEC, Università Bocconi, (www.fondazioneoiv.it), lo *standard setter* italiano nel campo delle valutazioni;
d) Membro del *Consultative Advisory Group* (CAG) dell'*International Auditing and Assurance Standards Board* (www.iaasb.org), lo *standard setter* nel campo della revisione contabile;
e) Autore di manuali che rappresentano un riferimento nella professione delle valutazioni di azienda fra cui (con Luigi Guatri) "Nuovo Trattato sulla Valutazione delle aziende" e "La valutazione degli intangibili";
f) Membro del comitato di direzione delle riviste "La valutazione delle aziende" e "Le società".

1.3 Indipendenza, consapevolezza dello scopo della valutazione e codice etico

Lo scrivente sotto la propria responsabilità dichiara:

a) di godere dei requisiti di indipendenza richiesta dall'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile nei confronti sia della possibile conferente sia della possibile conferitaria, sia delle società e/o dei soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo di entrambe le entità (possibile conferente e possibile conferitaria);
b) di essere consapevole dello scopo e della finalità della valutazione;
c) di aderire su base volontaria al *Code of Ethical Principles for Professional Valuers* dell'IVSC (ultima edizione: Dicembre 2011). Il codice riporta al paragrafo 12 i "Principi Fondamentali" che è opportuno qui richiamare:

"*It is fundamental to the integrity of the valuation process that those who rely on valuations have confidence that those valuations are provided by valuers who have the appropriate experience, skill and judgement, who act in a professional manner and who exercise their judgement free from any undue influence or bias. Accordingly, a professional valuer is expected to comply with the following ethical principles:*

a) ***Integrity:*** *to be straightforward and honest in professional and business relationships.*
b) ***Objectivity:*** *not to allow conflict of interest, or undue influence or bias to override professional or business judgement.*
c) ***Competence:*** *to maintain the professional knowledge and skill required to ensure that a client or employer receives a service that is based on current developments in practice, legislation, and valuation techniques.*
d) ***Confidentiality****: to respect the confidentiality of information acquired as a result of professional and business relationships and not to disclose such information to third parties without proper and specific authority (unless there is a legal or professional right or duty to disclose), nor to use information for the personal advantage of the professional valuer or third parties.*
e) ***Professional behaviour****: to act diligently and to produce work in a timely manner in accordance with applicable legal requirements, technical and professional standards. To always act in the public interest and to avoid any action that discredits the profession."*

1.4 Natura e finalità dell'incarico

Di seguito si dettagliano i profili rilevanti della valutazione:

- Oggetto di stima.

  Oggetto di stima è il valore del 100% delle azioni di Rai Way S.p.A. *cum* dividendo (ovvero antecedentemente la distribuzione dell'eventuale dividendo a valere sull'utile 2014 o sulle riserve di utili di esercizi precedenti). Ciò significa che:
  a) l'unità di valutazione è rappresentata dall'intera azienda e non dai singoli titoli che compongono il capitale. Ciò comporta che il valore del pacchetto azionario rappresentativo del 100% del capitale non coincida necessariamente con il valore del singolo titolo (P) moltiplicato per il numero di titoli che lo compongono (Q), ovvero P x Q;
  b) la prospettiva da adottare nella valutazione coincide con quella di un soggetto che acquisisca il controllo integrale della società Rai Way S.p.A. e non invece con quella dell'azionista di minoranza.

- Data di riferimento della valutazione.
  La data di riferimento della valutazione è il 31.12.2014.

- Configurazione di valore (*basis of value*).
  La configurazione di valore è definita dall'articolo 2343 ter, comma 2, lettera b) del codice civile. Al riguardo è utile considerare il dettato dei primi due commi dell'articolo che recitano:
  "[1] Nel caso di conferimento di valori mobiliari ovvero di strumenti del mercato monetario non è richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, se il valore ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo è pari o inferiore al prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati nei sei mesi precedenti il conferimento;
  [2] Fuori dai casi in cui è applicabile il primo comma, non è altresì richiesta la relazione di cui all'art. 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;
  a) al fair value iscritto nel bilancio dell'esercizio precedente quello nel quale è effettuato il conferimento a condizione che il bilancio sia sottoposto a revisione legale e la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento, ovvero;
  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".
  Dal dettato dell'articolo si desume che la configurazione di valore di riferimento è: il *fair value* dei principi contabili (IAS/IFRS e ripreso negli ITA Gaap) ovvero il valore di perizia, che, per coerenza, non può essere significativamente diverso dal valore di mercato (ovvero il *market value*) dei beni oggetto di conferimento (nel nostro caso il 100% delle azioni di Rai Way) considerati separatamente rispetto alla conferitaria (ovvero *stand alone*)[2].

[2] Il *Fair value* è definito dai principi contabili internazionali IFRS 13 come "…*The price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date…".* Come rilevato anche nel principio di valutazione internazionale IVS 300 *Valuation for Financial Reporting*, la definizione di *fair value* dell'IFRS 13 è generalmente coerente con la definizione di valore di mercato (*Market Value*) degli IVS. In effetti entrambe le configurazioni di valore si basano su molti *assumptions* comuni: entrambe presuppongono uno scambio

- I principi e criteri generalmente riconosciuti di riferimento.

I principi e criteri generalmente riconosciuti sono rappresentati *in primis* dai principi di valutazione internazionali[3] (IVS-*International Valuation Standards*, edizione 2013) i quali definiscono il valore di mercato (*market value*) come segue:

"*29. Market value is the estimated amount for which an asset or liability should exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in an arm's length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.*

30. The definition of market value shall be applied in accordance with the following conceptual framework:

(a) "the estimated amount" refers to a price expressed in terms of money payable for the asset in an arm's length market transaction. Market value is the most probable price reasonably obtainable in the market on the valuation date in keeping with the market value definition. It is the best price reasonably obtainable by the seller and the most advantageous price reasonably obtainable by the buyer. This estimate specifically excludes an estimated price inflated or deflated by special terms or circumstances such as atypical financing, sale and leaseback arrangements, special considerations or concessions granted by anyone associated with the sale, or any element of special value;

---

ipotetico che abbia luogo dopo un adeguato periodo di esposizione dell'*asset* sul mercato aperto e coinvolge le parti interessate e disponibili che agiscono liberamente (sotto alcun vincolo o impedimento). Inoltre la prospettiva dell'*Highest and Best Use* (HABU) delle attività è comune ad entrambe le configurazioni di valore. Ciò detto esistono delle differenze, fra cui è opportuno segnalare (elenco non esaustivo):

a) *Exit price*. Il *fair value* IFRS 13 è un prezzo di vendita (*exit price*) mentre il valore di mercato si riferisce ad un più generico prezzo di scambio, assumendo che *entry price* ed *exit price* siano i medesimi;
b) *Unit of account*. Ci possono essere differenze nella unità di valutazione rilevante per la stima del *fair value* a fini contabili e l'aggregato di riferimento a fini della stima del valore di mercato;
c) *Blockage*. Il *fair value* IFRS 13 impedisce l'uso di premi o sconti che riflettono la dimensione del pacchetto azionario di riferimento per tener conto della loro diversa liquidità e o *marketability*. Il valore di mercato non proibisce di considerare questi profili.
d) *Restrictions*. L'IFRS 13 impone di considerare solo le eventuali restrizioni che attengono alla specifica attività (intrinseche all'attività e trasferibili con essa) e non invece restrizioni che possono riguardare i contraenti e non l'attività in sé. Ancora una volta il valore di mercato non proibisce di considerare tali profili.

[3] L'OIV- Organismo Italiano di Valutazione ha emanato il 1 dicembre 2014 la bozza dei Principi Italiani di Valutazione - PIV. Si tratta tuttavia ancora di una bozza esposta al pubblico commento (per la quale è in corso il *due process*) e non principi definitivamente emanati dall'OIV, che quindi non possono essere utilizzati ai nostri fini.

(b) *"an asset should exchange" refers to the fact that the value of an asset is an estimated amount rather than a predetermined amount or actual sale price. It is the price in a transaction that meets all the elements of the market value definition at the valuation date;*

(c) *"on the valuation date" requires that the value is time-specific as of a given date. Because markets and market conditions may change, the estimated value may be incorrect or inappropriate at another time. The valuation amount will reflect the market state and circumstances as at the effective valuation date, not those at any other date.*

(d) *"between a willing buyer" refers to one who is motivated, but not compelled to buy. This buyer is neither over eager nor determined to buy at any price. This buyer is also one who purchases in accordance with the realities of the current market and with current market expectations, rather than in relation to an imaginary or hypothetical market that cannot be demonstrated or anticipated to exist. The assumed buyer would not pay a higher price than the market requires. The present owner is included among those who constitute "the market";*

(e) *"and a willing seller" is neither an over eager nor a forced seller prepared to sell at any price, nor one prepared to hold out for a price not considered reasonable in the current market. The willing seller is motivated to sell the asset at market terms for the best price attainable in the open market after proper marketing, whatever that price may be. The factual circumstances of the actual owner are not a part of this consideration because the willing seller is a hypothetical owner;*

(f) *"in an arm's length transaction" is one between parties who do not have a particular or special relationship, eg parent and subsidiary companies or landlord and tenant, that may make the price level uncharacteristic of the market or inflated because of an element of special value. The market value transaction is presumed to be between unrelated parties, each acting independently;*

(g) *"after proper marketing" means that the asset would be exposed to the market in the most appropriate manner to effect its disposal at the best price reasonably obtainable in accordance with the market value definition. The method of sale is deemed to be that most appropriate to obtain the best price in the market to which the seller has access. The length of exposure time is not a fixed period but will vary according to the type of asset and market conditions. The only criterion is that there must have been sufficient time to allow the asset to be brought to the attention of*

an adequate number of market participants. The exposure period occurs prior to the valuation date;

(h) *"where the parties had each acted knowledgeably, prudently" presumes that both the willing buyer and the willing seller are reasonably informed about the nature and characteristics of the asset, its actual and potential uses and the state of the market as of the valuation date. Each is further presumed to use that knowledge prudently to seek the price that is most favourable for their respective positions in the transaction. Prudence is assessed by referring to the state of the market at the valuation date, not with benefit of hindsight at some later date. For example, it is not necessarily imprudent for a seller to sell assets in a market with falling prices at a price that is lower than previous market levels. In such cases, as is true for other exchanges in markets with changing prices, the prudent buyer or seller will act in accordance with the best market information available at the time;*

(i) *"and without compulsion" establishes that each party is motivated to undertake the transaction, but neither is forced or unduly coerced to complete it.*

31. The concept of market value presumes a price negotiated in an open and competitive market where the participants are acting freely. The market for an asset could be an international market or a local market. The market could consist of numerous buyers and sellers, or could be one characterized by a limited number of market participants. The market in which the asset is exposed for sale is the one in which the asset being exchanged is normally exchanged (see paras 15 to 19 above).

32. The market value of an asset will reflect its highest and best use. The highest and best use is the use of an asset that maximizes its potential and that is possible, legally permissible and financially feasible. The highest and best use may be for continuation of an asset's existing use or for some alternative use. This is determined by the use that a market participant would have in mind for the asset when formulating the price that it would be willing to bid.

33. The highest and best use of an asset valued on a stand-alone basis may be different from its highest and best use as part of a group, when its contribution to the overall value of the group must be considered.

34. The determination of the highest and best use involves consideration of the following:

1. *to establish whether a use is possible, regard will be had to what would be considered reasonable by market participants,*
2. *to reflect the requirement to be legally permissible, any legal restrictions on the use of the asset, eg zoning designations, need to be taken into account,*
3. *the requirement that the use be financially feasible takes into account whether an alternative use that is physically possible and legally permissible will generate sufficient return to a typical market participant, after taking into account the costs of conversion to that use, over and above the return on the existing use."*

- Scopo della stima

Scopo della stima è evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti artificialmente incrementato. Pertanto la stima deve essere ispirata a principi di prudenza. Va naturalmente considerata anche la sostanza economica dell'Offerta, che rappresenta un'acquisizione della totalità delle azioni di Rai Way. In letteratura è noto che: " *Quando il conferimento ha per beneficiaria una società preesistente, il carattere prudenziale della valutazione deve essere contemperato con l'equilibrio fra le posizioni delle parti*"[4], nel senso che il conferimento avviene al prezzo offerto dall'acquirente, prezzo che deve rappresentare un'adeguata contropartita per i soggetti potenziali conferenti (gli azionisti Rai Way) pena la non adesione all'offerta. Pertanto se è generalmente accettato che le stime ai fini di conferimento debbano essere composte con prudenza badando soprattutto all'accertamento dei valori in atto e limitando ai casi di maggiore concretezza il riconoscimento di componenti di valore potenziale, occorre altresì considerare che nel caso di offerte pubbliche di scambio la prudenza deve tenere conto che il conferimento avviene solo se il prezzo è giudicato conveniente da entrambe le parti (offerente/conferitaria e azionisti di Rai Way/conferenti). Pertanto la prudenza deve essere intesa come la verifica che il prezzo riconosciuto nell'Offerta sia un

[4] Luigi Guatri, Vicktor Uckmar, *Linee Guida per le valutazioni economiche*, Egea, Milano, 2009, pag. 90. Il volume recepisce il lavoro di una Commissione e di un Gruppo di ricerca composto da Accademici ed Esperti professionali. Lo scrivente è stato membro accademico della Commissione

prezzo da questa recuperabile a prescindere dai benefici che potranno risultare dall'integrazione. In altre parole, la prudenza in questo caso consiste proprio nell'escludere i benefici che la conferitaria potrà realizzare a seguito dell'integrazione, limitandosi a verificare che il prezzo in parola (che corrisponde al valore di conferimento) esprima un valore recuperabile per un qualsiasi altro partecipante al mercato[5] che acquisisse la totalità delle azioni di Rai Way.

- Prospettiva di valutazione.

  La prospettiva di valutazione è quella dell'emittente (le azioni oggetto di possibile conferimento, cioè Rai Way) in funzionamento e *stand alone* ed esclude pertanto le sinergie specifiche realizzabili da EI Towers attraverso l'integrazione. La valutazione esprime il valore della totalità delle azioni di Rai Way nella prospettiva di un partecipante al mercato che ne acquisisca il controllo.

Tutto ciò premesso occorre altresì chiarire che:

1) la presente relazione di stima non è finalizzata ad esprimere:
   - alcun giudizio sul valore delle azioni di EI Towers;
   - alcun giudizio sulla congruità del corrispettivo;
   - alcun giudizio sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni di EI Towers;
   - alcuna raccomandazione ad aderire o meno all'OPASc;

2) la presente relazione stima non può essere utilizzata per finalità diverse da quelle che hanno motivato l'incarico che è stato affidato allo scrivente;

[5] Il termine "partecipante al mercato" in questa relazione fa sempre riferimento alla definizione degli IVS. I paragrafi 18 e 19 del Framework degli IVS, così si riferiscono ai partecipanti al mercato:
"*18. References in IVS to market participants are to the whole body of individuals, companies or other entities that are involved in actual transactions or who are contemplating entering into a transaction for a particular type of asset. The willingness to trade and any views attributed to market participants are typical of those of buyers and sellers, or prospective buyers and sellers, active in a market on the valuation date, not to those of any particular individual or entity.*
19. In undertaking a market-based valuation, matters that are specific to the current owner or to one particular potential buyer are not relevant because both the willing seller and the willing buyer are hypothetical individuas or entitities with the attributes of a typical market participant. These attributes are discussed in the conceptual framework for market value (see paras 30(d) and 30 (e)). The conceptual framework also requires the exclusion of any element of special value or any element of value that would not be available to market participants generally (see paras 30 (a) and 30(f))."

3) i risultati della presente relazione non possono essere considerati in forma parziale, ovvero enucleati dalla presente relazione, il cui scopo è quello di fornire, ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile, la stima del valore del 100% delle azioni di Rai Way S.p.A. oggetto dell'OPASc.

1.5 I profili peculiari della valutazione

Di seguito si tratteggiano i profili peculiari della valutazione:

1) il valore del conferimento, rispetto al quale la perizia di stima ai sensi dell'art. 2343-ter comma 2 lettera b) deve accertare l'esistenza, coincide con il corrispettivo offerto in sede di OPASc per il 100% delle azioni di Rai Way ed assomma ad euro 1.225.332.800 (pari alla somma della componente in contanti di euro 851.360.000 e alla componente in azioni EI Towers di nuova emissione con esclusione del diritto di opzione il cui controvalore corrisponde ad euro 373.972.800, ovvero a n. 8.160.000 azioni del valore di euro 45,83 cadauna);
2) EI Towers non dispone né ha accesso ad alcuna informazione riservata (informazione di natura privata) relativa a Rai Way S.p.A., pertanto la valutazione si è fondata esclusivamente su informazione pubblica di fonte Rai Way (prospetto informativo redatto ai fini dell'IPO e bilanci) e di altre fonti, ma sempre pubblicamente accessibili (report degli analisti che seguono il titolo Rai Way, bilanci di altre società del settore, ecc.) oltre che delle informazioni estratte da banche dati specializzate (Facset, Zephyr, Amadeus, Dealogic);
3) alla data di svolgimento della valutazione non è disponibile il bilancio al 31.12.2014 di Rai Way S.p.A., pertanto la valutazione muove dall'informazione come rappresentata nel prospetto informativo ai fini IPO e pro-formata in relazione ai nuovi contratti (attivo e passivo) fra RAI e Rai Way con efficacia dal 1 luglio 2014;
4) Rai Way è società con titoli quotati (prima quotazione il 19 novembre 2014). La capitalizzazione di borsa (ottenuta dal prodotto fra quotazione della singola azione ordinaria e numero di azioni ordinarie, P x Q) esprime il valore del 100% delle azioni delle società assumendo come unità di valutazione il singolo titolo azionario, ciò mentre ai fini che qui rilevano l'unità di valutazione corrisponde alla totalità delle azioni di Rai Way. La differenza fra le due unità di valutazione consiste nel fatto che la stima del valore della totalità delle azioni deve considerare le eventuali ottimizzazioni (sia sotto il profilo operativo sia di struttura finanziaria) che un partecipante al mercato che acquisisse il controllo potrebbe conseguire pur in una prospettiva di gestione *stand alone* (c.d. *optimization premium*);

5) Rai Way non ha annunciato alcun piano al mercato finanziario e dunque non esiste informazione di natura prospettica di fonte aziendale, sottoposta al vaglio del mercato. Tuttavia il titolo Rai Way è coperto da alcune primarie case di investimento i cui *equity analysts*[6] hanno espresso previsioni sui risultati attesi dalla società (il c.d. consenso) antecedentemente l'annuncio dell'OPASc;
6) EI Towers costituisce l'operatore più simile a Rai Way operante sul mercato domestico in quanto opera con un numero di torri simile, registrando volumi simili di ricavi e avendo come principale cliente l'azionista principale. La differenza più marcata fra Rai Way ed EI Towers consiste nel fatto che Rai Way – al contrario della seconda – gestisce anche i trasmettitori (infrastruttura attiva) che, invece, nel caso di EI Towers appartengono alla clientela e sono solo ospitati (EI Towers gestisce infatti la sola infrastruttura passiva). Ciò comporta in capo a Rai Way maggiori investimenti di manutenzione rispetto a quelli che deve sostenere EI Towers;
7) la principale fonte di ricavi per Rai Way è rappresentata dai servizi offerti alla controllante RAI, come disciplinati dal contratto in vigore dal 1 luglio 2014 (rinnovabile per una durata massima complessiva di 21 anni). Il contratto dal 2016 è indicizzato all'indice dei prezzi al consumo (CPI). Anche la maggior parte dei contratti con i principali operatori telefonici (MNO) ha natura pluriennale e prevede una indicizzazione all'inflazione. Ciò conferisce una grande visibilità ai risultati prospettici della società senza esporla al rischio di prezzi "bloccati";
8) l'Offerta e quindi anche il conferimento è condizionato all'autorizzazione dal parte del MISE a RAI di continuare a svolgere le proprie attività avvalendosi di Rai Way anche successivamente all'acquisizione del controllo da parte di EI Towers. Ciò comporta che ai fini della valutazione non si debba considerare il rischio di disdetta del contratto per effetto del cambio del controllo di Rai Way;
9) la quasi totalità dei ricavi di Rai Way è indicizzata all'indice dei prezzi al consumo, mentre solo una parte limitata dei costi è indicizzata alla dinamica dei prezzi al consumo. Ciò comporta che la marginalità dell'azienda cresca più che proporzionalmente rispetto ai ricavi in un contesto inflazionistico e per la stessa ragione si riduca più che proporzionalmente rispetto ai ricavi in presenza di deflazione (effetto leva sui prezzi al consumo);

[6] I reports emessi antecedentemente l'annuncio dell'OPASc sono i seguenti:
- Banca Imi, Rai Way, 26 gennaio 2015
- Citi Research, The Italian Tower Industry, 30 dicembre 2014;
- Credit Suisse, Rai Way, 30 dicembre 2014;
- Equita, Rai Way, 9 febbraio 2015
- Exane BNP Paribas, EI Towers Rai Way, 29 gennaio 2015
- Mediobanca, Rai Way, 30 dicembre 2014

10) il numero dei siti autorizzabili in Italia per le torri di trasmissione (del segnale televisivo) sono limitati (prevalentemente per ragioni ambientali) e non esistono pertanto concrete possibilità di ingresso sul mercato italiano di nuovi soggetti che volessero replicare attraverso percorsi di crescita organica l'infrastruttura di cui gode Rai Way. L'unica via per l'ingresso nel mercato è rappresentata dall'acquisizione di aziende o di torri già esistenti. In questa prospettiva Rai Way dispone di una infrastruttura unica nel nostro Paese;
11) Rai Way presenta un limitato indebitamento accompagnato da una solida capacità di generare cassa;
12) la valutazione considera la regolamentazione esistente alla data di riferimento della valutazione e non si basa pertanto su nessuna *special* (o *hypothetical assumption*) relativamente a scenari regolamentari diversi da quelli esistenti.
13) la valutazione non considera alcuna variazione dell'ambiente competitivo in cui opera Rai Way che potrebbe conseguire all'acquisizione del controllo di Rai Way da parte di EI Towers, trattandosi a tutti gli effetti di un "*trasformational deal*".

1.6 La documentazione raccolta

In assenza di possibilità di accedere ad informazione di natura privata relativa a Rai Way lo scrivente ha svolto la propria stima sulla base dei seguenti documenti, riferiti a Rai ways:

a) Prospetto IPO;
b) Reports degli *equity analysts* che seguono il titolo Rai Ways (in precedenza citati).

EI Towers ha reso disponibile inoltre:

a) l'estratto delle proiezioni alla base del piano *Bank Case* a supporto del finanziamento dell'Offerta (nella versione che esclude le sinergie da integrazione);
b) la valutazione di Rai Way compiuta dall'*advisor* incaricato dal Consiglio di Amministrazione della società (JP Morgan, "Rai Way acquisition – Board Presentation", 24 Febbraio 2015 + JP Morgan, "Project Roseg – Backup Materials")
c) le valutazioni compiute ai fini di *impairment test* dell'avviamento al 31.12.2014 iscritto in bilancio di EI Towers.

Lo scrivente ha raccolto altra informazione di natura pubblica e si è avvalso delle banche dati Facset, Zephyr, Amadeus e Dealogic.

1.7 Le principali difficoltà incontrate nella valutazione

Le principali difficoltà incontrate nella valutazione attengono:

a) all'assenza di una situazione patrimoniale al 31.12.2014 dalla quale desumere la consistenza del patrimonio e la posizione finanziaria netta, circostanza che ha costretto a fare riferimento alle previsioni di consenso degli analisti;

b) all'assenza di un piano di Rai Way dal quale desumere i risultati prospettici attesi dall'attuale management, circostanza che ha costretto a fare riferimento alle previsioni formulate dagli analisti che seguono il titolo Rai Way;

c) alla differente estensione degli orizzonti di previsione esplicita degli analisti, circostanza che ha costretto a fare uso delle previsioni riferite all'orizzonte di previsione esplicita più breve coperto da tutti gli analisti;

d) alla ridotta comparabilità (fatta eccezione per EI Towers) delle società quotate che operano nel settore delle infrastrutture di trasmissione *broadcast* e telefonica. Le principali società quotate sono rappresentate infatti da società statunitensi che gestiscono prevalentemente torri per la diffusione del segnale telefonico prevalendo negli USA la trasmissione *broadcast* via cavo;

e) alla ridotta comparabilità delle transazioni aventi per oggetto società operanti nel settore di Rai Way. Si tratta infatti per lo più di acquisizioni aventi per oggetto società di piccoli dimensioni, non comparabili con Rai Way per dotazione infrastrutturale;

f) alla circostanza che l'acquisizione di Rai Way da parte di EI Towers si configura come un *transformational deal*, ovvero una operazione di concentrazione in grado di modificare il profilo del settore e all'impossibilità per soggetti esterni diversi da EI Towers di realizzare le sinergie connesse all'integrazione delle infrastrutture di torri di Rai Way e di EI Towers.

2. DESCRIZIONE DEI BENI OGGETTO DI CONFERIMENTO

2.1 Attività svolta e modello di business di Rai Way

Rai Way è la società del gruppo Rai cui è stato conferito nell'anno 2000[7] il ramo d'azienda "Divisione Trasmissione e Diffusione" con il mandato di installare e gestire l'infrastruttura tecnica necessaria alla diffusione dei programmi televisivi e radiofonici di Rai, società concessionaria del servizio radiotelevisivo.

Per effetto del conferimento, Rai Way è divenuta il soggetto deputato allo svolgimento delle attività di pianificazione, progettazione, installazione, realizzazione, esercizio, gestione, manutenzione, implementazione e sviluppo degli impianti, delle stazioni, dei collegamenti, e complessivamente della Rete di Trasmissione e di Diffusione dei segnali voce, video e dati di Rai. A Rai Way è stata conferita la titolarità delle infrastrutture e degli impianti per la trasmissione e diffusione dei programmi televisivi e radiofonici di RAI, oltre ai rapporti di lavoro (600 dipendenti circa). Attraverso la costituzione di Rai Way e lo scorporo del ramo d'azienda "Divisione trasmissione e Diffusione" il Gruppo RAI ha enucleato in Rai Way il patrimonio di *know how* e di infrastrutture cumulatosi in un arco temporale lungo 90 anni circa. Alla data della valutazione, Rai Way dispone di una Rete capillare e diffusa su tutto il territorio nazionale, composta da 2.300 siti e caratterizzata da un coefficiente di copertura della popolazione superiore al 99%. Tale Rete consente di erogare servizi su piattaforma terrestre e satellitare, utilizzando sia la tecnologia analogica (prevalentemente con riguardo ai segnali radiofonici) sia la tecnologia digitale.

Rai Way allo stato è un *Tower Operator*, leader nel mercato della offerta di servizi di trasporto e diffusione di segnali radio-televisivi (in tecnica digitale ed analogica). La Società è anche attiva nel mercato del c.d. *tower rental*, costituito dalla offerta di servizi di ospitalità di apparati di trasmissione nelle proprie torri e dei connessi servizi di gestione, prevalentemente a favore di operatori di telefonia mobile. Rai Way opera anche nel mercato dei c.d. servizi di Rete, nel quale offre servizi di consulenza, progettazione, realizzazione , installazione e manutenzione di reti di trasmissione.

Rai Way è leader nel mercato dei servizi di trasporto e diffusione dei segnali radio-televisivi, nel quale eroga in esclusiva alla Concessionaria del Servizio Pubblico tutti i servizi necessari a garantire la regolare trasmissione dei MUX affidati a quest'ultima in concessione.

[7] Rai Way è stata costituita il 27 luglio 1999 ed è operativa dal 1 marzo 2000.

I mercati di riferimento

Il principale mercato di riferimento di Rai Way è costituito dal *mercato italiano dell'emittenza televisiva*. Esso si caratterizza per una penetrazione della piattaforma digitale terrestre assai maggiore e più stabile rispetto alla media europea; per una maggiore numerosità di operatori di rete e frequenze concesse in licenza; e per la compresenza di due strutture di rete, a differenza degli altri Paesi europei caratterizzati generalmente dalla presenza di un solo *tower operator*.

Tabella 1: Penetrazione della piattaforma digitale in Europa occidentale

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Million households	89,9	108,5	131,3	143	155	165,4	169
DTV penetration	54,0%	65,0%	77,0%	83,0%	89,0%	91,0%	92,0%

Fonte: IT Media Consulting, La svolta digitale, XII Rapporto Annuale.

A seguito della transizione al digitale, che ha ormai raggiunto un coefficiente di penetrazione superiore al 90% nell'Europa occidentale (Cfr: Penetrazione della Tv digitale nell'Europa Occidentale), in Italia l'ascolto televisivo avviene con grande prevalenza su piattaforma digitale terrestre (Cfr. Ascolti televisivi per piattaforma).

Tabella 2: Ascolti televisivi per piattaforma

	Mar 2010	Mar 2011	Mar 2012	Mar 2013	Mar 2014
Analogica terrestre	48,0%	21,3%	11,0%	0,0%	0,0%
Digitale terrestre	35,7%	62,6%	71,9%	84,4%	83,6%
Satellitare	15,1%	15,8%	16,6%	15,5%	16,4%
IPTV	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%

Fonte: AGCOM, Relazione Annuale 2014

A differenza degli altri paesi dell'Europa Occidentale, in Italia non vi è offerta di Tv via cavo e la penetrazione della piattaforma satellitare si mantiene al di sotto del 20%. Anche la IPTV non si sviluppa, anche in relazione alla limitata diffusione della banda larga.

Concorre a tale penetrazione, anche l'importanza della diffusione della *pay TV* nel nostro Paese e la sua presenza sulla piattaforma digitale terrestre (oltre che satellitare).

Tabella 3: Penetrazione della *pay Tv* in Europa (Big 5, 2013)

Francia	63,0%
Germania	17,0%
Italia	35,0%
Spagna	23,0%
Regno Unito	61,0%

Fonte: IT Media Consulting, La svolta digitale, XII Rapporto Annuale.

Caratterizza il mercato televisivo italiano la numerosità dei MUX concessi in licenza agli operatori. Nel nostro Paese sono infatti concessi in licenza 20 MUX nazionali, eserciti da 8 concessionari; contro un massimo di 8 MUX negli altri Paesi europei[8]. Nel mercato dell'emittenza televisiva, l'offerta di Rai Way si caratterizza per la elevata qualità del servizio offerto, per l'importanza e la stabilità delle relazioni commerciali (Rai Way è fornitore esclusivo di Rai, in forza del Nuovo Contratto, caratterizzato da scadenza protratta) e per la leadership tecnologica.
Caratterizza infine il mercato televisivo italiano la presenza contemporanea di più operatori di torri. Negli altri paesi, il mercato delle torri di trasmissione è in genere costituito da un unico operatore indipendente.

Tabella 4: Operatori di torri di trasmissione

Paese	Società	Settore di apppartenenza
Regno Unito	Arqiva	Indipendente
Germania	Media Broadcast	Indipendente
Francia	TDF	Indipendente
Spagna	Abertis	Indipendente
Svezia	Teracom	Indipendente
Norvegia	Norkring	Operatore di TLC
Finlandia	Digita OY	Indipendente
Svizzera	Swisscom	Operatore di TLC
Irlanda	RTE Nl	Broadcaster
Belgio	Norkring	Operatore di TLC

[8] Analysis Mason, "*Digital terrestrial television in Italy: market investors should be ready to exploit opportunities"*, August 2014. E' stato considerato anche il MUX affidato a Cairo Communications a seguito del *beauty contest* svoltosi nel mese di Giugno 2014.

Rai Way è attiva nel *mercato della emittenza radiofonica*, ove offre servizi di trasmissione e diffusione in tecnica analogica e digitale. La copertura del segnale in tecnologia digitale è ancora modesta in Italia, essendo sostanzialmente limitata alle regioni settentrionali. Ancorché non esista un piano di transizione al digitale (con connesso obbligo di spegnimento del segnale analogico), Rai Way è impegnata nello sviluppo di tale attività.
Rai Way è attiva anche nel *mercato della comunicazione mobile*, ove offre servizi di ospitalità (ed eventuali servizi accessori). In tale mercato Rai Way offre ospitalità alle infrastrutture attive di trasmissione degli operatori in suoi 690 siti. La domanda di spazio sulle torri rivolta da tali operatori risente dell'andamento della domanda di servizi di comunicazione mobile e delle necessità di *upgrading* delle infrastrutture collegate all'adozione di nuove tecnologie. Nonostante gli operatori in Italia siano in prevalenza proprietari delle rispettive torri, si registra una tendenza alla dismissione di tale area di attività (in una logica di razionalizzazione) ed alla stipulazione di accordi tra operatori, volti a condividere le strutture passive[9]. In tale contesto, Rai Way intende trarre profitto dei programmi degli operatori mobili allo sviluppo della rete 4G/LTE, conseguente all'acquisizione delle frequenze ottenute in asta nel settembre 2011, anche attraverso l'aumento del *tenancy ratio*.

Le attività svolte

Le attività svolte da Rai Way sono riferibili a quattro principali aree:

1. prestazione di servizi di Diffusione, i.e. di trasporto terrestre e satellitare di segnali televisivi e radiofonici agli utenti finali tramite le Reti di Diffusione, a favore di *broadcasters*;
2. prestazione di servizi di Trasmissione di segnali radiotelevisivi attraverso la rete di collegamento e di servizi di Contribuzione, i.e. di trasporto unidirezionale tra siti prestabiliti o all'interno di un'area geografica;
3. prestazione di servizi di infrastruttura *Wireless* e relativi servizi, tra cui servizi di *Tower Rental*, intesi come servizi di ospitalità di impianti di trasmissione nelle postazioni di diffusione, e di servizi di gestione e manutenzione di tali impianti prevalentemente in favore di *Mobile Network Operators*;
4. prestazione di servizi di Rete, come ad esempio servizi di progettazione, realizzazione, installazione, manutenzione di Reti di Comunicazione Elettronica.

[9] Nell'agosto 2009 Telecom Italia e Vodafone hanno siglato un accordo volto a condividere le rispettive infrastrutture passive . Analysis Mason webinar, Broadcasting and mobile towers: key factors affecting investment opportunities; January 2012.

I clienti

Il cliente principale di Rai Way è il gruppo RAI, con cui la prima intrattiene un rapporto commerciale complesso regolato dal nuovo Contratto di Servizio, stipulato nel luglio 2014. Il Contratto, esaminato in maggiore dettaglio *ultra*, prevede la fornitura in esclusiva di un servizio "chiavi in mano" a RAI, relativo alla installazione, manutenzione e gestione di reti di telecomunicazione nonché alla prestazione di servizi di trasmissione, distribuzione e diffusione di segnali e programmi radiofonici e televisivi. La caratterizzazione "chiavi in mano" del servizio prestato da Rai Way alla controllante Rai discende dal fatto che Rai Way è proprietaria anche delle strutture c.d. attive di trasmissione.
Oltre che alla capogruppo RAI, Rai Way vende i suoi servizi ad una gamma variegata di operatori, principalmente riferibili a :

- *broadcasters*, emittenti radiotelevisivi nazionali e locali;
- operatori di telecomunicazione, tra cui principalmente operatori di telefonia mobile;
- Pubbliche Amministrazioni e società private.

Il modello di business

Il modello di business di Rai Way si caratterizza per:

- un grado elevato di visibilità e stabilità, grazie alla sottoscrizione di contratti commerciali di medio-lungo termine;
- un basso grado di rischio, grazie al controllo degli *assets* critici non replicabili (infrastruttura di rete, personale specializzato, competenze tecniche) necessari allo svolgimento dell'attività svolta ed allo sviluppo di nuove attività correlate;
- una elevata redditività, grazie all'elevato livello di efficienza operativa degli *assets* ed alle azioni di razionalizzazione dei costi realizzate;
- una elevata capacità di generazione di cassa;
- opportunità di crescita collegate: nel settore *broadcasting* alla evoluzione delle tecniche trasmissive (adozione dello standard DVB-T2, e collegata diffusione della programmazione in alta definizione) ed alla ridefinizione delle risorse frequenziali; nel settore del *tower rental* allo sviluppo delle reti 4G/LTE da parte degli operatori di telecomunicazioni mobili.

I principali contratti

Il principale contratto di Rai Way è costituito dal Nuovo Contratto di Servizio sottoscritto con la controllante Rai il 31 luglio 2014 (con efficacia dal 1 Luglio 2014), ai sensi del quale la Società fornisce in esclusiva a Rai tutti i servizi relativi e/o connessi allo sviluppo delle Reti di Comunicazione necessari per garantire:

- la regolare trasmissione e la diffusione dei MUX concessi in licenza a Rai, comprensivi di contenuti audio-video di Rai e/o si terzi;
- la regolare trasmissione del segnale radiofonico e/o televisivo relativo a contenuti audio e/o video facenti capo a Rai;
- il regolare assolvimento degli obblighi di Servizio Pubblico di RAI[10].

Esso altresì conferisce a Rai Way un diritto di prima negoziazione relativamente alla fornitura di eventuali nuovi servizi (c.d. "evolutivi", relativi allo sviluppo di nuove reti di comunicazione oppure a nuove tecnologie o standard trasmissivi) non rientranti nell'accordo, che si rendessero necessari a RAI in relazione alla evoluzione della tecnologia. Il Nuovo Contratto di servizio prevede una durata iniziale di sette anni a partire dalla sua data di efficacia (1 luglio 2014) e rinnovi taciti alla scadenza per ulteriori periodi di sette anni, fino a una durata massima di ventuno anni. Ciascuna parte può disdettare il contratto in coincidenza con ciascuna scadenza settennale, con un preavviso di dodici mesi. Il Contratto infine prevede limitazioni al diritto di recesso per RAI per i primi sette anni, limitandolo a eventi di forza maggiore, o al verificarsi di modificazioni istituzionali (quali la revoca di uno e/o più MUX). Il recesso è poi liberamente esercitabile a partire dal settimo anno, dietro pagamento di penale. Il corrispettivo convenuto a favore di Rai Way per la prestazione dei servizi descritti è determinato in un importo annuo fisso (Euro 175.000.000 per l'intero anno 2015), rivalutato annualmente dal gennaio 2016 sulla base dell'indice dei prezzi al consumo.
Altri contratti degni di nota sono i contratti stipulati con gli operatori di telefonia (MNO)[11], i quali si caratterizzano per una durata generalmente pari a sei anni. Nell'anno 2014 sono stati rinegoziati tre dei quattro principali contratti di *Tower Rental*. I nuovi contratti prevedono: una articolazione del corrispettivo in due parti, una fissa e una variabilizzata suscettibile di attivarsi al superamento di una soglia base definita in termini

[10] Rai svolge il Servizio Pubblico generale radiotelevisivo sulla base di convenzione stipulata nel 1994 con il Ministero e valida sino al 6 maggio 2016. Ai sensi della Convenzione Rai stipula a cadenza triennale un apposito contratto di servizio con il ministero, il quale disciplina a livello tecnico le modalità egli standard qualitativi relativi alla erogazione del Servizio Pubblico da parte di Rai, nonché le specifiche in materia di di qualità tecnica e gestione degli impianti di diffusione del segnale. L'ultimo contratto stipulato è in *prorogatio* dal 2012.
[11] I primi quattro clienti terzi di Rai Way (diversi da Rai) sono tutti operatori di telefonia mobile (Telecom Italia Spa, Vodafone Omnitel B.V., Wind Telecomunicazioni SpA, H3G SpA). Complessivamente da essi Rai Way ha ritratto una quota pari al 11,7% dei ricavi nei primi nove mesi del 2014 (dati pro-forma).

di numero di apparati installati presso i Siti di Rai Way; e soluzioni commerciali innovative volte ad incentivare il consolidamento della relazione commerciale nell'ambito di progetti di sviluppo di reti di nuova generazione a fronte dell'impegno triennale dell'operatore a non dismettere postazioni. Il fattore incentivante è differenziato in relazione alla presenza contemporanea di più operatori (mobili) nello stesso Sito. Esso è volto a massimizzare il *tenancy ratio* in capo alla Società, tenuto conto dell'importante effetto leva che esso contribuisce a generare. L'addizione di ospiti marginali sulle torri si caratterizza infatti per costi/investimenti marginali estremamente ridotti[12].

Larga parte dei corrispettivi previsti dai contratti sono oggetto di rideterminazione annuale sulla base dell'andamento dell'indice dei prezzi al consumo.

La dotazione di assets

Rai Way dispone di 2.300 siti dotati di infrastrutture e impianti per la trasmissione e diffusione dei segnali radiotelevisivi sull'intero territorio nazionale, di 23 sedi operative e di un organico altamente specializzato costituito da circa 600 risorse. La Rete si caratterizza per la massima copertura del territorio, con un coefficiente di copertura della popolazione superiore al 99%. Il 39% dei siti di Rai Way si caratterizza per essere in piena proprietà, essendo la società proprietaria di tutti gli elementi fisici fondamentali che compongono il sito; il 25% consiste di siti il cui terreno viene ceduto in locazione a Rai Way da terzi (prevalentemente enti pubblici); il residuo 36% riguarda invece siti nei quali la società è proprietaria dei soli sistemi trasmissivi.

Tabella 5: Ripartizione dei siti di Rai Way in relazione al titolo di proprietà

Siti in piena proprietà	39%
Siti con terreni non di proprietà	25%
Ospitalità passive	36%

Con riguardo invece alle caratteristiche tecnico-dimensionali degli *assets*, la ripartizione per tipologie mostra che il 6% dei siti è costituito da Centri Trasmittenti, di grandi dimensioni, ubicati in posizioni ottimali per la copertura del territorio, consentendo il raggiungimento di ampi bacini di utenza. A tali impianti si attribuisce la capacità di raggiungere l'80% della popolazione coperta; l'11% è costituito da Ripetitori, tecnicamente analoghi ai Centri trasmittenti ma caratterizzati da inferiori dimensioni e

[12] E' stato stimato che a fronte di una necessità pari a minimo 150.000 US$ per realizzare una nuova torre, siano sufficienti circa 10.000 US$ per accomodare l'ospite marginale. Analysis Mason, cit. sl.30.

capacità di copertura; il residuo 83% è infine costituito da micro ripetitori, di dimensione e capacità di copertura ridotte.

Tabella 6: Ripartizione dei siti di Rai Way in relazione al livello di copertura

	Frequenza	Copertura
Centri trasmittenti	6%	80%
Ripetitori	11%	10%
Microripetitori	83%	9%

2.2 Situazione patrimoniale ed economica di Rai Way

La già citata rinegoziazione dei termini del Contratto di Servizio, avvenuta il 31 luglio u.s., ha generato un'importante discontinuità nella rappresentazione della situazione patrimoniale ed economica di Rai Way. In particolare, il Nuovo Contratto disciplina le condizioni dei servizi che Rai Way è tenuta ad offrire in esclusiva a Rai, ed in questo ambito include un leasing operativo avente ad oggetto l'infrastruttura di rete di proprietà di Rai Way, a differenza del Contratto di Servizio precedente che includeva un leasing finanziario sullo stesso oggetto. In conseguenza della citata modificazione, si sono prodotte le seguenti variazioni nella modalità di rendicontazione contabile:

a) Sotto il profilo patrimoniale:
    a. la iscrizione di Attività materiali e Attività immateriali componenti la Rete, cui corrisponde in contropartita la eliminazione contabile dei crediti finanziari vantati dalla Società nei confronti di Rai per effetto del leasing finanziario (cessato con il Contratto di Servizio 2000-2014);
    b. la riclassificazione delle Rimanenze rappresentate dai Lavori in corso su ordinazione fra le Attività materiali in corso e acconti[13];
    c. il riconoscimento di un Fondo smantellamento e ripristino siti, determinato sulla base del valore attuale dei costi che la Società stima di dover sostenere in futuro per ripristinare le aree in affitto allo stato in cui esse si trovavano precedentemente alla installazione delle opere ivi realizzate .
b) Sotto il profilo economico:
    a. la rilevazione fra i Ricavi della componente dei corrispettivi contrattuali che nell'ambito della rappresentazione contabile del leasing finanziario implicito nel vecchio Contratto era rilevata a decurtazione del credito finanziario vantato dalla Società nei confronti di Rai;
    b. la rilevazione di quote di ammortamento sistematico sulla base delle vite utili economico-tecniche delle Attività materiali ed immateriali iscritte;
    c. la cessazione dell'addebito di interessi attivi sui crediti vantati nei confronti di Rai nell'ambito del leasing finanziario, venuto meno con l'entrata in vigore del nuovo Contratto.

Di conseguenza, sono stati costruiti un Conto economico novestrale al 30 settembre 2014 e un Conto Economico per l'esercizio 2013 pro-forma al fine di rappresentare

[13] Per effetto di questa riclassifica è anche cambiata la modalità di iscrizione degli investimenti nella Rete, i quali nella vigenza del vecchio Contratto venivano inizialmente registrati tra le rimanenze di magazzino e successivamente riclassificati come crediti finanziari al momento della cessione degli stessi in leasing finanziario a Rai (p 108 Prospetto). A partire dal 1 luglio 2014, tali investimenti vengono invece iscritti tra le Investimenti in Attività Materiali.

retroattivamente gli effetti della sottoscrizione del Nuovo Contratto di Servizio, del Nuovo Contratto Passivo di Servizi[14] e dell'accordo integrativo al Contratto di Locazione e fornitura di servizi connessi, e per tale via, simulare gli effetti economici e patrimoniali conseguenti che ne sarebbero derivati se la sottoscrizione fosse avvenuta in data 1 gennaio 2014. Entrambi i documenti sono stati assoggettati a revisione contabile. La sottoscrizione dei nuovi contratti non ha modificato la titolarità giuridica sugli *assets*, bensì la modalità di rappresentazione contabile del contratto di locazione della rete e le tariffe applicate tanto per i servizi prestati da Rai Way a Rai quanto per quelli prestati da quest'ultima a Rai Way (nell'ambito dei contratti Passivo e di Locazione). L'analisi che segue si concentra sui soli dati pro-forma, tenuto conto della perdita di significatività dei dati storici a seguito della sottoscrizione del Nuovo Contratto.

La situazione patrimoniale

Tabella 1: Situazione Patrimoniale Riclassificata di Rai Way al 30.92014

	9M14 Actual
Attività materiali	246.149
Attività immateriali	566
Differite attive	5.335
Attività finanziarie non correnti	343
Capitale Immobilizzato	**252.393**
Capitale circolante commerciale netto	**8.133**
Capitale Investito	**260.526**
Patrimonio Netto	**147.483**
Posizione Finanziaria Netta	**72.972**
Benefici per i dipendenti	21.150
Altre passività	18.921
	260.526

La situazione patrimoniale della Società al 30.9.2014 mostra il prevalere del Capitale Immobilizzato, pari a circa il 97% della consistenza del capitale investito. Le attività immobilizzate sono pressoché integralmente costituite da Attività materiali (immobili, impianti e attrezzature relative alla reti di trasmissione).

La Società mostra un modesto livello di indebitamento. L'incidenza della Posizione finanziaria netta sul Capitale Investito al 30 settembre 2014 è pari al 33%. Al 30 settembre 2014, la Società deteneva un contratto di gestione della tesoreria centralizzata

[14] Cfr ultra, al punto La struttura dei costi.

affidata alla controllante RAI, in forza del quale avveniva il trasferimento giornaliero dei saldi positivi e negativi su apposito conto inter-societario. Ad esso era attribuibile il 98% della posizione finanziaria a quella data. A seguito della quotazione, la Società intende dotarsi di una politica finanziaria autonoma, attraverso la risoluzione di tale contratto di gestione della tesoreria centralizzata e la stipula di un Nuovo Contratto di Finanziamento con primari istituti bancari. In tale ambito, la Società provvederà alla estinzione dell'attuale rapporto di finanziamento della controllante.

La situazione economica

Tabella 2: Ricavi di Rai Way per l'esercizio 2013 e per i 9M2014 pro-forma

€ migliaia	2013 PF	%	9M14 PF	%
Ricavi da RAI	172.067	*82,6%*	128.909	*83,1%*
Ricavi da Terzi	36.230	*17,4%*	26.340	*17,0%*
Ricavi da Servizi di Diffusione (altri clienti)	1.500	*0,7%*	770	*0,5%*
Ricavi di Servizi di Trasmissione (altri clienti)	830	*0,4%*	490	*0,3%*
Servzi di Tower Rental	33.300	*16,0%*	24.700	*15,9%*
Servizi di Rete	600	*0,3%*	380	*0,2%*
Ricavi totali	**208.367**	***100,0%***	**155.210**	***100,0%***

L'83% ca dei Ricavi di Rai Way deriva dallo svolgimento di attività presso la controllante Rai, in forza del già citato Contratto di Servizio. Il residuo 17% deriva dallo svolgimento di attività presso terzi, tra cui principalmente l'attività di *Tower Rental* a *Mobile Network Operator*. L'incidenza di questa tipologia di ricavi è pari al 16% dei Ricavi complessivi e a circa il 94% dei ricavi da terzi.

Tabella 3: Grado di concentrazione dei ricavi di Rai Way per cliente

	2013 PF	%	9M14 PF	%
Primo cliente (Rai)	172.067	*82,6%*	128.909	*83,1%*
Primi 4 clienti (diversi da Rai)	24.737	*11,9%*	18.205	*11,7%*
Altri	11.564	*5,5%*	8.096	*5,2%*
	208.368	*100,0%*	155.210	*100,0%*

L'analisi del grado di concentrazione dei ricavi per cliente mostra che la percentuale dei ricavi derivanti dalla prestazione di servizi di *Tower Rental* riconducibili ai quattro operatori di telefonia domestici clienti di Rai Way è pari a 11,7% (e cioè al 74% circa dei ricavi complessivi di questa area di attività).

Come già rilevato, la rinegoziazione del Contratto di Servizio rende non significativa l'analisi della dinamica storica dei ricavi, con riguardo alla componente relativa ai servizi prestati alla controllante. La dinamica dei ricavi 2014 (proporzionata ad anno) rispetto al 2013 pro-forma mostra una lieve diminuzione (-4%).

La struttura dei costi

Contemporaneamente alla rinegoziazione del Contratto di Servizio, Rai Way e la controllante RAI hanno anche rinegoziato il Nuovo Contratto Passivo di Servizi e il Contratto di Locazione. Il primo regolamenta la condizioni alle quali Rai fornisce alla Società servizi *corporate* (tra cui: servizi di Amministrazione , servizi Generali, Servizio di Centro ricerche e Innovazione Tecnologica, Servizio di Amministrazione del Personale). Il costo annuo connesso alla erogazione di tali servizi si riduce di Euro 2,29 milioni, passando da Euro 7,99 milioni a Euro 5,69 milioni. L'Accordo integrativo al Contratto di Locazione e di fornitura di servizi connessi riguarda le condizioni alle quali la controllante cede in locazione immobili di proprietà alla controllata Rai Way. Il canone di locazione annuale si riduce di 1,09 milioni, passando da Euro 8,08 milioni a Euro 6,99 milioni. I Conti Economici pro-forma si fondano sulla rappresentazione in chiave retrospettiva anche di queste variazioni contrattuali intercorse. Le altre categorie di costo rimangono invece immodificate.

Complessivamente, nell'anno 2013 la struttura dei costi operativi ha una incidenza pari a circa il 75,5% dei ricavi pro-forma (72,4% nei primi nove mesi del 2014), cui consegue un tasso di marginalità operativa pari a 24,5% (27,6% nei primi nove mesi del 2014). Al netto degli Ammortamenti e delle svalutazioni, tale incidenza scende al 51% (50,1% nei primi nove mesi del 2014), cui consegue un tasso di marginalità operativa lorda pari a 49% circa (50% nei primi nove mesi del 2014). In questo ambito il costo per il personale è la componente più rilevante (24% circa dei Ricavi totali nel 2013, 21,3% nei primi nove mesi del 2014). La riduzione del costo del personale trae beneficio dal piano straordinario di incentivazione all'esodo volontario varato dalla Società nel 2013 con obiettivi di razionalizzazione dei costi e di avvicendamento delle risorse. All'iniziativa hanno aderito 42 dipendenti, a fronte di oneri per la Società complessivamente pari a Euro 3,56 milioni. I costi per servizi, complessivamente pari a Euro 51,8 milioni (Euro 41,24 nei primi nove mesi del 2014), mostrano una incidenza pari a circa il 25% dei Ricavi (26,6% nei primi nove mesi del 2014). Essi riguardano principalmente: costi per prestazioni da contratto di servizio *intercompany* (Euro 15,9 milioni, pari a circa il 7,6% dei Ricavi). Tali costi si riferiscono alla fornitura di servizi corporate da parte della Capogruppo descritti *supra*. La loro incidenza è prevista diminuire a seguito della citata rinegoziazione; costi per Utenze,

tra cui prevalentemente Energia Elettrica (Euro 15,9 milioni, pari a ca il 7,6% dei Ricavi 2013 pro-forma, in crescita per effetto dell'incremento delle tariffe); costi per affitti e noleggi (Euro 11,34 milioni, pari a circa il 5,4% dei Ricavi), relativi ai costi sostenuti per l'affitto di fabbricati e per il noleggio di impianti e apparati, in riduzione grazie anche a politiche di ottimizzazione.

Tabella 4: Risultati di Rai Way per l'esercizio 2013 e per i 9M2014 pro-forma

€ migliaia	2013 PF	%	9M14 PF	%
Ricavi da RAI	172.067	*82,6%*	128.909	*83,1%*
Ricavi da Terzi	36.230	*17,4%*	26.340	*17,0%*
Ricavi totali	**208.367**	***100,0%***	**155.210**	***100,0%***
Altri ricavi e proventi	2.487	*1,2%*	2.940	*1,9%*
Costi per acquisti materiali di consumo	-1.862	*-0,9%*	-1.192	*-0,8%*
Costi per servizi	-51.816	*-24,9%*	-41.243	*-26,6%*
Costi per il personale	-49.705	*-23,9%*	-33.136	*-21,3%*
Alri costi	-3.015	*-1,4%*	-2.185	*-1,4%*
Tot costi op	106.398	*51,1%*	77.756	*50,1%*
Ammortamenti e svalutazioni	-52.159	*-25,0%*	-37.572	*-24,2%*
Accantonamenti	-1.185	*-0,6%*		*0,0%*
Tot costi op + ammti	*159.742*		*115.328*	
Utile operativo	**51.112**	***24,5%***	**42.822**	***27,6%***
Proventi finanziari	71	*0,0%*	174	*0,1%*
Oneri finanziari	-3.199	*-1,5%*	-1.610	*-1,0%*
Totale proventi e oneri finanziari	**-3.128**	***-1,5%***	**-1.436**	***-0,9%***
Utile prima delle imposte	**47.984**	***23,0%***	**41.386**	***26,7%***
Imposte sul reddito	-17.157	*-8,2%*	-14.490	*-9,3%*
Utile del periodo	**30.827**	***14,8%***	**26.896**	***17,3%***

Investimenti

La principale attività di investimento della Società riguarda la Rete di trasmissione e consiste in interventi volti alla sua estensione, al mantenimento dei livelli di servizio attesi nonché all'adeguamento degli standard tecnologici. Tali investimenti si articolano su una successione di attività prolungate nel tempo, talché tali investimenti possono richiedere tempi non brevi per entrare a far parte della capacità produttiva aziendale[15]. Negli anni

[15] Le principali attività richieste dall'attività di investimento nella Rete consistono in: acquisizione della disponibilità dei terreni su cui realizzare i siti; progettazione edile, radioelettrica, tecnologica degli impianti; realizzazione e adeguamento delle infrastrutture per l'installazione di Apparecchiature, Impianti e sistemi di

passati, la Società ha sostenuto importanti investimenti di digitalizzazione della Rete utile alla trasmissione del segnale televisivo in tecnica digitale. Con il completamento della transizione al digitale, avvenuta nel 2012, l'attività di investimento aziendale si è ridotta, portandosi al 10% circa dei ricavi.

Tabella 5: Evoluzione degli investimenti nella Rete

€ migliaia	9M 2014	2013	2012	2011
Investimenti nella Rete	11.366	22.871	75.667	88.037
Investimenti/Ricavi p.f.	n.s.	11,0%	n.d.	n.d.

Nell'ultimo periodo (Esercizio 2013 e primi nove mesi 2014), l'attività di investimento della Società si è concentrata sulla manutenzione e sull'*upgrading* tecnologico, parte dei quali richiesti ai fini dell'assolvimento degli obblighi di servizio, quali gli investimenti relativi al completamento della digitalizzazione della rete (radio), all'ampliamento della copertura dei segnali in HD e al miglioramento della ricezione del MUX1.

antenna; fornitura e installazione di Apparecchiature e impianti ; direzione lavori e collaudi delle opere, delle Apparecchiature e degli Impianti. (Prospetto, p 109)

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

3. APPROCCIO VALUTATIVO E DESCRIZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE

3.1 La scelta del criterio principale di valutazione

Gli approcci di valutazione normalmente utilizzati ai fini della stima del valore delle aziende (qualunque sia la configurazione di valore ricercata) sono:

1. l'approccio del reddito (*income approach*);
2. l'approccio di mercato (*market approach*);
3. l'approccio patrimoniale (*asset approach* o *cost approach*);

o loro varianti conosciute come criteri misti patrimoniali e reddituali.

Ai fini della scelta del criterio di valutazione più adatto a fungere da criterio principale occorre considerare quattro elementi principali:

a) la finalità della valutazione;
b) il bene oggetto di conferimento;
c) le caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione;
d) l'informazione disponibile.

Di seguito un analisi di ciascuno dei profili rilevanti.

a) La finalità della valutazione

   Oggetto dell'incarico è la stima ai sensi del secondo comma, lettera b) dell'articolo 2343-ter del Codice Civile, del valore del 100% delle azioni di Rai Way S.p.A. al 31.12.2014. Lo scopo che la richiamata disposizione di legge intende perseguire è evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti artificiosamente incrementato. La valutazione a fini di conferimento deve pertanto essere ispirata ad un generale principio di prudenza. Tale principio deve garantire che il valore dei beni conferiti rappresenti un valore in atto e non un mero valore potenziale.

b) Il bene oggetto di conferimento

   Oggetto di conferimento è la totalità del pacchetto azionario di Rai Way S.p.a. in una prospettiva *stand alone*. Ciò comporta che oggetto di valutazione è un pacchetto azionario che trasferisce il controllo delle attività di Rai Way così che, di conseguenza, la valutazione deve essere compiuta adottando la prospettiva del controllo e non di quella dell'azionista di minoranza.

c) Le caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione

Rai Way, come si è descritto nel precedente capitolo si caratterizza per i seguenti elementi qualificanti:

i. è un operatore infrastrutturale non replicabile, dotato di una infrastruttura di torri di alta qualità, pienamente integrata in grado di offrire servizi su base *one-stop shop*, in un contesto di scarsità di siti strategici "liberi";
ii. è caratterizzato da un business dotato di alta visibilità (intesa come prevedibilità dei risultati attesi), principalmente per la natura pluriennale dei contratti con la clientela e per gli elevati costi di *switch* per la clientela stessa;
iii. gode della stabilità del principale cliente (RAI) e di un contratto con questi rinnovabile per un arco temporale complessivo di 21 anni;
iv. ha una elevata dotazione di beni intangibili (*in primis*, i contratti con i clienti) non iscritti in bilancio (in quanto di formazione interna);
v. è in grado di mantenere e accrescere il valore reale dei risultati in un contesto inflazionistico per via della quasi totale indicizzazione dei ricavi all'inflazione e di una limitata indicizzazione dei costi all'inflazione stessa;

d) L'informazione disponibile

A questo riguardo, oltre a richiamare il fatto che lo scrivente ha dovuto fare affidamento esclusivamente su informazione pubblica, vanno altresì rilevati:

i. l'assenza di società e di transazioni comparabili che possano fornire una base solida di riferimento ai fini della valutazione. Ciò ha condotto lo scrivente a scartare l'uso dell'approccio di mercato come metodo principale e ad utilizzare l'approccio di mercato come mero criterio di controllo;
ii. una elevata dotazione di intangibili di formazione interna (la quotazione di borsa del titolo Rai Way al 23 febbraio 2015 – pari ad euro 3,69 - esprimeva un multiplo rispetto al patrimonio netto contabile[16] *Price-to-Book Value per share* pari a 6,34x. Il prezzo di Offerta, pari ad euro 4,50 per azione esprime un multiplo *Price-to-Book Value per share* pari a 7,72x) e di natura specifica (tipicamente il contratto con Rai costituisce un *asset* intangibile peculiare di Rai Way). Ciò ha condotto, in assenza di informazione privata che potesse permettere una stima analitica della

[16] Book value per share (mediana della stima degli analisti) al 31.12.2014 pari a 0,5929.

dotazione dei beni intangibili di Rai Way, a scartare l'uso di criteri patrimoniali (con valutazione autonoma dei beni intangibili)[17];

iii. la disponibilità di previsioni formulate dagli *equity analysts* che seguono il titolo Rai Way fondate su analisi approfondite del business e dei suoi rischi riportate negli *initial coverage reports* degli analisti stessi (essendo Rai Way una recente matricola di borsa). Ciò ha indotto lo scrivente a ritenere che la migliore stima del valore dei beni oggetto di conferimento fosse ottenibile attraverso un approccio reddituale (*income approach*). Nell'ambito di tale approccio lo scrivente ha selezionato come criterio di elezione il *Discounted Cash Flow* – DCF nella versione *asset side*. Tale criterio ricava il valore dell'*equity* dell'entità oggetto di valutazione (ovvero il valore del 100% delle azioni di Rai Way) per differenza fra il valore delle attività (c.d. *Enterprise Value*) ed il debito finanziario netto. Il valore delle attività è ottenuto scontando i flussi di cassa *unlevered* ad un costo del capitale medio ponderato (wacc) espressivo di una struttura finanziaria normale (che non coincide con la struttura finanziaria effettiva della società, quando questa non esprime un struttura finanziaria ottimizzata).

Tutto ciò premesso lo scrivente si è attenuto al principio di prudenza nei vari passaggi dell'applicazione del criterio principale (DCF). In particolare lo scrivente ha scelto di:

1. non formulare alcuna autonoma previsione dei risultati operativi attesi di Rai Way;
2. non fare uso delle proiezioni utilizzate dall'*advisor* di cui si è avvalsa EI Towers;

e di fondarsi invece sul consenso (mediana) delle previsioni degli analisti di mercato riferite al solo orizzonte di previsione esplicita per il quale fossero disponibili le previsioni di tutti gli analisti La scelta va intesa nel senso di aver voluto: a) attribuire (in assenza di informazione privata) massimo peso all'informazione di fonte esterna e b) rendere più facilmente verificabile la natura degli *input* chiave della valutazione. Pertanto la valutazione esclude qualsiasi intervento di ottimizzazione o di scalabilità del *network* delle torri di Rai Way attraverso un incremento del *tenancy ratio*[18] diverso da quello che il

[17] Il valore delle attività intangibili può naturalmente essere colto anche attraverso valutazioni fonfdate su criteri reddituali. Cfr. in tal senso Stephen Penman "*Accounting for Intangible Assets: there is also an Income Statement*, CEASA-*Center for Excellence in Accounting and Security Analysis*, Columbia University, Occasional Paper, June 2009. Scaricabile dal sito: www8.gsb.columbia.edu/rtfiles/ceasa/SP%20Occasional%20Paper%20-%20Intangible%20Assets%20final.pdf

[18] *Tenancy ratio* si riferisce al numero medio di *tenants* per torre, ovvero il numero medio di operatori che affittano lo spazio sulle torri o direttamente le infrastrutture attive delle torri. Maggiore è il numero di *tenants* maggiore è il ricavo per torre e di riflesso più breve è il *payback period* per l'operatore infrastrutturale.

consenso degli analisti di mercato si attende verrà realizzato dal management di Rai Way in prospettiva *stand alone*. Ciò equivale a dire che la valutazione non considera nessun premio di ottimizzazione di natura operativa.

Nella stima del saggio di sconto (*wacc*) si è assunta invece una struttura finanziaria ottimizzata, diversa dalla struttura finanziaria corrente di Rai Way in quanto quest'ultima presenta margini rilevanti di capacità di indebitamento non ancora sfruttata[19]. Poiché:

a) la capacità di indebitamento non sfruttata è fonte di valore in atto (e non di valore potenziale, essendo legata alla capacità dell'impresa di generare Ebitda corrente);

b) la ottimizzazione della struttura finanziaria è una politica che il soggetto che detiene il controllo può realizzare in ogni momento senza costi, al contrario degli azionisti di minoranza;

nella prospettiva della valutazione della totalità delle azioni di Rai Way è necessario considerare tale beneficio.

La struttura finanziaria ottimizzata è stata fatta coincidere con un rapporto "Debito finanziario netto/Ebitda" pari a 2,5x (corrispondente alla struttura finanziaria obiettivo dichiarata anche da EI Towers nella presentazione del proprio piano finanziario al 30 settembre 2014[20], quindi antecedente all'OPASc). Va segnalato che l'integrale adesione all'Offerta comporterebbe per EI Towers l'assunzione di un livello di debito finanziario pari a circa cinque volte l'Ebitda[21], ancorché destinato a ridursi per via della generazione di cassa operativa, ma comunque ben superiore alla struttura finanziaria considerata ottima ai fini della presente relazione.

[19] Come è noto l'aumento del *leverage* entro limiti normali (ovvero in assenza di costi di dissesto) accresce il valore dell'impresa per effetto del beneficio fiscale della deducibilità degli oneri finanziari.

[20] "*In absence of visibility on transformational transactions in the next quarters, EI Towers management view is to proceed with a progressive releverage of the company up to 2.5x Net Debt Ebitda [note: gearing level compatible, according to Company's estimates, with an Investment Grade rating status"]. within the Business Plan time horizon*" EI Towers- Investor Day, Milan, 30 september 2014, slide pag. 60

[21] "*Il Gruppo Ei Towers post Offerta avrà una struttura del capitale più efficiente (indebitamento pro-forma di c. 5x EBITDA, ovvero c. 40% delle fonti in linea con gli altri operatori internazionali leader di settore*" Comunicato di EI Towers del 24 Febbraio 2015, pag. 5.

3.2 Discounted Cash Flows

La stima del valore della totalità delle azioni Rai Way è ottenuta per somma algebrica dei seguenti addendi/minuendi:

A. Enterprise Value (addendo): stimato sulla base del criterio *Discounted Cash Flow – DCF* in versione *Asset Side*;

B. Posizione Finanziaria Netta al 31.12.2014 (minuendo): così come desunta, in assenza di informazioni pubbliche di fonte Rai Way al 31.12.2014, dalle stime degli *equity analysts* che seguono il titolo Rai Way, pari a 66 milioni di euro;

C. Passività relativa al trattamento fine rapporto al 31.12.2014 (minuendo): così come desunto dai *report* di *Banca IMI* ed *Exane BNP Paribas,* pari a 21 milioni di euro.

La formula di valutazione dell'*Enterprise Value* è costituita dal *Discounted Cash Flow* per cui il valore delle attività è pari alla somma tra:

1. il valore attuale dei flussi di cassa *unlevered* (*Free Cash Flows – FCF*) lungo un orizzonte di previsione di quattro anni (2015-2018[22]) così come desunti dal consenso degli *equity analysts*, al netto degli opportuni aggiustamenti per tener conto dell'eterogeneità dei dati e di aggiornamento degli stessi alle ultime informazioni disponibili;
2. il valore attuale dei flussi di cassa realizzabili oltre il periodo di previsione esplicita, normalizzati per tener conto di un orizzonte indefinito.

La formula utilizzata è la seguente:

$$Enterprise\ Value = \sum_{t=2015}^{2018} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^{t-2014}} + \frac{1}{(1+WACC)^{2018-2014}} \times \frac{FCF_{2018}^{TV} \times (1+g)}{(WACC-g)}$$

dove*:*

- FCF_t = *Unlevered Free Cash Flow* (anche *Free Cash Flow* o flusso di cassa operativo) nel periodo di previsione esplicita;
- FCF_{2018}^{TV}= *Unlevered Free Cash Flow* (anche *Free Cash Flow* o flusso di cassa operativo) utilizzato ai fini della costruzione del valore terminale, normalizzato in relazione a componenti di risultato che non sono ripetibili a tempo indefinito;
- WACC = costo medio ponderato del capitale;
- g = saggio di crescita degli FCF.

[22] Il razionale di tale scelta è descritto in seguito nel paragrafo in cui sono descritti i flussi rilevanti.

3.3 I flussi rilevanti

Come accennato in precedenza la stima del valore di Rai Way, in assenza di un piano comunicato al mercato, si è dovuta fondare su informativa pubblica e, in particolare, sulle stime di consenso degli *equity analysts* che seguono il titolo Rai Way. La tabella 1 riporta le stime di consenso degli analisti per ciascuna variabile economica, così come riportate nei *reports* censiti al 23 Febbraio 2015[23].

Dall'analisi dei flussi di cassa stimati dagli analisti emerge che:

1. la maggior parte degli analisti (4 su 6) effettua previsioni economiche sino al 2018, nonostante vi sia elevata visibilità sul business per un orizzonte temporale più protratto grazie al fatto che i principali contratti hanno durata ben oltre il 2018;
2. solo due analisti (*Exane BNP Paribas* e *Banca IMI*) considerano, separatamente dalle stime di *capex*, il valore attuale degli oneri necessari a ripristinare i siti dove sono insediate le torri. La maggior parte degli analisti cattura tale componente all'interno della stima del *capex* di piano, mentre i due analisti citati[24] considerano una *provision* pari al valore attuale degli oneri futuri scontati al WACC;
3. tutti i *free cash flow* degli analisti presentano al 2018 ammortamenti superiori rispetto ai *capex*, per via del picco di investimenti sostenuti in passato (passaggio dall'analogico al digitale) e nei primi due anni di piano, necessari completamento dell'ammodernamento della rete di trasmissione. Tali investimenti hanno natura straordinaria (come confermato dai report degli analisti e dal *management* EI Towers) in quanto legati allo *switch off* e al completamento del passaggio alla piattaforma digitale;
4. tutti gli analisti, eccetto *Exane BNP Paribas*, hanno tenuto conto di un'aliquota d'imposta marginale[25] che non considera i benefici derivanti dall'art 1, comma 20 della legge 190/2014 (Legge di Stabilità).

[23] L'elenco completo dei reports su Rai Way resi disponibili da EI Towers è riportato in nota 6 del paragrafo 1.5.
[24] In realtà Banca IMI esplicita il metodo di calcolo della *provision* mentre Exane BNP Paribas presenta tale importo sotto la voce "*Provision for risk & charges – Allowances*".
[25] L'aliquota è definita marginale quando raccoglie in sé gli effetti fiscali delle imposte sul reddito (in Italia si tratta dell'IRAP e dell'IRES).

Tabella 1: Stime di consenso degli *equity analysts* al 23.02.2015

Sales Consensus Estimates

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Equita	09/02/2015	211,9	216,9	221,8	223,5								
Exane BNP Paribas	29/01/2015	213,0	221,0	229,0	232,0	238,0	242,0	247,0	252,0	257,0	262,0	268,0	312,0
Banca IMI	26/01/2015	212,5	217,2	222,0	225,5	227,7	229,9	232,1	234,3	236,6	238,8	238,8	
Citi	30/12/2014	210,8	213,5	221,8	224,6								
Credit Suisse	30/12/2014	217,4	228,8	236,9	241,9								
Mediobanca	30/12/2014	214,3	220,5	224,6	228,7								
Media		**213,3**	**219,7**	**226,0**	**229,4**	**232,9**	**236,0**	**239,6**	**243,2**	**246,8**	**250,4**	**253,4**	**312,0**
Mediana		**212,8**	**218,9**	**223,3**	**227,1**	**232,9**	**236,0**	**239,6**	**243,2**	**246,8**	**250,4**	**253,4**	**312,0**

EBITDA Consensus Estimates

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Equita	09/02/2015	107,0	109,8	113,0	113,9								
Exane BNP Paribas	29/01/2015	109,0	114,0	120,0	121,0	124,0	127,0	129,0	132,0	134,0	137,0	140	159
Banca IMI	26/01/2015	106,5	110,4	114,4	117,2	118,8	120,3	121,9	123,5	125,1	126,8	126,8	
Citi	30/12/2014	107,0 *	109,4 *	117,3 *	119,5 *								
Credit Suisse	30/12/2014	110,1	119,8	126,9	131,0								
Mediobanca	30/12/2014	106,3	111,4	114,4	116,3								
Media		**107,7**	**112,5**	**117,7**	**119,8**	**121,4**	**123,7**	**125,5**	**127,8**	**129,6**	**131,9**	**133,4**	**159,0**
Mediana		**107,0**	**110,9**	**115,9**	**118,4**	**121,4**	**123,7**	**125,5**	**127,8**	**129,6**	**131,9**	**133,4**	**159,0**

** Valore desunto sommando gli ammortamenti all'EBIT*

Ammortamenti

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Equita	09/02/2015	47,9 *	45,4 *	42,9 *	40,4 *								
Exane BNP Paribas	29/01/2015	48,0 *	45,0 *	43,0 *	40,0 *	38,0 *	36,0 *	33,0 *	31,0 *	30,0 *	31,0 *	32,0 *	39,0 *
Banca IMI	26/01/2015	48,0 *	45,3 *	42,5 *	41,3 *	41,6 *	41,8 *	42,1 *	42,4 *	42,7 *	43,0 *	26,3 *	
Citi	30/12/2014	48,6	46,1	43,6	41,1								
Credit Suisse	30/12/2014	50,4 *	47,9 *	44,9 *	41,6 *								
Mediobanca	30/12/2014	47,7 *	46,7 *	45,7 *	44,7 *								
Media		**48,4**	**46,1**	**43,8**	**41,5**	**39,8**	**38,9**	**37,6**	**36,7**	**36,4**	**37,0**	**29,2**	**39,0**
Mediana		**48,0**	**45,8**	**43,3**	**41,2**	**39,8**	**38,9**	**37,6**	**36,7**	**36,4**	**37,0**	**29,2**	**39,0**

**Valore desunto dalla differenza tra EBITDA ed EBIT*

EBIT Consensus Estimates

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Equita	09/02/2015	59,1	64,4	70,1	73,5								
Exane BNP Paribas	29/01/2015	61,0	69,0	77,0	81,0	86,0	91,0	96,0	101,0	104,0	106,0	108	120
Banca IMI	26/01/2015	58,5	65,1	71,9	75,9	77,2	78,5	79,8	81,1	82,4	83,8	100,5	
Citi	30/12/2014	58,4	63,3	73,7	78,4								
Credit Suisse	30/12/2014	59,7	71,9	82,0	89,4								
Mediobanca	30/12/2014	58,6	64,7	68,7	71,6								
Media		**59,2**	**66,4**	**73,9**	**78,3**	**81,6**	**84,8**	**87,9**	**91,1**	**93,2**	**94,9**	**104,3**	**120,0**
Mediana		**58,9**	**64,9**	**72,8**	**77,2**	**81,6**	**84,8**	**87,9**	**91,1**	**93,2**	**94,9**	**104,3**	**120,0**

CAPEX Consensus Estimates

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Equita	09/02/2015	-41,2	-41,7	-22,2	-22,3								
Exane BNP Paribas	29/01/2015	-44,0	-45,0	-27,0	-28,0	-29,0	-29,0	-30,0	-30,0	-31,0	-31,0	-32	-39
Banca IMI	26/01/2015	-45,0	-45,0	-25,0	-25,0	-25,0	-25,3	-25,5	-25,8	-26,0	-26,3	-26,3	
Citi	30/12/2014	-40,0	-40,0	-25,0	-25,0								
Credit Suisse	30/12/2014	-37,4	-37,2	-27,6	-26,9								
Mediobanca	30/12/2014	-46,0	-45,0	-40,0	-28,0								
Media		**-42,3**	**-42,3**	**-27,8**	**-25,9**	**-27,0**	**-27,2**	**-27,8**	**-27,9**	**-28,5**	**-28,7**	**-29,2**	**-39,0**
Mediana		**-42,6**	**-43,4**	**-26,0**	**-26,0**	**-27,0**	**-27,2**	**-27,8**	**-27,9**	**-28,5**	**-28,7**	**-29,2**	**-39,0**

Delta NWC Consensus Estimates

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Equita	09/02/2015	15,0	0,0	-15,0	0,0								
Exane BNP Paribas	29/01/2015	-1,0	-1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Banca IMI	26/01/2015	3,5	-1,4	-5,0	-1,2	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	
Citi	30/12/2014	-3,2	-1,9	-0,9	0,0								
Credit Suisse	30/12/2014	-1,5	-2,5	-1,9	-1,0								
Mediobanca	30/12/2014	-0,1	-1,0	-0,5	0,2								
Media		**2,1**	**-1,3**	**-4,1**	**-0,3**	**-0,5**	**-0,4**	**-0,4**	**-0,4**	**-0,4**	**-0,4**	**-0,4**	
Mediana		**-0,6**	**-1,2**	**-1,5**	**0,0**	**-0,5**	**-0,4**	**-0,4**	**-0,4**	**-0,4**	**-0,4**	**-0,4**	

NWC = Net Working Capital = Capitale Circolante Netto

FCF Consensus Estimates

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Equita	09/02/2015	60,1	45,6	51,3	65,8								
Exane BNP Paribas	29/01/2015	44,0	46,0	68,0	68,0	68,0	68,0	69,0	69,0	71,0	72,0	73	82
Banca IMI	26/01/2015	44,5	41,1	59,2	64,5	65,8	66,8	67,7	68,6	69,5	70,4	64,5	
Citi	30/12/2014	43,4	45,3	65,6	67,1								
Credit Suisse	30/12/2014	48,1	53,2	67,4	70,5								
Mediobanca	30/12/2014	40,5	43,6	50,7	64,3								
Media		**46,8**	**45,8**	**60,4**	**66,7**	**66,9**	**67,4**	**68,4**	**68,8**	**70,3**	**71,2**	**68,8**	**82,0**
Mediana		**44,3**	**45,5**	**62,4**	**66,5**	**66,9**	**67,4**	**68,4**	**68,8**	**70,3**	**71,2**	**68,8**	**82,0**

Per ragioni di prudenza, lo scrivente ha ritenuto opportuno considerare esclusivamente i primi quattro anni di previsione esplicita (sino al 2018), in quanto solo tale orizzonte consente di disporre delle stime di tutti gli analisti.

Per poter utilizzare i flussi di consenso ai fini della stima del valore di Rai Way, è necessario tuttavia uniformare ed aggiornare i criteri di determinazione dei *free cash flow*, per tener conto de:

1. il differente metodo di stima dei *capex*: al fine di poter disporre di una misura omogenea è stato necessario tradurre la *provision,* relativa agli oneri da sostenere per il ripristino dei siti, nella forma di flusso annuo equivalente (di qui anche definito *capex equivalent*). Tale operazione è stata effettuata tramite *reverse engineering* di una *perpetuity* il cui valore attuale è pari alla *provision* stimata nel *report* e il cui tasso di capitalizzazione è pari al WACC utilizzato dallo specifico analista. La tabella 2 illustra la determinazione del *capex equivalent*, mentre la tabella 3 illustra il procedimento di aggiustamento dei *capex* degli analisti;

Tabella 2: Derivazione del *capex equivalent* implicito nella *provision* relativa ai *network replacement cost*.

		A	*B*	*C = A x B*
Emittente	**Data**	**Provision (NPV of network replacement cost)**	**WACC utilizzato dall'analista**	**Capex Equivalent**
Exane BNP Paribas	30/12/2014	-20 *	6,1%	-1,2
Banca IMI	30/12/2014	-71	5,8%	-4,1

** Al netto di componente TFR*

2. la normalizzazione degli ammortamenti nel *terminal value* e la separata considerazione del beneficio derivante dai maggiori ammortamenti oltre il periodo di previsione esplicita: gli investimenti relativi ai *switch-off* sono ammortizzati lungo una vita utile che eccede il periodo di previsione esplicita considerato. Dal *report* di Banca IMI emerge che gli ammortamenti continueranno a mantenersi superiori ai *capex* – per effetto del picco di investimenti storicamente realizzati e attesi per il 2015-2016 – almeno sino al 2024 (l'analista costruisce il *terminal value* a partire dal 2025). Dal *report* di *Exane BNP Paribas* emergono ammortamenti sostanzialmente stabili e comunque superiori ai *capex* almeno sino al 2026 (*terminal value* costruito a partire dal 2027). Tali evidenze confermano che il periodo post 2018 lungo il quale si esauriranno i benefici fiscali derivanti dall'ammortamento di investimenti superiori rispetto ai normali investimenti di mantenimento è almeno pari a 6/7 anni. In tal senso si è scelto di stimare il valore terminale per somma de:

a. valore attuale della *perpetuity* di *free cash flows* riferiti all'anno terminale, ridotti del minor beneficio fiscale derivante dai minori ammortamenti a regime (Vedi Tabella 4);

b. valore attuale di una rendita definita di importo pari al beneficio fiscale dei maggiori ammortamenti residui e durata di 6 anni a partire dal 2018 (escluso);

3. i benefici derivanti dalla riduzione della base imponibile IRAP: tale beneficio è stato stimato per differenza tra le imposte considerate dagli *equity analysts* nella determinazione dei *free cash flows* e le imposte stimate sulla base dell'applicazione di un'aliquota marginale pari al 32,32% (= IRES 27,5% + $IRAP_{Lazio}$ 4,82%). Si segnala come uno tra i più recenti *report – Exane BNP Paribas* – già tenga conto della nuova normativa fiscale ed in tal senso la stima dell'aggiustamento derivante dal beneficio fiscale legato alla Legge di Stabilità sia in quel caso pari a zero. Il calcolo del beneficio fiscale relativo ai flussi di ciascun analista è illustrato in tabella 5.

La stima dei *free cash flow* di consenso degli *equity analysts*, aggiustati in relazione ai criteri di uniformità e aggiornamento sopra descritti, è presentata in tabella 6. L'aggiustamento ha un impatto trascurabile sui primi tre anni di piano, mentre risulta incidere significativamente al ribasso sul flusso considerato ai fini della stima del *terminal value* (Σ *Adjustments* = -3,9 milioni di euro).

Tabella 3: *Adjustment* ai *capex* di consenso degli *equity analysts*.

CAPEX Consensus Estimates

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	-41,2	-41,7	-22,2	-22,3	-22,3
Exane BNP Paribas	29/01/2015	-44,0	-45,0	-27,0	-28,0	-28,0
Banca IMI	26/01/2015	-45,0	-45,0	-25,0	-25,0	-25,0
Citi	30/12/2014	-40,0	-40,0	-25,0	-25,0	-25,0
Credit Suisse	30/12/2014	-37,4	-37,2	-27,6	-26,9	-26,9
Mediobanca	30/12/2014	-46,0	-45,0	-40,0	-28,0	-28,0
Media		**-42,3**	**-42,3**	**-27,8**	**-25,9**	**-25,9**
Mediana		**-42,6**	**-43,4**	**-26,0**	**-26,0**	**-26,0**

CAPEX Adjustment

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exane BNP Paribas	29/01/2015	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Banca IMI	26/01/2015	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1
Citi	30/12/2014	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Credit Suisse	30/12/2014	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mediobanca	30/12/2014	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

CAPEX Consensus Estimates - Adjusted

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	-41,2	-41,7	-22,2	-22,3	-22,3
Exane BNP Paribas	29/01/2015	-45,2	-46,2	-28,2	-29,2	-29,2
Banca IMI	26/01/2015	-49,1	-49,1	-29,1	-29,1	-29,1
Citi	30/12/2014	-40,0	-40,0	-25,0	-25,0	-25,0
Credit Suisse	30/12/2014	-37,4	-37,2	-27,6	-26,9	-26,9
Mediobanca	30/12/2014	-46,0	-45,0	-40,0	-28,0	-28,0
Media		**-43,2**	**-43,2**	**-28,7**	**-26,8**	**-26,8**
Mediana		**-43,2**	**-43,4**	**-27,9**	**-27,5**	**-27,5**

N.B.: la colonna TV = Terminal Value riporta i valori considerati ai fini della normalizzazione del flusso, ante applicazione del saggio di crescita.

Tabella 4: *Adjustment* ai *capex* di consenso degli *equity analysts*.

Emittente	Data Report	Ammortamenti	CAPEX	Tax Admortization Adjustment
Equita	09/02/2015	40,4	-22,3	-5,8
Exane BNP Paribas	29/01/2015	40,0	-29,2	-3,5
Banca IMI	26/01/2015	41,3	-29,1	-3,9
Citi	30/12/2014	41,1	-25,0	-5,2
Credit Suisse	30/12/2014	41,6	-26,9	-4,8
Mediobanca	30/12/2014	44,7	-28,0	-5,4
Media		**41,5**	**-26,8**	**-4,8**
Mediana		**41,2**	**-27,5**	**-5,0**

N.B.: In assenza di indicazione esplicita circa gli ammortamenti, gli stessi sono stati desunti dalla differenza tra EBITDA ed EBIT

Tabella 5: Stima degli *adjustment* ai *free cash flows* per tener conto dei benefici fiscali derivanti dalla Legge di Stabilità.

EBIT

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	59,1	64,4	70,1	73,5	73,5
Exane BNP Paribas	29/01/2015	61,0	69,0	77,0	81,0	81,0
Banca IMI	26/01/2015	58,5	65,1	71,9	75,9	75,9
Citi	30/12/2014	58,4	63,3	73,7	78,4	78,4
Credit Suisse	30/12/2014	59,7	71,9	82,0	89,4	89,4
Mediobanca	30/12/2014	58,6	64,7	68,7	71,6	71,6
Media		**59,2**	**66,4**	**73,9**	**78,3**	**78,3**
Mediana		**58,9**	**64,9**	**72,8**	**77,2**	**77,2**

Imposte stimate dagli analisti

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	20,7	22,5	24,5	25,7	25,7
Exane BNP Paribas	29/01/2015	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Banca IMI	26/01/2015	20,5	22,8	25,2	26,6	26,6
Citi	30/12/2014	20,4	22,1	25,8	27,4	27,4
Credit Suisse	30/12/2014	20,1	23,9	27,1	29,5	29,5
Mediobanca	30/12/2014	19,7	21,8	23,2	24,2	24,2
Media		**20,3**	**22,6**	**25,2**	**26,7**	**26,7**
Mediana		**20,4**	**22,5**	**25,2**	**26,6**	**26,6**

Aliquota IRES + IRAP$_{Lazio}$	**32,32%**

Beneficio Imposte = Imposte stimate dagli analisti - EBIT x 32,32%

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9
Exane BNP Paribas	29/01/2015	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Banca IMI	26/01/2015	1,6	1,7	1,9	2,0	2,0
Citi	30/12/2014	1,5	1,6	2,0	2,1	2,1
Credit Suisse	30/12/2014	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
Mediobanca	30/12/2014	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1
Media		**1,0**	**1,1**	**1,2**	**1,3**	**1,3**
Mediana		**1,2**	**1,3**	**1,4**	**1,5**	**1,5**

Tabella 6: Stima dei *free cash flows adjusted*

+ Free Cash Flow di consenso Unadjusted

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	60,1	45,6	51,3	65,8	65,8
Exane BNP Paribas	29/01/2015	44,0	46,0	68,0	68,0	68,0
Banca IMI	26/01/2015	44,5	41,1	59,2	64,5	64,5
Citi	30/12/2014	43,4	45,3	65,6	67,1	67,1
Credit Suisse	30/12/2014	48,1	53,2	67,4	70,5	70,5
Mediobanca	30/12/2014	40,5	43,6	50,7	64,3	64,3
Media		**46,8**	**45,8**	**60,4**	**66,7**	**66,7**
Mediana		**44,3**	**45,5**	**62,4**	**66,5**	**66,5**

+ CAPEX Adjustment

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exane BNP Paribas	29/01/2015	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Banca IMI	26/01/2015	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1
Citi	30/12/2014	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Credit Suisse	30/12/2014	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mediobanca	30/12/2014	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

+ Tax Admortization Adjustment

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,8
Exane BNP Paribas	29/01/2015	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,5
Banca IMI	26/01/2015	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,9
Citi	30/12/2014	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,2
Credit Suisse	30/12/2014	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,8
Mediobanca	30/12/2014	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,4

+ Beneficio Imposte

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9
Exane BNP Paribas	29/01/2015	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Banca IMI	26/01/2015	1,6	1,7	1,9	2,0	2,0
Citi	30/12/2014	1,5	1,6	2,0	2,1	2,1
Credit Suisse	30/12/2014	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
Mediobanca	30/12/2014	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1

Free Cash Flows di consenso Adjusted = Free Cash Flow di consenso Unadjusted + CAPEX Adjustment + Tax Admortization Adjustment + Beneficio Imposte

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	61,7	47,3	53,1	67,7	61,9
Exane BNP Paribas	29/01/2015	42,8	44,8	66,8	66,8	63,3
Banca IMI	26/01/2015	41,9	38,7	57,0	62,4	58,5
Citi	30/12/2014	44,9	46,9	67,6	69,2	64,0
Credit Suisse	30/12/2014	48,9	53,9	68,0	71,1	66,4
Mediobanca	30/12/2014	41,3	44,5	51,7	65,4	60,0
Media		**46,9**	**46,0**	**60,7**	**67,1**	**62,3**
Mediana		**43,9**	**45,9**	**61,9**	**67,3**	**62,6**

Per apprezzare la ragionevolezza delle previsioni di consenso è opportuno analizzare i principali *drivers* e le ipotesi alla base dei flussi stimati.

Innanzitutto è opportuno ricordare che le stime dei ricavi Rai Way muovono dalle condizioni derivanti dal contratto siglato con RAI con efficacia a partire dal 1 Luglio 2014 e valido per 7 anni, con possibilità di tacito rinnovo per ulteriori 7+7 anni per un totale di 21 anni. Tale contratto, indicizzato all'indice ISTAT dei prezzi al consumo, pesa per circa l'83% dei ricavi attesi dagli *equity analysts*. La volatilità dei ricavi è quindi estremamente contenuta, anche alla luce del fatto che il cliente è una entità controllata dallo Stato Italiano i cui ricavi sono meno influenzati dal mercato dell'*advertising* al contrario di quanto accade per gli altri *broadcasters*.

A riprova della prudenza complessivamente adottata nei *reports* si tenga presente che il *report* che presenta la stima di ricavi più elevata al 2018 – Credit Suisse –prevede[26]:

- un numero costante di siti che ospitano anche operatori telefonici;
- una crescita dei ricavi su tali siti legata esclusivamente al *deployment* della tecnologia 4G su torri in cui il cliente è già presente con una postazione di trasmissione (tale componente di crescita, incorporata nelle stime su basi conservative, è supportata da un lato dai minori costi di adattamento della tecnologia rispetto all'installazione di apparati per un nuovo *tenant* e dall'altro dal grosso potenziale in termini di richiesta da parte degli operatori Telco in relazione all'elevata richiesta di copertura 4G da parte degli utenti;
- un *tenancy ratio* costante nell'intorno dell'1,74 rispetto ai *tenancy ratio* di società comparabili statunitensi pari ad oltre 2/2,5[27];
- una crescita dei *cash flow* sostanzialmente allineata alle stime di inflazione (peraltro supportata da meccanismi di aggiornamento di natura contrattuale).

Posto che le attese di ricavo costituiscono un parametro a contenuta variabilità, è opportuno analizzare in che misura Rai Way estragga valore dai contratti in essere. In assenza di informativa di natura interna, è necessario analizzare i principali *driver* di valore e più in particolare: a) la marginalità, per comprendere se nelle attese degli *equity analysts* vi sia un premio in relazione ai servizi offerti; e b) il fabbisogno di investimento necessario a supportare l'offerta di servizio garantita contrattualmente.

Le attese di piano degli analisti, che recepiscono i nuovi parametri del contratto con RAI, risultano inferiori rispetto alla marginalità dei principali *peers* quotati[28] (che rappresentano

[26] Fonte: Report del 30 Dicembre 2014, Pag 21
[27] Tali parametri sono stati forniti da EI Tower e sono da considerare riferimenti puramente indicativi, in quanto al momento non esiste uno studio comparativo sui *tenancy ratio* degli operatori broadcast/mobile.

le uniche società su cui sono disponibili stime da parte degli *equity analysts*). La tabella 7 illustra la determinazione della marginalità mediana di consenso degli *equity analysts* sul titolo Rai Way, espressa come rapporto *EBIT/Sales*. La tabella 8 riporta il confronto fra l'*EBIT/Sales* di Rai Way e quello delle società comparabili quotate, sulla base del consenso a 100 giorni[29] di fonte *Factset*. Per tutti gli anni di previsione esplicita la marginalità di Rai Way risulta inferiore rispetto a quella dei *peers*, confermando la relativa prudenza delle stime.

Tabella 7: *EBIT Margin* Rai Way di consenso per l'orizzonte 2015-2018

EBIT Margin

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018
Equita	09/02/2015	27,9%	29,7%	31,6%	32,9%
Exane BNP Paribas	29/01/2015	28,6%	31,2%	33,6%	34,9%
Banca IMI	26/01/2015	27,5%	30,0%	32,4%	33,7%
Citi	30/12/2014	27,7%	29,6%	33,2%	34,9%
Credit Suisse	30/12/2014	27,5%	31,4%	34,6%	37,0%
Mediobanca	30/12/2014	27,3%	29,3%	30,6%	31,3%
Media		**27,8%**	**30,2%**	**32,7%**	**34,1%**
Mediana		**27,6%**	**29,8%**	**32,8%**	**34,3%**

Un'ulteriore verifica della ragionevolezza dell'*EBIT Margin* implicito nel consenso degli analisti può essere desunta dal confronto fra la performance storica (unica fonte informativa disponibile) delle principali *tower companies* europee non quotate (oltre ad EI Towers) a confronto con il risultato pro-formato 2013 e dei primi 9 mesi 2014 di Rai Way (Grafico 9). Il grafico illustra anche la dinamica attesa dell'*EBIT Margin* di consenso degli analisti per il periodo 2015-2018 e permette di comprendere come la performance attesa di Rai Way sia comunque compresa entro il *range* di performance storiche dei *peers* non quotati europei.

Il secondo parametro chiave ai fini della determinazione dei *free cash flow* è rappresentato dalla stima dei *capex*, che rappresentano il fabbisogno annuo di investimento per mantenere la capacità di reddito corrente. Sotto questo profilo è opportuno sottolineare che:

1. i *capex* stimati dagli *equity analysts* sono stati rideterminati in aumento per esigenze di uniformità di criterio valutativo;
2. l'intensità di capitale stimata è coerente con l'intensità di capitale rilevata nelle stime dei principali *peers* analizzati: al fine di valutare tale aspetto è stato analizzato il rapporto *capex/sales* lungo l'orizzonte di previsione esplicita di Rai

[28] I criteri di selezione dei *peers* saranno descritti in maggior dettaglio nel paragrafo relativo al costo del capitale.
[29] La scelta di un esteso intervallo di ricerca (100 giorni) è legata alla parziale indisponibilità di stime di consenso al 2017/2018 qualora si considerasse un intervallo di ricerca inferiore (45 giorni).

Way rispetto ai *peers*, dove gli investimenti Rai Way risultano sempre superiori rispetto alla media/mediana dei *peers* (tabelle 10 e 11). Sebbene tale confronto sia influenzato dal *mix* di offerta (*pure hosting* up to *full service&equipment*), implicito nei contratti dei differenti *player*, si ritiene che l'adeguamento tecnologico delle infrastrutture e il fatto che le stesse siano appena state rinnovate in relazione all'avvento del digitale contribuiscano a fornire adeguato conforto circa l'adeguatezza del rapporto *capex/sales* stimato dagli *equity analysts*.

Tabella 8: Confronto tra la marginalità di consenso 2015-2018 su Rai Way e la marginalità di consenso dei principali *peers*

Sales E_{100d}		**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
EI Towers SpA	EIT-IT	240	245	254	265
American Tower Corp.	AMT-US	4569	4874	5207	5535
Crown Castle International Corp.	CCI-US	3731	3829	3926	3994
SBA Communications Corp.	SBAC-US	1682	1763	1884	1981

EBIT E_{100d}		**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
EI Towers SpA	EIT-IT	73	77	90	102
American Tower Corp.	AMT-US	1809	2116	2220	2472
Crown Castle International Corp.	CCI-US	1025	1141	1218	1288
SBA Communications Corp.	SBAC-US	430	501	521	588

EBIT Margin		**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
EI Towers SpA	EIT-IT	30,4%	31,4%	35,3%	38,6%
American Tower Corp.	AMT-US	39,6%	43,4%	42,6%	44,7%
Crown Castle International Corp.	CCI-US	27,5%	29,8%	31,0%	32,2%
SBA Communications Corp.	SBAC-US	25,5%	28,4%	27,7%	29,7%
Media		30,8%	33,3%	34,2%	36,3%
Mediana		28,9%	30,6%	33,2%	35,4%

EBIT Margin di Consenso Rai Way	27,62%	29,83%	32,81%	34,28%

Grafico 9: Confronto tra la marginalità di consenso 2015-2018 di Rai Way e la marginalità storica dei *peers* non quotati europei (*EBIT Margin = EBIT/Sales*)

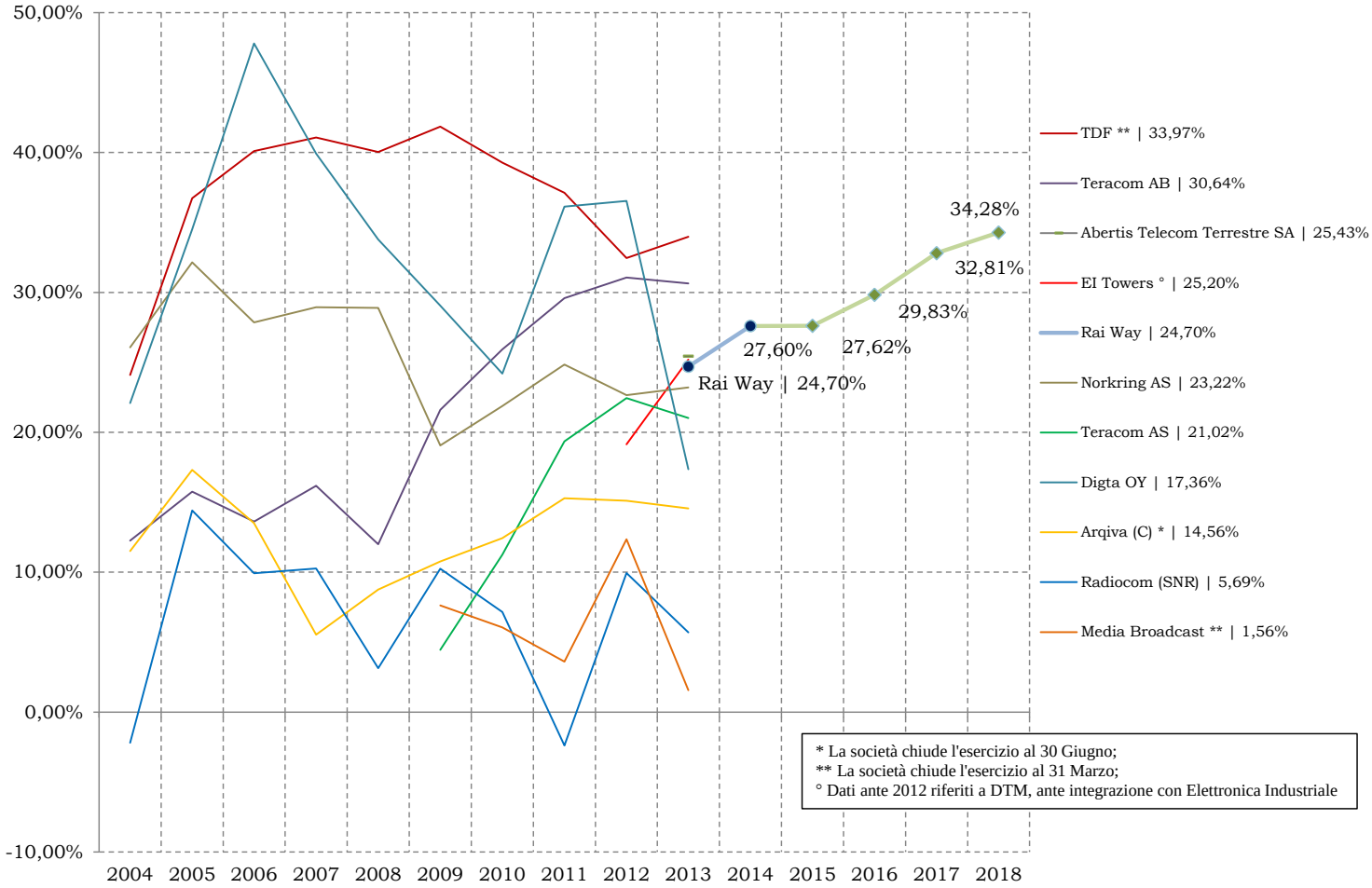


Tabella 10: Determinazione del rapporto *capex/sales* di consenso di Rai Way

Adjusted Capex/Sales

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	19,4%	19,2%	10,0%	10,0%	10,0%
Exane BNP Paribas	29/01/2015	21,2%	20,9%	12,3%	12,6%	12,6%
Banca IMI	26/01/2015	23,1%	22,6%	13,1%	12,9%	12,9%
Citi	30/12/2014	19,0%	18,7%	11,3%	11,1%	11,1%
Credit Suisse	30/12/2014	17,2%	16,3%	11,7%	11,1%	11,1%
Mediobanca	30/12/2014	21,5%	20,4%	17,8%	12,2%	12,2%
Media		**20,2%**	**19,7%**	**12,7%**	**11,7%**	**11,7%**
Mediana		**20,3%**	**19,8%**	**12,0%**	**11,7%**	**11,7%**

Tabella 11: Confronto tra il fabbisogno di investimento di consenso 2015-2018 di Rai Way e la il fabbisogno di investimento di consenso dei principali *peers*

Sales E_{100d}		**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
EI Towers SpA	EIT-IT	240	245	254	265
American Tower Corp.	AMT-US	4569	4874	5207	5535
Crown Castle International Corp.	CCI-US	3731	3829	3926	3994
SBA Communications Corp.	SBAC-US	1682	1763	1884	1981

CAPEX E_{100d}		**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
EI Towers SpA	EIT-IT	16	13	12	11
American Tower Corp.	AMT-US	770	772	777	791
Crown Castle International Corp.	CCI-US	548	460	449	450
SBA Communications Corp.	SBAC-US	213	213	132	130

CAPEX / Sales		**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
EI Towers SpA	EIT-IT	6,5%	5,1%	4,7%	4,1%
American Tower Corp.	AMT-US	16,9%	15,8%	14,9%	14,3%
Crown Castle International Corp.	CCI-US	14,7%	12,0%	11,4%	11,3%
SBA Communications Corp.	SBAC-US	12,6%	12,1%	7,0%	6,6%
Media		12,7%	11,3%	9,5%	9,1%
Mediana		13,7%	12,0%	9,2%	8,9%

CAPEX/Sales di Consenso Rai Way		20,3%	19,8%	12,0%	11,7%

3.4 Il costo del capitale

Il costo del capitale utilizzato ai fini della stima dell'Enterprise Value di Rai Way è calcolato nella configurazione di costo medio ponderato del capitale (WACC), tramite la formula di Modigliani-Miller con imposte societarie:

$$WACC = \frac{D}{EV} \times cod_{Post_Tax} + \frac{E}{EV} \times coe$$

dove:

- $\frac{D}{EV}$ = valore *target* del peso del debito sull'Enterprise Value (EV);
- $\frac{E}{EV}$ = $(1 - \frac{D}{EV})$ = valore *target* del peso dell'*equity* sull'Enterprise Value (EV);
- cod_{Post_Tax}= costo marginale del capitale di debito al netto del beneficio derivante dagli scudi d'imposta;
- coe = costo marginale del capitale proprio.

Il principale vantaggio dell'acquisizione del controllo nella prospettiva di un partecipante al mercato è riconducibile alla possibilità di sfruttare la capacità di indebitamento non ancora utilizzata da Rai Way.

Il *wacc* stimato nei paragrafi che seguono muove dalla stima del costo del capitale proprio e di costo del capitale di debito che trova fondamento nell'analisi di società quotate comparabili operanti nel medesimo settore e nelle emissioni obbligazionarie di società appartenenti al comparto di riferimento, nonché nell'analisi dei principali parametri utilizzati dai *regulators* nei settori delle infrastrutture ai fini della determinazione del costo del capitale per la determinazione delle tariffe.

Il cost of equity

La stima del costo del capitale proprio (coe) è fondata sul *capital asset pricing model* (CAPM), per cui:

$$coe = r_f + \beta_L \times ERP$$

dove:

- r_f = tasso *risk free*, stimato sulla base del rendimento dei titoli privi di rischio a lungo termine. A tal fine, si è deciso di considerare il rischio paese all'interno del tasso *risk free*: pertanto il parametro utilizzato è desunto quale media ad un anno al 31.12.2014 del *benchmark* decennale dei titoli di stato Italiani (BTP) di fonte

Factset, pari a 2,85% (Tabella 1). Tale scelta risulta prudente rispetto al tasso *risk free* puntuale al 31.12.2014, pari all'1,86%;

Tabella 1: Dinamica della media ad un anno del tasso risk free

Data	Media 1Y Rf IT	Puntuale
31.12.2012	5,46%	4,44%
31.12.2013	4,27%	4,11%
31.12.2014	2,85%	1,86%

- β_L = coefficiente beta *levered* che esprime il grado di rischio sistematico del business, come ricostruito sulla base dei beta *unlevered* di società quotate comparabili e della struttura finanziaria target assunta;
- ERP = *Equity Risk Premium* o premio per il rischio azionario relativo al mercato di riferimento, assunto in misura pari al 5%. Tale valore corrisponde all'*equity risk premium* medio implicito nell'indice Stoxx 600 nell'ultimo decennio (5,08%) e trova conferma nella misura assunta dai *regulators* nei settori delle infrastrutture (vedi in Appendice).

Ai fini della stima del coefficiente *beta unlevered*, si è fatto riferimento ad un campione di società desunto dall'analisi dei *reports* degli *equity analysts*. Nella scelta dei *player* comparabili, sono state selezionate le uniche realtà quotate operanti in mercati non emergenti nel sub-settore delle *tower companies.* Il campione è composto dalle seguenti quattro società:

- EI Tower [IT];
- American Tower [US];
- Crown Castle International [US];
- SBA Communications [US].

Dal campione è stata esclusa Rai Way in quanto l'orizzonte di analisi storico non consente di desumere un coefficiente statisticamente significativo.
Per completezza si segnala che vi sono altre quattro società quotate su scala globale[30] operanti quali *tower companies*, ma che le stesse sono state escluse dal campione in quanto aventi sede in paesi emergenti (India, Indonesia), i quali presentano un contesto di mercato non comparabile con quello delle economie avanzate quale è il contesto Italiano.

La stima del coefficiente *beta unlevered* delle società quotate comparabili muove dai beta *levered* calcolati regredendo i rendimenti *weekly* degli ultimi 2 anni (104 settimane dal

[30] PT Sarana Menara Nusantara Tbk; PT Tower Bersama Infrastructure Tbk; PT Solusi Tunas Pratama Tbk; Bharti Infratel Ltd.

31.12.2012 al 31.12.2014[31]) delle azioni delle società comparabili rispetto all'indice di riferimento. Per EI Towers l'indice di riferimento è il *FTSE Italia All Share* mentre per le società statunitensi l'indice di riferimento è l'*S&P 500.*

La scelta di un orizzonte di stima biennale è legata a:

1. la diffusa opinione che l'orizzonte biennale di rendimenti *weekly* – in alternativa ad un orizzonte annuale di rendimenti *daily* o ad un orizzonte quinquennale di rendimenti *monthly* – meglio rifletta le condizioni correnti della società e presenta un numero di osservazioni più ampio rispetto ai rendimenti *monthly* e al contempo esprime una misura meno distorta di rendimenti *daily*[32];
2. l'opportunità di escludere dall'orizzonte di analisi il periodo in cui è stata annunciata l'integrazione di DMT ed Elettronica Industriale in EI Tower, il principale *player* comparabile su base nazionale.

Il *beta levered raw* storico di ciascuna società, così desunto, è stato testato in relazione al numero di osservazioni (tutti i beta si fondano su 104 osservazioni) e significatività statistica (sia in termini di significatività statistica del coefficiente, ovvero p-value inferiore all'1%, sia in termini di R^2, maggiore del 10%) ed è stato in seguito aggiustato tramite il coefficiente di correzione di *Blume*[33], per riesprimerlo su base prospettica.

I *beta levered* risultano tutti significativi. Tali beta sono stati *de-leverati* ai fini di depurare il coefficiente dall'effetto della leva finanziaria, con la formula di Hamada:

$$\beta_{Unl,i} = \frac{\beta_{L,i}}{\left[1 + \frac{D}{E_i} \times (1 - t_c)\right]}$$

dove:

- $\beta_{Unl,i}$= *beta unlevered* della società i-esima;
- $\beta_{L,i}$ = *beta levered* rinvenuto dalla regressione dei rendimenti del titolo i-esimo rispetto al rendimento del mercato di riferimento;

[31] Il periodo di riferimento ai fini dell'estrazione dei prezzi è il periodo tra il 28.12.2012 e il 26.12.2014.
[32] cfr. distorsioni legate all'HFT e/o al peso relativo di osservazioni fuori da un *range* di normalità legate al contesto delle comunicazioni societarie
[33] La tecnica di Blume porta ad attribuire un peso pari a 2/3 al beta storico e 1/3 al beta del portafoglio di mercato che per definizione è pari a 1. Tale aggiustamento si rende necessario ai fini della stima di un beta prospettico, sulla base della proprietà *mean reverting* del coefficiente beta.

Tabella 2: Stima del *beta unlevered* di società comparabili

Valori in mln di Local Currency (unless otherwise stated)

Company Name	**EI Towers SpA**	**American Tower Corp.**	**Crown Castle International Corp.**	**SBA Communications Corp.**	**Media Società Comparabili**
Symbol	EIT-IT	AMT-US	CCI-US	SBAC-US	
Country	IT	US	US	US	
Tax Rate	27,50%	40%	40%	40%	
Index Name	FTSE Italia All-Share	S&P 500	S&P 500	S&P 500	
Index Code	167207	SP50	SP50	SP50	
Currency	EUR	USD	USD	USD	
Market Cap al 31.12.2013 [F]	945	31500	24531	11534	
Market Cap al 31.12.2014 [F]	1169	39190	26275	14299	
Net Debt 2013 [F]	131	14013	11188	5702	
Net Debt 2014 E [F]	103	14246	11336	7680	
D/E 2013 (%)	13,88%	44,49%	45,61%	49,43%	
D/E 2014 (%)	8,81%	36,35%	43,15%	53,71%	35,50%
Media D/E 2013-2014 (%)	**11,35%**	**40,42%**	**44,38%**	**51,57%**	
EBITDA 2014 E [F]	110	2647	2123	992	
Net Debt/EBITDA 2014	0,93 x	5,38 x	5,34 x	7,74 x	
Max Debt @ 2,5x Net Debt/EBITDA$_{2014E}$	275,71185	6618,0375	5308,15	2479,21	
Max D/E Sostenibile (%)	**23,58%**	**16,89%**	**20,20%**	**17,34%**	**19,50%**
Beta 2Y Weekly					
Beta raw [P]	0,41	0,71	0,66	0,54	
Beta adjusted (*à la Blume*)	0,61	0,81	0,78	0,69	
Significatività coefficiente beta	0,01%	0,00%	0,01%	0,10%	
R^2 coefficiente beta	14,50%	19,10%	14,04%	10,17%	
Unlevered Beta (Adjusted) - Hamada	**0,563**	**0,650**	**0,612**	**0,528**	**0,588**

E = 45 days consensus estimates al 31.12.2014 di fonte Factset

[P] *Beta costruiti sulla base di prezzi di fonte Factset sino al 31.12.2014*

[F] *Dati di fonte Factset*

- $\frac{D}{E_i}$ = rapporto *debt to equity* medio degli ultimi 2 esercizi (2013-2014) a valori di mercato[34];
- tc = aliquota fiscale del paese in cui la società i-esima opera[35].

Il *beta unlevered* medio delle società comparabili è pari a 0,588 (Tabella 2).

Al fine di procedere al *re-levering* del beta, è necessario definire la struttura finanziaria target.

Innanzitutto si è fatto riferimento alla struttura finanziaria target di settore. EI Towers ha dichiarato in sede di presentazione al mercato del piano industriale, il 30 Settembre 2014[36], che il livello di indebitamento finanziario sostenibile compatibile con un *rating investment grade* è pari a 2,5 volte l'EBITDA. In tabella 2 è riportato il calcolo del livello di indebitamento espresso nella forma D/E (utile all'applicazione della formula di Hamada) per le società quotate comparabili. Il rapporto di indebitamento medio risulta pari al 19,5%. Applicando lo stesso multiplo a Rai Way, sulla base dell'EBITDA 2014 stimato dagli analisti, si avrebbe un livello di debito normale assumibile da Rai Way pari ad euro 260 milioni, come riportato di seguito (tabella 3 per la stima dell'EBITDA):

$$\frac{Net\ Debt}{EBITDA}_{TARGET} \times EBITDA^{2014-E} = 2{,}5 \times 104 = 260\ mln\ di\ Euro$$

Il debito normale di 260 milioni di euro, espresso in percentuale del prezzo d'Offerta (che si ricorda essere a premio sulla *market cap* al 31.12.2014), è pari a circa il 21%:

$$\frac{D}{E}_{TARGET} = \frac{260}{4{,}5 \times 272} = 21{,}2\%$$

Prudentemente la struttura finanziaria *target* è stata assunta pari ad un D/E pari al 19,5%.

[34] *Equity* a valore di mercatoal 31.12.2013 e al 31.12.2014 di fonte Factset; Debito a valore contabile corrispondente al Net Debt 2013 Actual e al Net Debt 2014 Estimate (*consensus-window* a 45 giorni), sulla base dell'ipotesi che non vi siano significativi scostamenti tra il valore contabile e il valore di mercato del debito.

[35] Pari al 27,5% per il paese Italia (in quanto gli interessi sul debito costituiscono imponibile IRAP) e pari al 40% per gli Stati Uniti (come desunto dal report "KPMG Corporate Tax Rate 2014", rinvenuto sul sito di KPMG il 01.03.2015 presso il seguente url: http://www.kpmg.com/global/en/services/tax/tax-tools-and-resources/pages/corporate-tax-rates-table.aspx).

[36] In tale sede il management di EI Tower si esprime come segue: "*In absence of visibility on transformational transactions in the next quarters, EI Towers management view is to proceed with a progressive releverage of the company up to 2.5x Net Debt/EBITDA (Gearing level compatible, according to Company's estimates, with an Investment Grade rating status) within the Business Plan time horizon*". Fonte: EI Towers, "Investor day – 2014-2018 Business Plan", 30 Settembre 2014.

Tabella 3: EBITDA 2014 Rai Way di consenso

EBITDA Pro-Forma FY 2014 E		
Emittente	**Data Report**	**2014 PF E**
Equita	09/02/2015	103,4
Exane BNP Paribas	29/01/2015	104,0
Banca IMI	26/01/2015	104,0
Citi	30/12/2014	104,0
Credit Suisse	30/12/2014	105,1
Mediobanca	30/12/2014	103,6
Media		**104,0**
Mediana		**104,0**

Sulla base di una struttura finanziaria *target* corrispondente ad un D/E del 19,5% è possibile stimare il *beta levered* Rai Way in misura pari a 0,671, come segue:

$$\beta_{L,Rai\ Way} = \frac{0{,}588}{[1 + 19{,}5\% \times (1 - 27{,}5\%)]} = 0{,}671$$

Il *cost of equity* stimato è quindi pari a:

$$coe = 2{,}85\% + 0{,}671 \times 5\% = 6{,}21\%$$

Il cost of debt

Il costo del debito è stato stimato facendo riferimento alla seguente relazione:

$$cod_{Post-Tax} = \left(r_f + Credit\ Spread\right) \times (1 - t_c)$$

Nella stima dello *spread*, poiché la stima del costo del debito deve essere coerente con la prospettiva di valutazione di un business, la cui vita è indefinita, è necessario tener conto di una *duration* del debito di lungo termine, solitamente identificata in 10 anni.

E' opportuno premettere che l'unica società comparabile (*tower company*), censita dalla banca dati *Dealogic*, che ha emesso un titolo di debito negli ultimi due anni è *Crown Castle*. Tuttavia questa società ha un *rating sub-investment grade* (tabella 4), che, come tale, non può essere associato ad una struttura finanziaria *target* di settore. Pertanto si è deciso di procedere sulla base di un'analisi per stadi:

- ad un primo *step* è stato ricavato il *credit spread* implicito nell'emissione Crown Castle;

- ad un secondo *step* sono state analizzate le emissioni relative ad un campione più ampio di società appartenenti al macro settore *Telecommunications*, al fine di identificare uno *spread* compatibile con la struttura finanziaria *target* di settore.

Dal confronto del risultato dei due *steps* si è poi desunto il *credit spread* appropriato ai nostri fini.

L'emissione di Crown Castle, per un importo pari ad 850 milioni di USD, ha quale data di riferimento ai fini del *pricing* il 1 Aprile 2014.

Tabella 4: Rating *Crown Castle*

Tipologia	Emittente	Rating
Rating d'emissione	S&P	BB-
	Moody's	B1
	Fitch	NR
Rating Corrente		**B+**

La banca dati *Dealogic* fornisce lo *yield to maturity* (YTM) indicato dall'emittente in sede di *closing*. Poiché l'emissione Crown Castle ha scadenza pari ad 8 anni, si è scelto di stimare il tasso *risk free* per la medesima scadenza sulla base dell'interpolazione *cubic spline* delle emissioni statunitensi a 1, 2, 3, 5, 7, 10 e 30 anni. Il grafico 5 illustra tale procedura. La tabella 6 illustra il calcolo dello *spread*, desunto per differenza tra lo YTM dell'emissione alla data di *pricing* e il corrispondente tasso governativo statunitense. Tale *spread*, pari al 2,44%, risulta particolarmente contenuto tenuto conto del *rating* dell'emittente e del grado di leva significativamente superiore rispetto a quella *target* di settore (Net Debt/EBITDA$_{2014}$ = 5,34x ; D/E$_{2014}$ = 43,15% vs 19,5%).

Grafico 5: Curva *US Government Bond* alla data di emissione del bond *Crown Castle*

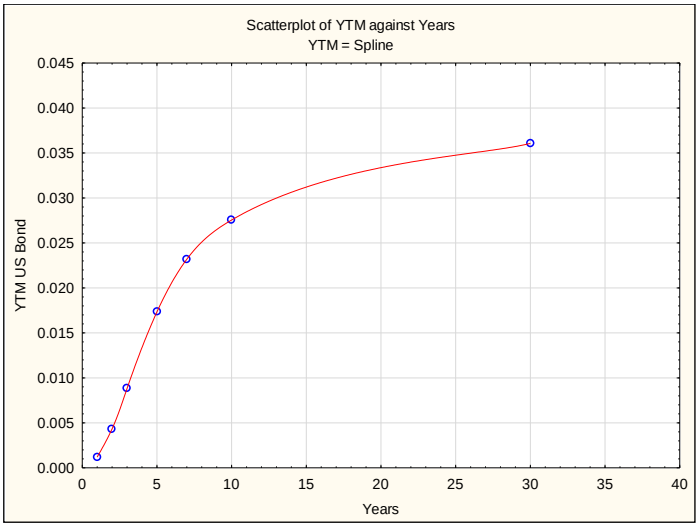


Tabella 6: Stima dello *spread* sull'emissione *Crown Castle*

Company Name	Crown Castle International Corp
Deal Nationality	United States
Pricing Date	01/04/2014
Years to Maturity	8
Yield to Maturity Bond	4,951%
Yield to Maturity Matching Government Bond	2,508%
Implied Spread at pricing date	**2,443%**

Al fine di ottenere una stima di *credit spread* allineata al grado di leva target di settore, è opportuno analizzare anche un campione più esteso di emissioni entro cui verificare le relazioni fondamentali tra *credit spread* e rapporto di indebitamento.

A tal fine, il modello utilizzato è il seguente:

$$Credit\ Spread_i = \alpha + \gamma_1 \times \ln(Maturity_i) + \gamma_2 \times \frac{\text{Net Debt}^E_{2014}}{\text{EBITDA}^E_{2014\ i}} + \varepsilon$$

dove:

- $Credit\ Spread_i$ = spread dell'emittente "i" così come desunto dalla differenza tra lo YTM di fonte Dealogic e il più prossimo (per *maturity*) YTM di fonte Factset di titoli governativi del paese dell'emittente alla data del *pricing* dell'operazione;
- $Maturity_i$ = *maturity date* dell'emissione "i", espressa in anni, così come estratta
- ln(■) = operatore logaritmico;
- $\frac{\text{Net Debt}^E_{2014}}{\text{EBITDA}^E_{2014\ i}}$ = rapporto tra *net debt estimates* 2014 di consenso (*event windows* = *45 days* al 31.12.2014) e EBITDA 2014 di consenso (come sopra).

E' importante sottolineare che lo *spread* così calcolato risulta essere privo della componente di rischio paese (in quanto già catturata nella base: il tasso governativo).

Il campione di emissioni è stato estratto ricercando tramite banca dati *Dealogic* tutte le emissioni dal 1 Gennaio 2012 (al fine di disporre di un campione sufficientemente ampio) che soddisfacessero i seguenti criteri di ricerca:

- Telecommunications-Cable Television
- Telecommunications-Wireless/Cellular
- Telecommunications-Telephone
- Telecommunications-Services
- Telecommunications-Radio/TV Broadcasting

Al riguardo è opportuno sottolineare che:

1. non esiste una classificazione specifica per le *tower company*;
2. Crown Castle è classificata sotto la codifica Telecommunications-Wireless/Cellular;

3. ai fini delle analisi è necessario disporre di un elevato numero di osservazioni;
4. la maggior parte degli emittenti operanti nei settori identificati ha *assets* comparabili rispetto agli *assets* detenuti dalle *tower companies*.

Il campione così selezionato consta di 147 emissioni.

La tabella 7 riporta i risultati dell'analisi di regressione evidenziando una buona capacità esplicativa del modello (R^2 *adjusted* 32% circa) e coefficienti statisticamente significativi. E' opportuno a riguardo sottolineare che tanto l'intercetta quanto il coefficiente relativo al rapporto di leva finanziaria sono statisticamente significativi all'1%, evidenziando la robustezza dell'analisi. Il fatto che il parametro di *maturity* abbia una significatività statistica più contenuta (*p-value* entro il 10%) è legato al fatto che tale parametro cattura la componente di *time-structure* del solo *credit spread*, in quanto gli effetti derivanti dalla struttura a termine dei tassi di interesse è sterilizzata dall'algoritmo di determinazione del *credit spread* stesso (definito per differenza tra lo YTM dell'emissione e lo YTM del tasso governativo di pari scadenza).

Tabella 7: Sintesi dell'analisi di regressione ai fini della stima del *credit spread*

Statistica della regressione	
R multiplo	0,5731
R al quadrato	32,84%
R al quadrato corretto	31,91%
Errore standard	0,0147
Osservazioni	147

ANALISI VARIANZA

	gdl	*SQ*	*MQ*	*F*	*Significatività F*
Regressione	2	0,0152	0,0076	35,2105	0,0000
Residuo	144	0,0312	0,0002		
Totale	146	0,0464			

	Coefficienti	*Errore standard*	*Stat t*	*Valore di significatività*
Intercetta	-0,0155	0,0051	-3,0338	0,0029
Duration	0,0029	0,0017	1,7314	0,0855
Net Debt2014E /EBITDA 2014E	0,0111	0,0014	8,1313	0,0000

Tabella 8: Stima del credit spread di *Rai Way*

	Coefficienti	**Parametri**	**C x P**
Intercetta	-0,01553	1,0	-1,55%
Maturity	0,00291	10,0	0,67%
Net $Debt_{2014E}$ /$EBITDA_{2014E}$	0,01106	2,5	2,77%
Spread Sintetico Rai Way			**1,88%**

La tabella 8 riporta la stima del *credit spread* implicito nei parametri della regressione di tabella 7 ed assumendo come riferimento una *maturity* del debito pari a 10 anni ed un rapporto *Net Debt/EBITDA* pari a 2,5. Lo *spread* risulta pari a 1,88%

Poiché tale *spread* è inferiore a quello in precedenza rilevato per *Crown Castle* di una misura ragionevole in relazione alla differenza di rapporto di indebitamento e alla diversa natura del debito (*investment grade vs speculative grade*), è stato considerato uno *spread* pari all'1,88% ai fini della determinazione del costo del debito.

Il costo del debito Post-Tax di Rai Way è stimabile come segue:

$$cod_{Post-Tax} = (2{,}85\% + 1{,}88\%) \times (1 - 27{,}5\%) = 3{,}43\%$$

Il costo medio ponderato del capitale stimato

Il costo medio ponderato del capitale (WACC) stimabile sulla base dei parametri sopra descritti e di una struttura finanziaria target corrispondente ad un D/E del 19,5% [D/EV pari al 16,32% = 19,5%/(1+19,5%)] è pari al 5,76%, desunto come segue:

$$WACC = 6{,}21\% \times 83{,}68\% + 3{,}43\% \times 16{,}32\% = 5{,}76\%$$

Le verifiche di ragionevolezza del costo del capitale (WACC)

E' opportuno osservare che, qualora in luogo del beta medio delle società comparabili si fosse utilizzato il *beta* della società quotata maggiormente comparabile (*EI Towers*), si sarebbe ottenuto un costo medio ponderato del capitale inferiore al precedente e pari al 5,63% (tabella 10).

Un'ulteriore verifica di ragionevolezza può essere ricostruita sulla base dei parametri utilizzati dai *regulators* nel settore *broadcasting/mobile* ai fini della stima delle tariffe regolamentate.

La tabella 9 riporta tale costo del capitale muovendo dalle fonti più recenti in ambito Europeo, rappresentate dai seguenti documenti:

- Plum Consulting, "*The Estimated cost of capital for broadcast transmission 2015-2025. A report of Office of the Adjudicator - Broadcast Transmission Services", January 2015*;
- Europe Economics, "*Cost of Capital for Mobile, Fixed Line and Broadcasting Price Controls - Report for ComReg", April 2014*;
- PTS/Copenhagen Economics, "*Consultation on return rates for mobile networks - an update", April 2014*.

Il primo documento fa riferimento alla stima di costo del capitale nel comparto *broadcasting*; il secondo documento tratta il costo del capitale sia nel comparto *broadcasting* sia nel comparto mobile (evidenziando differenze trascurabili); il terzo documento fa riferimento al solo comparto *mobile*. I parametri sono riportati in tabella 9.

Tutti i parametri rilevanti ai fini della stima del costo medio ponderato del capitale sono sostanzialmente allineati ai parametri utilizzati dallo scrivente. L'unica sostanziale differenza attiene al differente tasso *risk free* adottato, in relazione al differente paese di riferimento del documento e alla differente data di misurazione (i tassi privi di rischio si sono significativamente ridotti nel corso del 2013-2014).

E' opportuno sottolineare che i documenti relativi al comparto *broadcasting* restituiscono un grado di leva *target* superiore rispetto al rapporto di leva considerato dallo scrivente. In tal senso anche il corrispondente *spread* sul debito risulta lievemente superiore. Il confronto tra lo *spread* implicito nell'emissione Crown Castle (2,443%), lo *spread* implicito nel maggior grado di leva assunto nei documenti sopra riportati (1,98%) e lo *spread* stimato dallo scrivente (1,88%), confortano sulla ragionevolezza del parametro assunto ai fini della stima del costo medio ponderato del capitale, tenuto conto del minore rapporto di indebitamento di riferimento (19,50% vs 35% vs 43%).

Per completezza lo scrivente ha stimato il *wacc* tramite l'applicazione dei parametri mediamente applicati nei documenti sopra riportati (Tabella 9) e di un tasso *risk free* corrispondente al tasso italiano (2,85%), ottenendo una stima di *wacc* inferiore a quella utilizzata ai fini della valutazione di Rai Way e pari al 5,51% (Tabella 10).

Tabella 9: Parametri di costo del capitale regolatorio – Stime di economisti

Emittente	Tipologia di parametro	Comparto	Data Report	Real WACC	Nominal WACC Reported	Tax Rate	Inflation
Plum Consulting [A]	Average Bounds	Broadcasting	January 2015	5,64%	8,48%	20,00%	3,30%
Europe Economics [B]	Point Estimate	Broadcasting	April 2014	n.d.	7,30%	12,50%	1,75%
Europe Economics [B]	Point Estimate	Mobile	April 2014	n.d.	7,40%	12,50%	1,75%
PTS [C]	Point Estimate	Mobile	April 2014	n.d.	6,05%	22%	n.d.
Mediana Broadcasting					7,89%	16,25%	2,53%
Mediana Broadcasting + Mobile					*7,35%*	*16%*	*1,75%*

Emittente	Risk Free	Beta Unlevered	Beta Levered	ERP	Cost of Equity	Credit Spread	D/E
Plum Consulting [A]	5,10%	0,55	1,00	4,75%	9,85%	2,20%	35%
Europe Economics [B]	4,09%	0,55	0,73	5,00%	7,74%	1,75%	25%
Europe Economics [B]	4,09%	0,55	0,79	5,00%	8,04%	1,75%	30%
PTS [C]	2,92%	0,50	0,77	5,50%	7,16%	2,20%	35%
Mediana Broadcasting	4,60%	**0,55**	0,87	**4,88%**	8,80%	**1,98%**	**30,00%**
Mediana Broadcasting + Mobile	*4,09%*	*0,55*	*0,78*	*5,00%*	*7,89%*	*1,98%*	*32,50%*

[A] Plum Consulting, "The Estimated cost of capital for broadcast transmission 2015-2025. A report of Office of the Adjudicator - Broadcast Transmission Services", January 2015

[B] Europe Economics, "Cost of Capital for Mobile, Fixed Line and Broadcasting Price Controls - Report for ComReg", April 2014

[C] PTS, "Consultation on return rates for mobile networks - an update", April 2014

Tabella 10: Sintesi dei parametri e della stima del wacc Rai Way al 31.12.2014

Parmetro	Beta Medio del Campione di Società Comparabili	Beta di EI Tower	Parametri utilizzati dai Regulators
Risk Free	2,85%	2,85%	2,85%
Unlevered Beta	*0,588*	*0,563*	*0,550*
Struttura Finanziaria Target - D/E	*19,50%*	*19,50%*	*30,00%*
Tax Rate	*27,50%*	*27,50%*	*27,50%*
Levered Beta	0,671	0,642	0,670
ERP	5,00%	5,00%	4,88%
Cost of Equity	***6,21%***	***6,06%***	***6,12%***
Risk free	2,85%	2,85%	2,85%
Spread	1,88%	1,88%	1,98%
Cost of Debt Lordo	*4,73%*	*4,73%*	*4,83%*
Cost of Debt Netto	***3,43%***	***3,43%***	***3,50%***
D/EV	16,32%	16,32%	23,08%
WACC	**5,76%**	**5,63%**	**5,51%**

3.5 La stima del valore economico delle azioni Rai Way

Una volta analizzati e illustrati i flussi e i tassi rilevanti ai fini della stima dell'*Enterprise Value* di Rai Way, è opportuno meglio dettagliare la formula valutativa per tener conto, da un lato, dell'aggiustamento necessario al flusso nel *terminal value* e dall'altro del beneficio fiscale oltre l'orizzonte di previsione esplicita considerato.

In particolare, come accennato in precedenza, la sterilizzazione del beneficio fiscale dovuto ai maggiori ammortamenti nel flusso rilevante ai fini del *terminal value*, richiede separata considerazione dei benefici fiscali derivanti dalla frazione di ammortamenti – superiore ai *capex* – oltre il 2018 per un numero limitato di anni (sei).

La formula valutativa viene quindi ri-espressa come segue:

Enterprise Value =

$$\sum_{t=2015}^{2018} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^{t-2014}} +$$

VALORE ATTUALE DEI FCF NEL PERIODO DI PREVISIONE ESPLICITA

$$+\frac{1}{(1+WACC)^{2018-2014}} \times \frac{FCF_{2018}^{TV} \times (1+g)}{(WACC-g)} +$$

VALORE ATTUALE DEI FCF NORMALIZZATI OLTRE IL PERIODO DI PREVISIONE ESPLICITA

$$+\frac{1}{(1+WACC)^{2018-2014}} \times [Amm_{2018} - capex_{2018}] \times t_c \times a_{n\neg WACC}$$

VALORE ATTUALE DEI BENEFICI FISCALI OLTRE IL PERIODO DI PREVISIONE ESPLICITA

dove:

- FCF_t = *Unlevered Free Cash Flow* (anche *Free Cash Flow* o flusso di cassa operativo) nel periodo di previsione esplicita;
- FCF_{2018}^{TV}= *Unlevered Free Cash Flow* (anche *Free Cash Flow* o flusso di cassa operativo) utilizzato ai fini della costruzione del valore terminale, normalizzato in relazione ai benefici fiscali non ripetibili a tempo indefinito;
- $[Amm_{2018} - capex_{2018}] \times t_c$ = beneficio fiscale mediano di consenso (*Tax amortization adjustment*, Tabella 4 del paragrafo relativo ai flussi rilevanti), pari a 5 milioni di euro
- $a_{n\neg WACC}$ = valore attuale di una rendita che da diritto a ricevere un euro per sei anni, sulla base di un tasso di sconto pari al costo medio ponderato del capitale (WACC), pari al 5,76%;
- WACC = costo medio ponderato del capitale, pari al 5,76%;
- g = saggio di crescita degli FCF in perpetuo, pari all'1,2%.

La scelta di un saggio di crescita in *perpetuity* nella misura dell'1,2% è legata alle seguenti considerazioni:

1. gli *equity analysts* di Rai Way utilizzano un tasso di crescita in mediana pari all'1% (Tabella 1);

Tabella 1: Saggio di crescita g utilizzato dagli *equity analysts* che seguono il titolo

Emittente	Data Report	Crescita g
Credit Suisse	30/12/2014	n.d.
Equita	09/02/2015	0,50%
Mediobanca	30/12/2014	1,50%
Exane BNP Paribas	29/01/2015	2,00%
Banca IMI	26/01/2015	1,00%
Citi	30/12/2014	0,00%
Media		1,00%
Mediana		1,00%

2. le fonti di previsione macroeconomica proiettano tassi d'inflazione di lungo termine per il nostro paese superiori all'1,5% (tabella 2) e in mediana pari all'1,60%;

Tabella 2: Tasso di inflazione stimato dagli analisti macroeconomici

Emittente	Data Report	Inflazione LT
Prometeia [A]	Gennaio 2015	1,60%
IMF [B]	Ottobre 2014	1,50%
Consensus Economics [C]	Ottobre 2014	1,90%
Media		1,67%
Mediana		1,60%

[A] Prometeia, Rapporto di previsione, Gennaio 2015

[B] International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2014

[C] Consensus Forecasts - A digest of International Economic Forecasts, October 2014

Poiché Rai Way gode di un effetto leva – prezzo favorevole, il saggio di crescita dei *free cash flows*, in un contesto inflazionistico, dovrebbe risultare superiore alle attese di crescita dei ricavi (per la maggior parte indicizzati all'inflazione). A solo titolo di esempio, assumendo un rapporto fra *free cash flow* e ricavi compreso tra il 20% e il 30%, ed assumendo altresì che solo il 50% dei *cash costs* (*opex + capex*) sia indicizzato all'inflazione al consumo, per ogni punto percentuale di inflazione i *free cash flow* crescerebbero in misura compresa tra il 2% e il 3%[37];

[37] Hp: Ricavi = 100; FCF = 20; Opex + Capex indicizzati = - (100-20) x 50% = 40; $Ricavi_{t+1}$ = 100 x (1 + 1%)=101; $[Opex + Capex\ indicizzati]_{t+1}$ = 40 x (1+1%) = 40,4; FCF_{t+1}= 100-40-40,4 = 20,6; g_{FCF} = (20,6/20) -1 = 3%

3. considerando la media tra il tasso di crescita mediano degli *equity analysts* (1%) e il tasso d'inflazione mediano di fonte macroeconomica (1,6%), si otterrebbe un saggio di crescita pari all'1,30%;
4. il management di EI Towers ha dichiarato allo scrivente l'utilizzo, ai fini di *impairment test* (prospettiva dell'azionista di controllo; valutazione che deve tenere conto di profili di prudenza, in quanto rispondente ad esigenze di *financial reporting*) l'utilizzo di un saggio di crescita in perpetuo dei *free cash flow* pari all'1,20%.

Sulla base di queste considerazioni si è giudicato appropriato l'utilizzo di un saggio di crescita dei FCF oltre il 2018 pari all'1,20%.

Sulla base della formula richiamata in precedenza, e dei parametri di input (FCF adjusted nel periodo di previsione esplicita 2015-2018, WACC e saggio g) l'*Enterprise Value* di Rai Way al 31.12.2014 è stimabile in 1.320 milioni di euro (tabella 4).

Sulla base della Posizione Finanziaria Netta 2014 (PFN o Net Financial Position) stimata in mediana dagli *equity analysts* (Vedi tabella 3), pari a 66 milioni di euro, e del debito per il trattamento di fine rapporto (TFR), stimato in 21 milioni di euro (tabella 3), il valore del 100% delle azioni di Rai Way al 31.12.2014 è stimabile in misura pari a 1.233 milioni di euro (= 1.320 – 66 – 21).

Tabella 3: Posizione Finanziaria Netta (PFN) e Altre Passività al 31.12.2014 di consenso degli *equity analysts*

Emittente	Data Report	Net Debt	TFR
Equita	09/02/2015	66	
Exane BNP Paribas	29/01/2015	70	21
Banca IMI	26/01/2015	66	21
Citi	30/12/2014	65,1	
Credit Suisse	30/12/2014	64,1	
Mediobanca	30/12/2014	69,7	
Media		**66,8**	**21,0**
Mediana		**66,0**	**21,0**

Tale valore, suddiviso per il numero di azioni in circolazione al 31.12.2014 pari a 272 milioni, restituisce un valore economico per azione Rai Way pari a 4,53 euro/azione.

Pertanto il valore del 100% delle azioni di Rai Way stimato dallo scrivente (1.233 milioni di euro) è pressoché coincidente con il prezzo riconosciuto in sede di OPASc (1.225 milioni di euro).

Tabella 4: Stima del valore economico delle azioni Rai Way al 31.12.2014

WACC	5,76%	WACC - beta mediano società comparabili
g	1,20%	Saggio di crescita I.T. EI Tower

Valori in milioni di Euro

Anno			**2015 E**	**2016 E**	**2017 E**	**2018 E**	**TV**
Free Cash Flows di consenso Adjusted	*A*		43,9	45,9	61,9	67,3	62,6
Discount Factor	*B*		0,946	0,894	0,845	0,799	
NPV (Free Cash Flows)	*C = A x B*		41,5	41,0	52,3	53,8	
Σ NPV (Free Cash Flows)	$D = \Sigma C_{2015\text{-}2018}$	188,6					
Terminal Value - Componente desunta dal valore attuale dei FCF normalizzati	$E = A_{TV} \times (1+g)/(WACC- g)$						1390,5
Terminal Value - Componente benefici fiscali oltre il periodo di piano	$F = Tax\ Amortization\ Adjustment \times a_{n_WACC}$						24,7
NPV (Terminal Value)	*G = (E + F) x B*	1131,4					
Enterprise Value	***H = D + G***	**1319,9**					
Net Financial Position 31.12.2014 E	*I*	66,0					
Indemnities 31.12.2014 E	*L*	21,0					
Equity Value	***M = H - I - L***	**1232,9**					
NOSH 31.12.2014	*N*	272					
Equity Value per Share	***O = M / N***	**4,53**					

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

3.6 Metodo di controllo: multipli di società e di transazioni comparabili

Come riportato nel primo capitolo il metodo dei multipli di società e di transazioni comparabili è stato utilizzato a soli fini di controllo. Le ragioni vanno ricercate nell'assenza di società quotate strettamente comparabili e di transazioni aventi per oggetto società simili a Rai Way. Di seguito si riportano i risultati delle analisi compiute presentandoli in forma idonea alla verifica di ragionevolezza dei risultati raggiunti con il criterio principale (DCF), il quale ha di fatto confermato il prezzo d'Offerta implicita nell'OPASc.

Multipli di società comparabili

Il campione di *player* comparabili è stato scomposto in due campioni: nel primo campione (*ex emerging countries* = campione ristretto) figurano le sole società utilizzate ai fini della stima del costo del capitale; nel secondo campione (*cum emerging countries* = campione completo) sono incluse anche società operanti in economie emergenti. Tutti i dati sono di fonte *Factset*.

I multipli considerati sono i seguenti:

$EV_Sales_14 = \frac{EV_{23.02.2015}}{Sales_{2014\,E}}$; $EV_Sales_15 = \frac{EV_{23.02.2015}}{Sales_{2015\,E}}$

$EV_EBITDA_14 = \frac{EV_{23.02.2015}}{EBITDA_{2014\,E}}$; $EV_EBITDA_15 = \frac{EV_{23.02.2015}}{EBITDA_{2015\,E}}$

$EV_EBITDA - CAPEX_14 = \frac{EV_{23.02.2015}}{EBITDA_{2014\,E} - capex_{2014\,E}}$;

$EV_EBITDA - CAPEX_15 = \frac{EV_{23.02.2015}}{EBITDA_{2015\,E} - capex_{2015\,E}}$

dove l'Enterprise Value è stimato per somma de[38]:

- (+) Market Cap al 23.02.2015;
- (+) Net Debt 2014 E (stima degli *equity analysts* al 23.02.2015);
- (+) Minority Interests 2013 (in assenza di una stima degli *equity analysts*)
- (-) Investment in Unconsolidated Subsidiaries 2013 (in assenza di una stima degli *equity analysts*)

La tabella 1 riporta il calcolo dei multipli per il campione di società comparabili a confronto con i multipli impliciti nel prezzo d'Offerta di Rai Way al 23 Febbraio 2015. Dalla tabella emerge come i multipli EV/EBITDA (sia 2014 che 2015) impliciti nell'offerta rivolta ai soci di Rai Way siano sostanzialmente allineati a quelli di EI Towers

[38] Factset non censisce i debiti relativi al TFR e pertanto l'*enterprise value* esclude tali passività.

(la società più comparabile). I multipli EV/Sales sono invece più elevati per Rai Way anche per effetto della maggiore quantità di siti in proprietà di quest'ultima rispetto ad EI Towers. Il multiplo EV/(EBITDA-capex) mostra nel 2015 un valore relativo di Rai Way più elevato rispetto a quello di EI Towers per effetto del picco di investimenti di quell'anno, che contribuisce a ridurre il denominatore del multiplo (tuttavia tale effetto è destinato, nelle attese del consenso, a rientrare dal 2017).

La tabella 2 pone a confronto i multipli impliciti di Rai Way con i rispettivi multipli dei due campioni (completo e ristretto). Dalla tabella emerge come i multipli di Rai Way siano sempre inferiori a quelli dei *peers*. La stessa relazione è illustrata nella figura 3, che riporta il *box-plot* dei multipli delle società del campione completo. Nella figura è riportato, per ciascun multiplo, il valore implicito nel prezzo Rai Way di 4,5 euro per azione tramite un pallino di colore arancione. Come è possibile osservare, il multiplo implicito Rai Way risulta sempre nella parte bassa della forchetta di multipli di società comparabili.

Una ulteriore verifica della ragionevolezza del multiplo implicito nel prezzo Rai Way di 4,5 euro per azione può essere compiuta analizzando la relazione che esiste fra il multiplo $EV/Sales_{2015}$ e il rapporto di indebitamento delle società attraverso la seguente relazione:

$$\frac{EV_{23.02.2015}}{Sales_{2015\,E}} = \alpha + \delta \times \frac{Net\ Debt_{2014E}}{EBITDA_{2015\,E}} + \varepsilon$$

Il grafico 4 illustra la dispersione del multiplo EV/Sales rispetto all'indebitamento delle società del campione completo (esclusa Bharti Infratel Ltd., che presenta una posizione finanziaria netta attiva).

Dal grafico è possibile osservare che le società italiane, attualmente meno indebitate, presentano un multiplo EV/Sales inferiore rispetto alle società più indebitate. Tale evidenza fornisce un ulteriore riprova del fatto che la capacità di indebitamento non ancora sfruttata costituisce una fonte di valore per le imprese del settore.

Tabella 1: Informazioni utilizzate ai fini dell'analisi dei multipli di società comparabili

Company Name	Rai Way SpA	EI Towers SpA	American Tower Corp.	SBA Communications Corp.	Crown Castle International Corp.	PT Sarana Menara Nusantara Tbk	PT Tower Bersama Infrastructure Tbk	Bharti Infratel Ltd.	PT Solusi Tunas Pratama Tbk
Symbol	RWAY-IT	EIT-IT	AMT-US	SBAC-US	CCI-US	TOWR-ID	TBIG-ID	534816-IN	SUPR-ID
Tipologia Country		Developed	Developed	Developed	Developed	Emerging	Emerging	Emerging	Emerging
Data Market Cap	23/02/2015	23/02/2015	23/02/2015	23/02/2015	23/02/2015	23/02/2015	23/02/2015	23/02/2015	23/02/2015
Market Cap al 23.02.2015	1'005	1'295	38'588	15'409	29'347	38'720	42'689	693'648	10'067
Prezzo al 23.02.2015		45,8	97,3	119,4	87,9	3'795,0	8'900,0	366,9	8'850,0
Prezzo d'offerta	4,5								
NOSH Inst. Factset	272	28	396	129	334	10	5	1'891	1
Net Debt 2013	n.d.	131	14'013	5'702	11'188	7'802	12'126	-6'654	2'899
Net Debt 2014 E	66	100	14'432	7'680	11'745	n.d.	13'689	-50'252	n.d.
Investment Unconsolidated Subs 2013	0	0	0	38	0	0	0	0	0
Minority Interests 2013	0	0	56	0	14	-5	126	0	0
Sales 2014	207	233	4'108	1'519	3'690	4'171	3'262	117'653	n.d.
Sales 2015	213	240	4'600	1'664	3'765	4'836	5'406	130'347	n.d.
EBITDA 2014	104	110	2'658	992	2'137	3'453	2'662	49'938	n.d.
EBITDA 2015	107	115	2'949	1'100	2'156	3'977	4'090	56'961	n.d.
EBIT 2014	53	67	1'524	333	994	2'343	2'550	28'036	n.d.
EBIT 2015	59	72	1'803	419	1'034	2'737	3'962	33'957	n.d.
CAPEX 2014	21	23	975	#N/D	780	2'098	2'060	19'343	n.d.
CAPEX 2015	43	21	601	215	523	1'221	2'172	20'178	n.d.
Metodo di stima del valore di mercato dell'equity	**Prezzo d'offerta**	<----------Market Cap Ante Annuncio---------->							
Valore di mercato dell'equity	**1'225**	**1'295**	**38'588**	**15'409**	**29'347**	**38'720**	**42'689**	**693'648**	**10'067**
Stima del debito al 31.12.2014	66	100	14'432	7'680	11'745	7'802 *	13'689	-50'252	2'899 *
Investment Unconsolidated Subs 2013	0	0	0	38	0	0	0	0	0
Minority Interests 2013	0	0	56	0	14	-5	126	0	0
Enterprise Value di mercato	**1'291**	**1'396**	**53'076**	**23'051**	**41'107**	**46'517**	**56'504**	**643'397**	**12'966**
EV/Sales 2014	**6,23 x**	**5,98 x**	**12,92 x**	**15,18 x**	**11,14 x**	**11,15 x**	**17,32 x**	**5,47 x**	**n.d.**
EV/Sales 2015	**6,07 x**	**5,82 x**	**11,54 x**	**13,85 x**	**10,92 x**	**9,62 x**	**10,45 x**	**4,94 x**	**n.d.**
EV/EBITDA 2014	**12,41 x**	**12,69 x**	**19,97 x**	**23,25 x**	**19,24 x**	**13,47 x**	**21,23 x**	**12,88 x**	**n.d.**
EV/EBITDA 2015	**12,06 x**	**12,18 x**	**18,00 x**	**20,96 x**	**19,06 x**	**11,70 x**	**13,81 x**	**11,30 x**	**n.d.**
EV/ (EBITDA-CAPEX) 2014	**15,55 x**	**16,05 x**	**31,54 x**	**n.d.**	**30,30 x**	**34,34 x**	**93,87 x**	**21,03 x**	**n.d.**
EV/ (EBITDA-CAPEX) 2015	**20,04 x**	**14,94 x**	**22,60 x**	**26,06 x**	**25,17 x**	**16,88 x**	**29,45 x**	**17,49 x**	**n.d.**

** Utilizzato parametro 2013 in assenza di stime di consenso 2014.*

N.B.: Valori in milioni così come estratti dal dataprovider Factset (arrotondati solo ai fini di una più chiara esposizione)

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

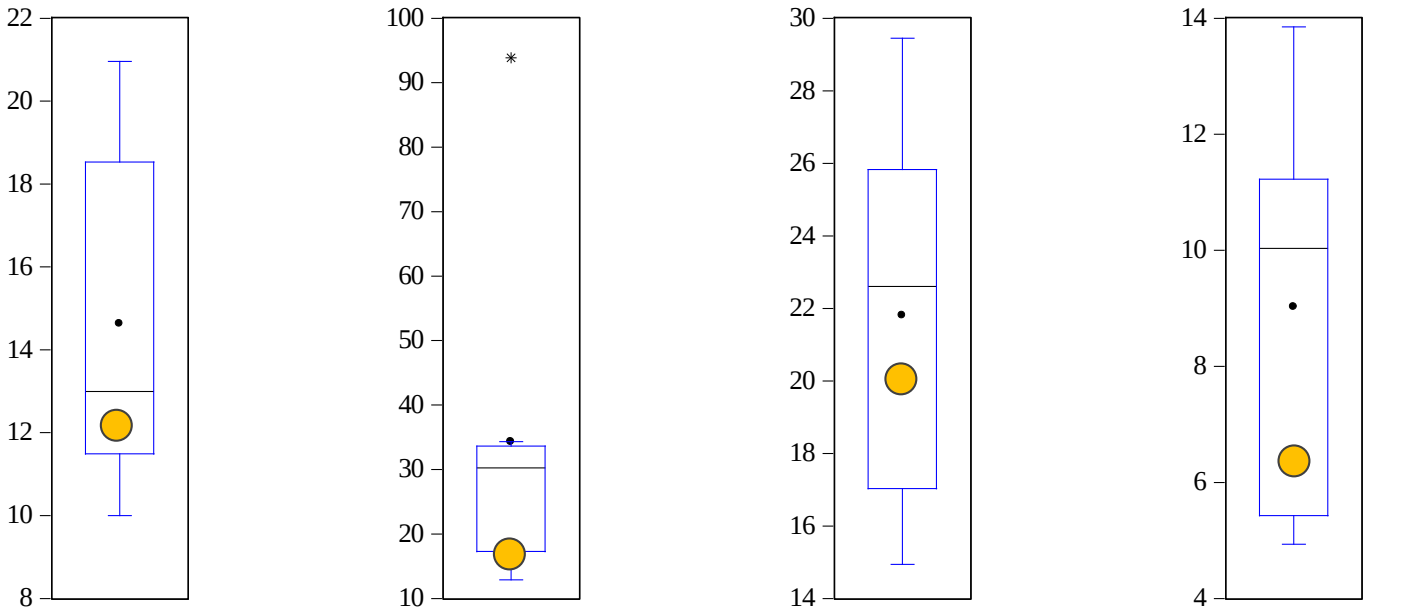
Tabella 2: Confronto tra i multipli mediani di società comparabili al 23.02.2015 ed il multiplo implicito nel prezzo d'offerta

Company Name	Rai Way SpA	Mediana Campione Completo	Mediana Campione ex paesi emergenti
Symbol	RWAY-IT		
Tipologia Country			
Data Market Cap	23/02/2015		
Market Cap al 23.02.2015	1'005		
Prezzo al 23.02.2015			
Prezzo d'offerta	4,5		
NOSH Inst. Factset	272		
Net Debt 2013	n.d.		
Net Debt 2014 E	66		
Investment Unconsolidated Subs 2013	0		
Minority Interests 2013	0		
Sales 2014	207		
Sales 2015	213		
EBITDA 2014	104		
EBITDA 2015	107		
EBIT 2014	53		
EBIT 2015	59		
CAPEX 2014	21		
CAPEX 2015	43		
Metodo di stima del valore di mercato dell'equity	**Prezzo d'offerta**		
Valore di mercato dell'equity	**1'225**		
Stima del debito al 31.12.2014	66		
Investment Unconsolidated Subs 2013	0		
Minority Interests 2013	0		
Enterprise Value di mercato	**1'291**		
EV/Sales 2014	**6,23 x**	**11,15 x**	**12,03 x**
EV/Sales 2015	**6,07 x**	**10,45 x**	**11,23 x**
EV/EBITDA 2014	**12,41 x**	**19,24 x**	**19,60 x**
EV/EBITDA 2015	**12,06 x**	**13,81 x**	**18,53 x**
EV/ (EBITDA-CAPEX) 2014	**15,55 x**	**30,92 x**	**30,30 x**
EV/ (EBITDA-CAPEX) 2015	**20,04 x**	**22,60 x**	**23,89 x**

Figura 3: *Box-Plot* dei multipli di società comparabili al 23.02.2015 a confronto con il multiplo implicito nel prezzo d'offerta

Multiplo implicito nel prezzo di offerta pari a 4,5 euro per azione Ray Way

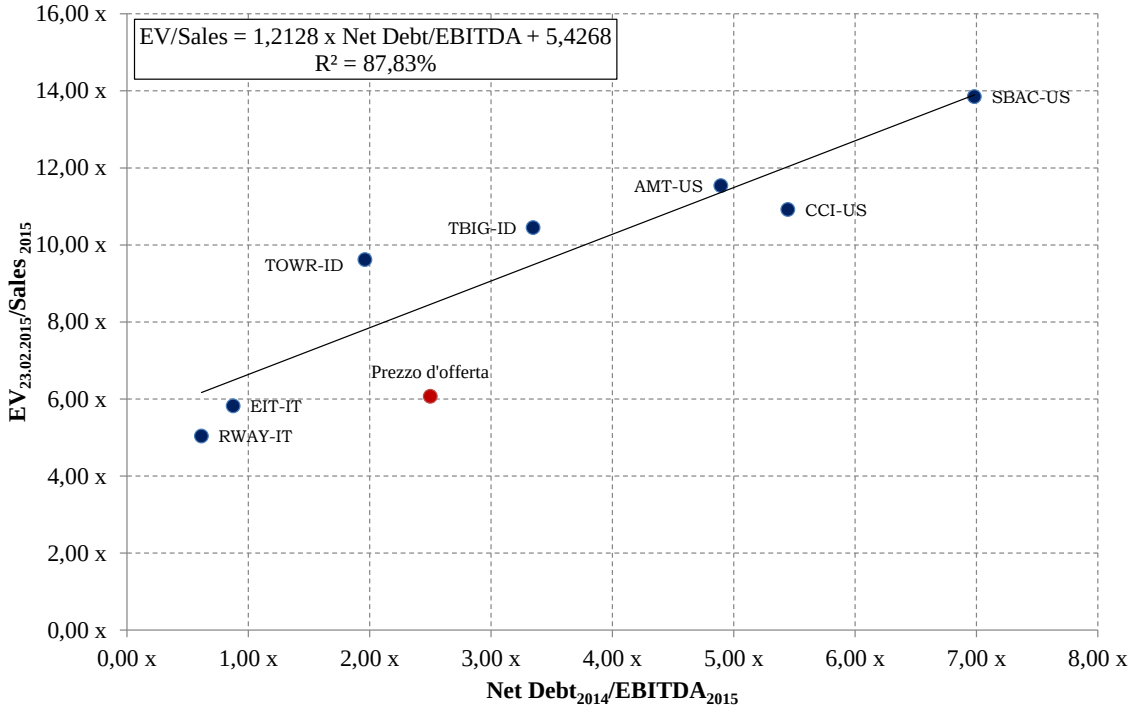
12,06 x	15,55 x	20,04 x	6,07 x
EV_EBITDA_15	EV_EBITDA-CAPEX_14	EV_EBITDA-CAPEX_15	EV_SALES_15



Campione: *EI Towers SpA; American Tower Corp.; SBA Communications Corp.; Crown Castle International Corp.; PT Sarana Menara Nusantara Tbk; PT Tower Bersama Infrastructure Tbk; Bharti Infratel Ltd.*

Legenda:
EV = Enterprise Value Core = Market Cap al 23.02.2015 + Net Debt 2014 E (in assenza 2013 A) + Minority Interest 2013A – Inv. Unconsolidated Subs 2013A;
E = Estimates 45 days;
A = Actual (dato utilizzato in assenza di stime 2014 da parte degli *equity analysts*;
EBITDA, CAPEX, SALES (_14 vs _15) = EBITDA, Capex e Sales stimati dagli equity analysts per il 2014 (_14) o il 2015 (_15).

Grafico 4: Relazione tra Net Debt/EBITDA e multiplo EV/Sales per le società comparabili

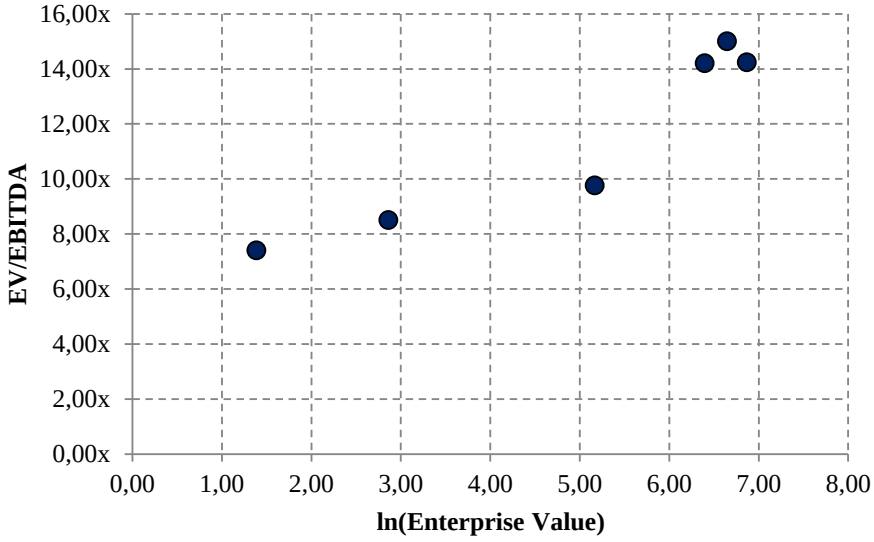


Multipli di transazioni comparabili

Il campione di transazioni è stato desunto dalle seguenti fonti informative: a) transazioni realizzate da EI Towers; b) transazioni presenti nel data-provider Zephir; c) transazioni rilevate a mezzo stampa. La selezione ha restituito nove transazioni comparabili (tabella 7).

La principale fonte informativa utilizzata per la ricostruzione dei multipli impliciti in tali transazioni è la banca dati *Bureau Van Dijk* (sia per quanto riguarda gli *Enterprise Values* – pacchetto *Zephir Bureau Van Dijk* – sia per quanto riguarda i dati economici della target – pacchetto *Amadeus Bureau Van Dijk*). Ai fini della ricostruzione dei multipli sono state utilizzate le più recenti informazioni disponibili.

Grafico 6: Relazione tra multiplo EV/EBITDA riconosciuto nelle transazioni comparabili e dimensione della *target*



Le transazioni restituiscono un multiplo EV/EBITDA medio e mediano (rispettivamente 11,52x e 11,98x) sostanzialmente allineati rispetto a quello ($EV/EBITDA_{2014}$ = 12,40x – vedi tabella 2) implicito nel prezzo d'Offerta delle azioni Rai Way pari a 4,5 euro. Chiaramente esiste una relazione tra la dimensione della società acquisita (*size* dell'infrastruttura) e il multiplo riconosciuto nella transazione, nel senso che a un *network* più esteso (scala nazionale) e con maggior copertura viene riconosciuto un premio rispetto ad un *network* più piccolo (al limite composto esclusivamente da poche torri). Per questa ragione la tabella riporta il controvalore del deal in milioni di euro e il grafico 6 illustra la relazione diretta fra multiplo EV/EBITDA e la *size* del *deal*. Se ne ricava che pur essendo il multiplo implicito nel prezzo di Offerta allineato alla mediana dei comparabili, qualora si tenesse in conto la dimensione di Rai Way, il multiplo si posizionerebbe nella fascia più elevata di quelli registrati nelle transazioni del settore.

Tabella 7: Multipli di transazioni comparabili dal 2007 al 2015

Acquiror name	Target name		% Acquired	Announced date	Deal EV	Pre-deal target EBITDA	Deal EV/EBITDA
ABERTIS	GALATA	*A*	90%	02/03/2015	770	n.d.	15,00x
EI TOWERS	HIGHTEL	*B*	100%	31/10/2014	18	n.d.	8,50x
BROOKFIELD INFRASTRUCTURE PARTNERS LP	TDF SAS' FRANCE-BASED UNIT	*C*	100%	06/11/2014	3˙560	n.d.	n.d.
NISZ NEMZETI INFOKOMMUNIKACIOS SZOLGALTATO ZRT	ANTENNA HUNGARIA MAGYAR	*D*	100%	26/03/2014	176	18	9,76x
EI TOWERS	SART	*E*	100%	28/02/2014	4	n.d.	7,40x
ALINDA CAPITAL PARTNERS LLC	EMITEL SP ZOO	*F*	100%	02/12/2013	961	68	14,24x
FIRST STATE INVESTMENT MANAGEMENT (UK) LTD	DIGITA OY	*G*	100%	06/08/2012	362	n.d.	n.d.
DIGITAL MULTIMEDIA TECHNOLOGIES SPA	EI TOWERS SPA	*H*	100%	28/07/2011	601	42	14,21x
MONTAGU	TP EMITEL SP ZOO	*I*	100%	24/03/2011	429	n.d.	n.d.
TDF SAS	T-SYSTEMS MEDIA&BROADCAST GMBH	*L*	100%	08/11/2007	850	n.d.	n.d.
TDF SAS	ANTENNA HUNGARIA RT	*M*	100%	09/05/2007	316	n.d.	n.d.
Media							**11,52x**
Mediana							**11,98x**
N° Osservazioni							**6**

[A] mezzo stampa - corriere.it e repubblica.it
[B] Informazioni estratte da presentazioni EI Towers
[C] Sales 2013-2014 estratte dal website della target
[D] EBITDA Adj. Estratto da press release del 26.03.2014
[E] Informazioni estratte da presentazioni EI Towers
[F] EBITDA estratto da News di Reuters del 02.12.2013
[G] Sales estratte da Press release del 06.08.20112
[H] EV costruito come Deal Equity + PFN al 30.06.2012 da Progetto di Fusione e Sales ed EBITDA 2010 estratti da Bilancio Consolidato Mediaset 2011
[I] Sales 2010 estratte da press release (PLN 377 mln al cambio del 31.12.2010)
[L] Sales estratte da press release del 15.01.2008
[M] Dati Zephyr unconsolidated controllati con bilanci consolidati 2005 che approssimano quelli uncosolidated 2007

N.B.: Tutti i dati la cui fonte non è citata nelle note specifiche sono di fonte Zephir Bureau Van Dijk

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

4. CONCLUSIONI

Alla luce delle analisi svolte e tenuto conto delle finalità, delle peculiarità e delle difficoltà dell'incarico ricevuto descritte nel capitolo primo di questa relazione, lo scrivente ritiene che il valore complessivamente attribuibile alle n° 272 milioni di azioni di Rai Way S.p.A., potenzialmente conferibili in adesione all'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio proposta da EI Towers S.p.A., possa essere ragionevolmente stimato alla data di riferimento del 31.12.2014 in euro 1.233 milioni (euro 4,53 per azione).

Milano, 06 Marzo 2015 Prof. Mauro Bini

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

APPENDICE: EQUITY RISK PREMIUM ASSUNTO DAI REGULATORS NEI SETTORI DELLE INFRASTRUTTURE

Regulatory body	Year	Sector/company	ERP %
Commission for Communication Regulation	2014	Mobile&Fixed Telecom, Broadcasting	5,00%
Ofwat	2014	Water	4,75%
Competition Commission	2013	Northern Ireland Electricity (provisional)	4,75%
Ofgem	2013	Electricity distribution	5,25%
Ofgem	2013	Transmission and gas distribution	5,25%
Ofcom	2011	BT Openreach	5,00%
Competition Commission	2010	Bristol water	5,00%
CAA	2010	NATS	5,25%
Ofwat	2009	Water	5,40%
Ofcom	2009	Openreach	5,00%
Ofgem	2009	Electricity Distribution	5,25%
NIAUR	2008	SONI	4,50%
CAA	2008	Heathrow and Gatwick	4,50%
CC	2008	Heathrow and Gatwick	3,50%
Ofgem	2007	Gas Distribution	4,75%
Ofgem	2006	Transmission	4,50%
Ofcom	2005	BT	4,50%
Postcomm	2005	Royal Mail	3,75%
Ofwat	2004	Water	3,50%
Ofgem	2004	Electricity distribution	4,75%
Maximum			5,40%
Media			**4,71%**
Minimum			3,50%