

GARFAGNANA ECOLOGIA AMBIENTE S.R.L. (GEA)

-

PERIZIA DI STIMA SUL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO

Ex art 2343-ter, comma 2, Lettera b) Codice Civile



INDICE

1. RELAZIONE DI STIMA	3
2. LIMITAZIONI	4
3. INFORMAZIONI GENERALI.....	5
4. CRITERI DI VALUTAZIONE.....	11
5. STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETA': SCELTA DEI CRITERI E DEI METODI DI VALUTAZIONE	18
6. STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETA': APPLICAZIONE DELLA METODOLOGIA VALUTATIVA DEFINITA	19
7. CONCLUSIONI.....	39

Milano, 06 ottobre 2023

1. RELAZIONE DI STIMA

Redatta ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2343-ter, comma 2, lett. b) del Codice Civile, ai fini del conferimento di Garfagnana Ecologia Ambiente S.r.l. (nel seguito "GEA" o "la Società" o la "Conferente"), con sede in Via Pio la Torre 2/C, Lucca (LU), P. IVA 02381940465, iscritta al Registro Imprese di Lucca al n. 02381940465 REA 221096 in RetiAmbiente S.p.A. (nel seguito "RetiAmbiente" o la "Conferitaria").

RetiAmbiente S.p.A. (nel seguito "RetiAmbiente") ha affidato a BDO Advisory Services S.r.l. (nel seguito "BDO") la relazione di stima, ai sensi dell'art. 2343-ter comma 2 lettera b) del codice civile, degli assets di GEA ai fini del loro conferimento in RetiAmbiente S.p.A.

Il contratto disciplinante l'incarico per la redazione della valutazione di stima ha stabilito i termini per lo svolgimento di una procedura di valutazione degli assets, definendo inoltre che tale valutazione dovrà essere riferita al 30.06.2023 (nel seguito "Data di Riferimento").

La finalità del presente lavoro è quella di determinare un valore teorico di riferimento della partecipazione da non confondere con il possibile prezzo di cessione/acquisizione della stessa. Tale valore, infatti, potrebbe essere stabilito dalle parti sulla base di ulteriori considerazioni ed altri elementi contingenti e soggettivi derivanti dalla negoziazione. In particolare, si ricordano, senza pretese di completezza, i seguenti fattori:

- *Specifiche considerazioni svolte da una delle parti contraenti sulle attività della società;*
- *Eventuale urgenza di una delle parti contraenti a concludere l'operazione;*
- *Esistenza, per una delle parti contraenti, di eventuali benefici o costi di natura fiscale connessi all'operazione;*
- *Possibili sinergie emergenti, per una delle parti contraenti, dall'eventuale transazione.*



2. LIMITAZIONI

BDO ha fatto pieno affidamento sul fatto che le informazioni, i documenti messi a disposizione e quanto emerso dai colloqui intercorsi con il management della Società siano veritiere, accurate e complete.

BDO non si assume, quindi, alcuna responsabilità in merito alla completezza, veridicità ed accuratezza di quanto messo a sua disposizione, pur avendo svolto il proprio incarico adottando la massima professionalità richiesta per l'espletamento di incarichi di tale natura.

L'incarico conferito a BDO non ha come obiettivo quello di definire una linea contabile alla quale la Società oggetto di valutazione debba adeguare la propria contabilità in quanto le risultanze che BDO otterrà non vorranno mettere in alcun modo in discussione i criteri di predisposizione del bilancio e la corretta rappresentazione dei dati che lo compongono nonché le attività di verifica a cui lo stesso è sottoposto dagli organi competenti.

La presente perizia (nel seguito la "Perizia") necessariamente tiene in debita considerazione le condizioni attuali di mercato e regolamentari proprie del settore in cui la Società opera.

Nonostante i risultati emersi da tale Perizia siano stati ottenuti utilizzando la massima diligenza, indipendenza e professionalità da parte di BDO, poiché si sono basati su dati ed informazioni non verificati da BDO, possono essere inficiati per cause non riconducibili all'operato di BDO, nel caso in cui le informazioni messe a disposizione di BDO dovessero risultare non attendibili o incomplete.

La riproduzione, per intero od in parte, del presente documento e la sua trasmissione, per intero od in parte, a terzi deve essere preventivamente autorizzata per iscritto da BDO.

3. INFORMAZIONI GENERALI

a. La Società

Garfagnana Ecologia Ambiente S.r.l., costituita il 30 gennaio 2015, svolge la propria attività nel settore della raccolta e smaltimento di rifiuti urbani nei Comuni della Garfagnana (Comune di Camporgiano, Comune di Careggine, Comune di Castelnuovo di Garfagnana, Comune di Castiglione di Garfagnana, Comune di Fosciandora, Comune di Galliciano, Comune di Minucciano, Comune di Molazzana, Comune di Piazza al Serchio, Comune di Pieve Fosciana, Comune di San Romano in Garfagnana, Comune di Vagli Sotto e Comune di Villa Collemantina) e in particolare svolge, in qualità di soggetto “in-house”, il servizio di raccolta differenziata porta a porta, raccolta differenziata dei rifiuti ingombranti, raccolta verde, raccolta di rifiuti provenienti da micro raccolta domestica e raccolta di pannolini e pannoloni oltre ad altri servizi svolti presso l’Ecocentro che rappresenta una stazione ecologica della raccolta differenziata dove molti rifiuti vengono inviati al recupero e quindi al riciclo e riutilizzo.

La Società, come emerge dalla Relazione sulla Gestione 2022 (nel seguito la “Relazione sulla Gestione”), ha stipulato nel 2015 con la società Severa S.p.A. in liquidazione un contratto di affitto di azienda con contestuale impegno irrevocabile di acquisto della stessa. Tale contratto risultava subordinato all’omologazione (avvenuta in data 1° agosto 2016) del Tribunale di Lucca della proposta di concordato preventivo della società Severa S.p.A. la quale consente alla Società di procedere all’acquisto dell’azienda nei successivi 36 mesi dall’omologazione.

In data 29 giugno 2017 GEA ha stipulato con la società Severa S.p.A. in liquidazione, ai rogiti del Notaio Cariello di Pisa:

- l’atto di acquisto dell’azienda con riferimento all’Impianto “Ecocentro”, Discarica “Selve Castellane”, Impianti “Belvedere” e beni mobili strumentali;
- l’atto di acquisto del terreno dove è situato il termovalorizzatore di proprietà di Severa S.p.A., nonché di altri terreni e impianti a corredo.

La Società ha stipulato con gli organi della procedura concordataria della società Severa S.p.A. in liquidazione un atto modificativo delle condizioni originarie di pagamento del saldo prezzo previsto convenendo di pagare una parte entro il 31 luglio 2019 (ca. 180 €/k) e di rateizzare il rimanente prezzo (ca. 3 €/mln) in 75 rate mensili da euro 40.000 ciascuna a partire dal 31 agosto 2019 fino al 31 ottobre 2025. La società Severa S.p.A. ha mantenuto la riserva di proprietà sull’intera azienda ceduta fino al pagamento dell’intero prezzo convenuto.

b. Avvenimenti rilevanti recenti

Il 2020 è stato caratterizzato dall'insorgenza della pandemia da Covid-19, che ha inciso profondamente sui comportamenti delle persone e sulle condizioni economiche, sociali e produttive, compresi gli ambiti oggetto dell'azione della Società. La Società, in conformità rispetto alle disposizioni governative e regionali, ha adottato le misure protezione conformi ai protocolli prescritti dalle competenti autorità atti a garantire a tutti gli operatori e ai dipendenti il contenimento della diffusione del virus e la massima tutela possibile dal contagio.

Come indicato nella Nota Integrativa al Bilancio 2022 la Società non ha subito conseguenze di rilievo legate a tale emergenza.

A fine 2020 l'Assemblea dei Soci dell'Autorità ATO Toscana Costa ha deliberato, ad esito del procedimento avviatosi con la Delibera n.15/2019, l'affidamento diretto *in house providing* a RetiAmbiente S.p.A. del servizio di gestione integrata dei rifiuti per l'intero ambito "Toscana Costa". Pertanto, a partire dal 01.01.2021 RetiAmbiente è il Gestore Unico dell'Ambito Territoriale della Toscana Costa avvalendosi delle Società Controllate per l'erogazione del servizio del ciclo integrato dei rifiuti urbani. Infatti, nel corso degli ultimi anni già molte società all'interno dell'Ambito territoriale ottimale erano state conferite, dai Comuni soci, in RetiAmbiente (Ascit, Geofor, Rea, ecc.) e, con l'avvenuto affidamento da ATO al gestore unico, anche tutte le altre società delle quattro province dovranno procedere con un percorso di integrazione in RetiAmbiente. La possibile operazione riguardante GEA si inserisce in tale contesto. Infatti, nei primi mesi del 2021 è stato sottoscritto un Accordo transitorio tra l'Autorità ATO, la società RetiAmbiente S.p.A., i 13 Comuni della Garfagnana e la società GEA S.r.l. per regolare le reciproche posizioni nel periodo intercorrente tra l'avvio della gestione del servizio d'ambito affidata alla società RetiAmbiente (iniziato il 1° gennaio 2021) e la data entro la quale i Comuni soci conferiranno il Servizio alla stessa RetiAmbiente al fine di consentirne la piena operatività anche nel territorio della Garfagnana (non oltre il 31 dicembre 2025). Nella seconda metà dell'anno 2022 i Comuni soci hanno avviato le operazioni propedeutiche al conferimento del servizio al Gestore unico dal 1° gennaio 2023 ed alla cessione delle quote della società GEA alla stessa RetiAmbiente S.p.A. con contestuale aumento di capitale riservato ai Comuni della Garfagnana. Tali operazioni, per motivi sostanzialmente indipendenti dalle parti coinvolte, non hanno trovato conclusione nei termini previsti e i Comuni hanno concordato con la società RetiAmbiente e l'Autorità ATO Costa Rifiuti di posticipare al 1° gennaio 2024 la data di conferimento del servizio.

Con riferimento al patrimonio immobiliare della Società, il 2022 ha visto il completamento delle attività di adeguamento dell'Ecocentro sulla base delle prescrizioni contenute nei provvedimenti autorizzativi e l'acquisto di due piccoli metati diruti localizzati in prossimità dell'ingresso dell'impianto sito in Belvedere al fine di evitare che eventuali proprietari terzi potessero causare disagi al transito dei mezzi della stessa Società.

Nel corso dell'esercizio 2022 si è verificata la protratta indisponibilità della regolarità contributiva (DURC) della società Severa S.p.A. in liquidazione in seguito alla quale, in accordo con il commissario giudiziale ed in applicazione del DL 21 giugno 2013, n. 69, è stato sospeso il pagamento delle rate mensili accantonandone prudenzialmente gli importi.

Si segnala che nel corso dell'anno sono stati indentificati alcuni interventi da realizzare in merito alla discarica di Selve Castellane, resi necessari in seguito alla diffida trasmessa dalla Regione Toscana conseguente a una verifica da parte dell'Agenzia Regionale Protezione Ambientale della Toscana ("ARPAT") sull'adeguamento di alcune prescrizioni contenute nell'autorizzazione con scadenza prevista per ottobre 2024 rilasciata dalla Provincia di Lucca.

c. Società partecipate

GEA non presenta alla Data di Riferimento partecipazioni.

d. Capitale sociale

Il Capitale sociale della Società è interamente posseduto dai Comuni della Garfagnana (LU) e risulta pari a Euro 80.800 suddiviso in uguali numero di azioni dal valore nominale di Euro 1.

Dalla visura aggiornata al 01.09.2023 (nel seguito la "Visura") la compagine societaria di GEA risulta composta come da tabella a seguire:

Soci	N° azioni	Valore Partecipazione	% Partecipazione
Comune di Castelnuovo Garfagnana	20.000	20.000	24,8%
Comune di Galliciano	12.000	12.000	14,9%
Comune di Piazza al Serchio	7.400	7.400	9,2%
Comune di Pieve Fosciana	7.200	7.200	8,9%
Comune di Minucciano	7.200	7.200	8,9%
Altri Soci	27.000	27.000	33,4%
Totali	80.800	80.800	100%

Il Patrimonio Netto al 31.12.2022, pari a Euro 2.763.688, risulta così composto:

- Capitale sociale per Euro 80.800;

- Riserva legale per Euro 18.190;
- Altre riserve per Euro 2.481.975;
- Utile d'esercizio per Euro 182.723;

Al 30.06.2023 il Patrimonio Netto, pari a Euro 2.848.195, risulta composto da:

- Capitale sociale per Euro 80.800;
- Riserva legale per Euro 18.190;
- Altre riserve per Euro 2.664.698;
- Utile di periodo per Euro 84.507.

e. Organi societari

La Società, sulla base di quanto indicato nella Visura risulta essere gestita dal dott. Giuseppe Paternò, che opera in qualità di Amministratore Unico, nominato in data 30.01.2015 e in carica fino alla revoca.

L'organo di controllo è rappresentato dal Collegio sindacale che, sulla base della Visura, risulta così composto:

- Dott. Marco Marchi, Presidente;
- Dott.ssa Eleonora Vannucci, sindaca;
- Dott. Matteo Romani, sindaco;
- Dott. Michele Guidi, sindaco supplente;
- Dott.ssa Elena Bertolozzi, sindaca supplente.

f. Oggetto sociale e durata della Società

Sulla base di quanto indicato nella Visura, la Società ha per oggetto la gestione integrata ed unitaria di tutte le attività e di tutti i servizi ecologici e ambientali, in particolare quelli relativi alla raccolta, trasporto, smaltimento, trattamento, stoccaggio, recupero e riciclaggio dei rifiuti e di tutte le attività ad esse connesse ivi comprese le attività di bonifica, di ripristino ambientale e di igiene urbana. In particolare, la Società potrà effettuare le attività di:

- progettazione e gestione di aree e di impianti di raccolta, selezione, trattamento, riciclaggio, recupero e smaltimento dei rifiuti;

- *attività di trasporto conto terzi legata al servizio di cui trattasi;*
- *promozione e coordinamento di iniziative pubbliche e private dirette a favorire una minor produzione di rifiuti, incremento delle raccolte differenziate, ottimizzazione delle attività di raccolta e trasporto dei rifiuti, anche con la gestione unitaria ed integrata dei servizi relativi alla raccolta dei rifiuti urbani ed assimilati in forma indifferenziata e differenziata, raccolta differenziata dei rifiuti da imballaggio, spazzamento e lavaggio delle strade, rimozione dei rifiuti di qualunque natura e provenienza giacenti su aree pubbliche o private ad uso pubblico, raccolta dei rifiuti provenienti da esumazioni ed estumulazioni o comunque da attività cimiteriali, gestione distinta dei rifiuti urbani pericolosi;*
- *gestione della fiscalità locale e dell'attività cartografica-informativa del territorio, relativamente alle materie di competenza;*
- *comunicazione ed educazione ambientale;*
- *attività di bonifica e di ripristino ambientale di aree e siti inquinati;*
- *costituzione e partecipazione a consorzi, associazioni e ad altri soggetti giuridici, comunque, obbligatori per legge e strettamente connessi all'attività istituzionale;*
- *promozione e svolgimento di ogni altra iniziativa comunque connessa con i fini sociali.*

g. Personale dipendente

Al 31.12.2022, sulla base di quanto contenuto nella relativa Nota Integrativa, la Società aveva in essere 36 rapporti di lavoro così suddivisi:

- Impiegati: 7 unità;
- Operai e intermedi: 29 unità.

L'organico è rimasto invariato nel corso del 2023.

h. Documentazione utilizzata

Il processo valutativo è stato condotto riferendosi:

- al fascicolo di bilancio e al bilancio di verifica della Società relativo all'esercizio sociale chiuso al 31.12.2020, al 31.12.2021 e al 31.12.2022;
- alla Relazione sulla Gestione al 31.12.2022 (nel seguito la "Relazione sulla Gestione");

- al bilancio infra-annuale e al bilancio di verifica infra-annuale di GEA alla data del 30.06.2023, firmata dall'Amministratore Unico di GEA;
- alla visura ordinaria della Società aggiornata alla data del 01.09.2023;
- alla perizia tecnica (nel seguito la "Perizia Tecnica") di valutazione dei beni immobiliari di GEA redatta dal Dott. Ing. Tocchini in data 10.06.2023 e ricevuta in data 28.07.2023;
- ai dettagli contabili della Società su: libro cespiti, partitario clienti, partitario fornitori, fatture da emettere, bolle in attesa di fattura, fatture da ricevere, fondo rischi, fondo svalutazione crediti;
- al dettaglio dei crediti verso clienti al 30.06.2023, con indicazione analitica dello scaduto per data di scadenza;
- al dettaglio della composizione dei fondi rischi al 30.06.2023;
- alla documentazione ricevuta dalla Società nel corso dello svolgimento dell'incarico e riferita ai vari chiarimenti richiesti ai fini della presente Perizia.

4. CRITERI DI VALUTAZIONE

La dottrina e la pratica professionale hanno elaborato numerosi metodi di valutazione che si ritiene opportuno illustrare in sintesi.

Obiettivo della valutazione è quello di determinare il **Capitale Economico** dell'azienda, in quanto valore rappresentativo dell'attitudine dell'impresa a remunerare il Capitale proprio.

Il procedimento richiede l'utilizzo di criteri valutativi in grado di produrre risultati basati su razionalità, coerenza, obiettività e verificabilità. I metodi in questione sono: Reddittuale, Patrimoniale, Misto Patrimoniale-Reddittuale, Finanziario e quello empirico dei Multipli di mercato.

a) Metodo Reddittuale

Il metodo Reddittuale fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile nel futuro.

Il valore del Capitale Economico (W) viene dunque stimato come funzione del **Reddito netto atteso (R)**.

Il Reddito netto atteso esprime il flusso netto previsto per l'orizzonte temporale della valutazione determinato sulla base di ipotesi di gestione futura ragionevolmente formulate alla data della valutazione medesima.

Il Reddito netto atteso mostra le caratteristiche di seguito esposte:

- Il Reddito netto atteso è economicamente prelevabile dagli apportatori di Capitale proprio, una volta remunerati in modo congruo tutti i fattori produttivi e destinata una quota del valore aggiunto alla conservazione delle condizioni produttive pluriennali;
- Il Reddito netto atteso è prospettico, ovvero ottenuto attraverso la proiezione nel futuro delle potenzialità di reddito attuali dell'azienda;
- Il Reddito netto atteso è normalizzato, ossia depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione ordinaria ed al core business e, in ogni caso, determinato sulla base di soluzioni razionali e comunemente accettate dal punto di vista tecnico. Ciò comporta che nella configurazione del reddito (R), debba essere eliminata ogni componente negativa la cui appostazione sia dettata

esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio;

- Il Reddito netto atteso viene per semplicità calcolato come medio, al fine di esprimere la capacità durevole dell'impresa di ottenere una grandezza media di reddito, depurata quindi dagli effetti economici connessi ad eventi congiunturali.

Nel caso in cui l'orizzonte temporale di riferimento venga considerato indefinito, il valore dell'azienda equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante, calcolata ad un tasso di attualizzazione, determinato in base alla seguente formula:

$$W = R/i$$

dove:

W = Valore economico dell'azienda;

R = Reddito medio-normale atteso (sostenibile);

i = Tasso di attualizzazione.

L'approccio generalmente utilizzato per la stima del tasso di attualizzazione è quello del cosiddetto costo-opportunità, che consiste nella scelta di un tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi a parità di rischio.

b) Metodo Patrimoniale

Il metodo Patrimoniale si fonda sul principio dell'espressione, a valori correnti, dei singoli elementi attivi che compongono il Capitale Economico dell'azienda e dell'aggiornamento degli elementi passivi in modo da giungere a determinare un valore di sintesi denominato "**Patrimonio netto rettificato**" (PNR).

Il PNR è considerato come l'ammontare delle risorse che dovrebbero essere investite al fine di disporre di un analogo insieme di condizioni produttive e patrimoniali nello stato e nel luogo in cui si trovano a quel tempo.

Il metodo Patrimoniale assume, come base di partenza, il Patrimonio Netto di bilancio così come espresso dalla situazione patrimoniale contabile di riferimento. Nel Patrimonio Netto viene incluso anche l'utile d'esercizio, mentre vengono escluse le immobilizzazioni immateriali per le quali non si riesca a dimostrarne i benefici economici futuri, le azioni proprie in portafoglio e gli importi per i quali è già stata decisa la distribuzione ai soci (di dividendi o di riserve disponibili).

Al Patrimonio Netto contabile di cui sopra vengono poi apportate le seguenti rettifiche:

- Rettifiche per uniformarsi ai corretti principi contabili;
- Rettifiche necessarie per recepire le plusvalenze emergenti su specifiche poste dell'attivo (al netto dell'effetto fiscale).

Il PNR viene determinato in modo:

- 1) Sintetico, sommando le rettifiche incrementative o decrementative dei singoli elementi patrimoniali;
- 2) Analitico, sommando i valori correnti degli elementi patrimoniali singolarmente.

Il metodo patrimoniale può essere espresso dalla seguente formula:

$$W = PNR + BI$$

dove:

W = Valore economico dell'azienda;

PNR = Patrimonio netto rettificato;

BI = Beni intangibili valutabili.

a. Metodo misto Patrimoniale-Reddittuale

Il metodo misto Patrimoniale-Reddittuale attua una sorta di mediazione tra i punti di forza e le criticità dei criteri Patrimoniale e Reddittuale e consente di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima risulta pertanto idonea a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale, senza trascurare, tuttavia, le attese reddituali.

Il "Valore medio" rappresenta una mera modalità di quantificazione del Valore economico dell'azienda, rilevato come media semplice o ponderata tra i valori determinati sulla base della metodologia fondata sui flussi economici e della metodologia patrimoniale.

Esso può essere espresso tramite la seguente formula (media semplice):

$$W = \frac{1}{2} (R+PNR)$$

dove:

W = Valore economico dell'azienda;

R = Metodologia basata sui flussi di reddito;

PNR = Patrimonio netto rettificato.

Tra i metodi di valutazione per la stima del “Valore medio”, quello più diffuso è il criterio UEC (Unione Europea degli esperti contabili economici e finanziari).

Il metodo in esame prevede la determinazione del valore del Patrimonio Netto della società mediante la verifica della consistenza delle attività impiegate in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l’avviamento, che rettifica in aumento (goodwill) o in diminuzione (badwill), il già menzionato valore patrimoniale. L’avviamento rappresenta la capacità che viene riconosciuta all’azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi, a parità di profilo di rischio.

Tale metodologia si basa sul presupposto che l’avviamento sia un fenomeno transitorio, ovvero destinato a svanire nell’arco temporale di un dato numero di periodi amministrativi.

La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

$$W = PNR + \frac{R - i^2 \cdot PNR}{i^1}$$

dove:

W = Valore economico dell’azienda;

R = Reddito netto atteso medio-normale;

PNR = Patrimonio netto rettificato;

n = Numero di periodi amministrativi;

i^2 = Saggio normale di rendimento atteso del capitale proprio investito nel settore economico nel quale opera l’impresa;

i^1 = Tasso di attualizzazione.

b. Metodo Finanziario

Il metodo Finanziario si basa sui risultati della gestione interpretati in termini di flussi monetari (cash flow) che risultano essere disponibili per l’investitore, anziché in termini di reddito.

Il **Flusso monetario atteso** viene determinato tramite il rendiconto finanziario che recepisce il flusso finanziario generato dalla dinamica reddituale della gestione e i flussi indotti dalla variazione negli impieghi di risorse e nelle fonti di finanziamento aziendali. Il Flusso monetario

atteso esprime il flusso che sarà periodicamente generato dalla gestione futura, determinato in base ad assumption operative ragionevolmente formulabili alla data della valutazione.

Il metodo Finanziario determina il Valore economico dell'azienda, attualizzando i flussi di cassa che essa sarà in grado di generare in futuro ad un tasso che esprima adeguatamente il rischio ad essi associato.

Si possono prendere in considerazione alternativamente il Flusso monetario generato dall'area caratteristica della gestione (FCFO: free cash flow from operations) o il Flusso monetario di periodo disponibile per gli azionisti (FCFE: free cash flow to equity).

Sulla base di tali approcci è possibile pervenire alla valutazione dell'azienda attraverso il DCFM (Discounted Cash Flow Model), attraverso due prospettive:

- Il metodo dei Flussi monetari operativi (Unlevered Cash Flow) attraverso il quale si viene a determinare il Valore economico del capitale investito operativo, pari al valore dei flussi monetari operativi (FCFO) attualizzati al Costo medio ponderato del capitale (WACC: weighted average cost of capital). Al valore così derivato (Enterprise Value) viene sottratto l'importo corrente del debito finanziario netto, al fine di ottenere il valore del Capitale economico (Equity Value);
- Il metodo basato sul Flusso monetario netto spettante agli azionisti (Levered Cash Flow), tramite il quale il Valore economico di un'azienda (Equity Value) si ottiene attualizzando i flussi netti complessivi di periodo (FCFE) ad un tasso pari al costo del Capitale proprio (K_e).

Nel caso si utilizzi il primo di questi metodi, dovranno essere calcolate le imposte teoriche, quantificate utilizzando come riferimento il Reddito operativo: ciò equivale ad ipotizzare la valutazione di un'azienda priva di debiti finanziari, il cui capitale investito netto sia finanziato esclusivamente attraverso l'apporto di capitale proprio.

Per maggior chiarezza, vengono riportate le formule dei due metodi precedentemente descritti, ipotizzate su un arco temporale indefinito (rendita perpetua):

ENTERPRISE VALUE

$$\text{Enterprise Value} = \text{FCFO} / \text{WACC}$$

EQUITY VALUE

$$\text{Equity Value} = \text{FCFE} / K_e$$

dove:

W = Valore economico dell'azienda;

FCFO = Flusso di cassa operativo, rilevato a partire dal Reddito operativo al netto delle imposte;

FCFE = Flusso di cassa per gli azionisti, rilevato a partire dal Reddito netto;

WACC = Costo medio ponderato del capitale;

K_e = Costo del capitale proprio.

c. Metodo dei Multipli

Il metodo dei multipli si basa sull'analisi dei prezzi di Borsa, o di transazioni, relativi ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento della società da valutare (società comparabili) e sulla successiva applicazione dei multipli ricavati da tale analisi alle variabili economico-finanziarie della società oggetto di valutazione.

I Multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di Borsa o il prezzo negoziato tra le controparti delle società comparabili e le relative variabili reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative ai fini valutativi.

Le valutazioni condotte sulla base del metodo dei Multipli si fondano su due ipotesi principali:

- L'uguaglianza nei tassi di crescita attesi dei flussi di cassa aziendali e nel grado di rischio;
- L'assunzione che il valore dell'impresa vari in modo direttamente proporzionale alle variazioni intercorrenti nella variabile economica scelta quale parametro di performance.

Il metodo in questione è quindi in grado di fornire un'adeguata misura del valore, in quanto fondata su aspettative di mercato riguardo tanto alla crescita aziendale quanto al saggio di attualizzazione.

Nella prassi si possono osservare due tipologie di multipli:

1. Multipli calcolati con riguardo al valore di mercato del solo capitale (W). Tali multipli consentono di giungere in modo diretto alla stima del valore del Capitale Economico;
2. Multipli calcolati avendo riguardo al valore complessivo dell'impresa (EV: Enterprise Value). In questo secondo caso il numeratore del multiplo è costituito dalla somma del valore del capitale (W) e del valore di mercato del debito finanziario. Applicando tale tipologia di multipli la stima del valore del Capitale Economico avviene in modo indiretto, ovvero per differenza tra il valore del Capitale operativo (EV) e il valore di mercato dei debiti di natura finanziaria.

Tra i primi si citano, in particolare:



Price/Earning ratio = P/E = Prezzo di Borsa / Utile netto per azione

Price/Book value = P/BV = Prezzo di Borsa / Patrimonio netto per azione

Tra i secondi, quelli più utilizzati nella prassi professionale sono:

Enterprise Value/Sales = EV/Sales = (Valore dell'equity + Valore del debito) / Fatturato

Enterprise Value/Ebitda = EV/Ebitda = (Valore dell'equity + Valore del debito) / MOL

Enterprise Value/Ebit = EV/Ebit = (Valore dell'equity + Valore del debito) / MON

5. STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETA': SCELTA DEI CRITERI E DEI METODI DI VALUTAZIONE

Considerate le finalità della presente valutazione, le informazioni economico-finanziarie disponibili, il mercato di riferimento della Società e la tipologia di attività svolta, tra i metodi di valutazione del Capitale Economico sopra sommariamente illustrati è stato utilizzato il metodo misto Patrimoniale-Reddituale, onde apprezzare prudentemente la relazione esistente tra il patrimonio investito e la capacità dell'impresa di produrre reddito.

IL METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE

Ai fini della determinazione del valore teorico della Società, si è applicato il metodo misto Patrimoniale - Reddituale nella sua formulazione proposta dalla dottrina ed utilizzata dalla prassi professionale:

$$W = PNR + a_{n|i} (R - i' * PNR)$$

Dove:

W = Valore corrente teorico dell'azienda che si intende valutare;

PNR = Valore del Patrimonio Netto rettificato, comprensivo dei valori attribuiti ai beni materiali;

R = Reddito medio - normale atteso (sostenibile);

$a_{n|i}$ = Funzione di attualizzazione di una rendita posticipata, di rata costante pari al sovra reddito o sotto reddito ($R - i' * PNR$), avente durata di n anni al tasso i' ;

i = Tasso di rendimento del capitale di rischio investito, giudicato normale per il settore di appartenenza;

i' = Tasso finanziario di attualizzazione del sovra reddito o sotto reddito.

Pertanto, $a_{n|i} (R - i' * PNR)$ rappresenta il calcolo autonomo dell'avviamento (positivo o negativo) della società oggetto di stima.

Di seguito viene descritto il processo di determinazione delle principali grandezze sopra individuate.

6. STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETA': APPLICAZIONE DELLA METODOLOGIA VALUTATIVA DEFINITA

Il patrimonio netto rettificato (nel seguito il “PNR”) è il risultato di una valutazione, al valore corrente di mercato, in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività, debitamente diminuite di tutte le passività. Tale valutazione si articola generalmente lungo le seguenti fasi:

a. Identificazione del Patrimonio Netto contabile

La misura del Patrimonio Netto contabile trasferito viene determinata come differenza tra il valore contabile delle attività e quello delle passività oggetto di conferimento.

Alla data del 30.06.2023 il Patrimonio Netto contabile della Società risulta pari ad Euro 2.848.195.

b. Accertamento delle eventuali differenze tra il valore corrente ed il valore contabile delle attività e delle passività patrimoniali

Si è quindi provveduto ad esaminare tutte le poste contabili costituenti l'azienda oggetto di conferimento, come descritto analiticamente nei paragrafi successivi.

c. Calcolo della fiscalità figurativa sulle eventuali differenze accertate

L'effetto fiscale è stato considerato in base ad aliquote piene correnti.

d. Calcolo del Patrimonio Netto Rettificato

Sulla base delle rettifiche effettuate, il Patrimonio Netto dell'azienda risulta pari ad Euro 1.575.391.

La tabella sottostante rappresenta la situazione patrimoniale contabile fornita dalla Società:

Valori in Euro

STATO PATRIMONIALE	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Immobilizzazioni immateriali	3.872	16.440	14.328
Immobilizzazioni materiali	4.652.053	4.602.532	4.541.080
Immobilizzazioni finanziarie	18.306	16.431	16.431
Totale Attivo Fisso Netto	4.674.231	4.635.403	4.571.838
Crediti Commerciali	781.183	766.911	969.005
Crediti tributari	144.151	64.156	85.206
Altri crediti	12.798	1.211	33.022
Disponibilità liquide	1.337.126	1.382.681	1.692.841
Ratei e risconti attivi	62.823	68.553	43.918
Totale Attivo Circolante	2.338.081	2.283.512	2.823.993
Totale Attivo	7.012.312	6.918.915	7.395.831
Patrimonio Netto	2.580.964	2.763.688	2.848.195
Fondi rischi e TFR	834.374	929.615	955.863
Debiti v/banche	303.249	265.103	552.858
Debiti v/fornitori	665.003	585.957	594.072
Debiti tributari	53.009	61.529	53.740
Debiti v/istituti previdenziali	99.069	112.008	92.353
Altri debiti	2.126.644	1.851.015	1.948.749
Ratei e risconti passivi	350.000	350.000	350.000
Totale Passivo Circolante	3.596.974	3.225.612	3.591.773
Totale Passivo e PN	7.012.312	6.918.915	7.395.831

Nel seguito si analizzano le singole voci di bilancio al 30 giugno 2023.

ATTIVO

a. Immobilizzazioni immateriali

Le Immobilizzazioni immateriali sono iscritte al costo storico di acquisizione ed esposte al netto degli ammortamenti effettuati nel corso degli esercizi e imputati direttamente alle singole voci.

Valori in Euro

Immobilizzazioni Immateriali	Book value 30.06.2023	Rettifiche	Fair Value
Diritti di brevetto ed utilizzo opere d'ingegno	14.328	(14.328)	-
Totale Immobilizzazioni Immateriali	14.328	(14.328)	-

Alla Data di Riferimento la Società presenta immobilizzazioni immateriali per complessivi Euro 14.328.

Tale voce risulta composta esclusivamente dalla voce “Diritti di brevetto ed utilizzo opere d’ingegno” la quale si riferisce a software di proprietà e software in licenza.

Trattandosi di beni intangibili non separabili e difficilmente alienabili si ritiene opportuno azzerare il valore iscritto a bilancio delle immobilizzazioni immateriali.

b. Immobilizzazioni materiali

Le immobilizzazioni materiali alla data del 30.06.2023 sono iscritte al costo di acquisto e rettifiche dei corrispondenti fondi di ammortamento.

Valori in Euro

Immobilizzazioni Materiali	Book value 30.06.2023	Rettifiche	Fair Value
Totale Immobilizzazioni Materiali	4.541.080	(1.193.652)	3.347.428

Alla Data di Riferimento la Società presenta immobilizzazioni materiali per complessivi Euro 4.541.080.

Nel valore di iscrizione in bilancio delle immobilizzazioni materiali la Società ha tenuto conto degli oneri accessori e dei costi sostenuti per l'utilizzo dell'immobilizzazione.

Al 30.06.2023 la Società presenta immobilizzazioni materiali ripartite come da tabella a seguire:

Valori in Euro

Immobilizzazioni Materiali	Book value 30.06.2023
Terreni e fabbricati	2.086.237
Impianti e macchinari	2.357.416
Attrezzature industriali e commerciali	22.650
Altre immobilizzazioni materiali	74.778
Totale Immobilizzazioni Materiali	4.541.080

La voce "Terreni e fabbricati" è costituita da:

- Terreni, per un valore, alla Data di Riferimento, pari a Euro 164.250;
- Fabbricati industriali, per un valore netto alla Data di Riferimento pari a Euro 1.921.987, valore derivante da un valore lordo di Euro 2.367.788 al netto del relativo fondo ammortamento di Euro 445.801.

La voce "Impianti e macchinari", alla Data di Riferimento pari ad Euro 2.357.416 - valore derivante da un valore lordo di Euro 2.562.425 al netto del relativo fondo di ammortamento di Euro 205.009 - si riferisce principalmente agli impianti per lo svolgimento del servizio e in particolare alla discarica di Selve Castellane.

La voce “Attrezzature industriali e commerciali”, alla Data di Riferimento pari ad Euro 22.650 - valore derivante da un valore lordo di Euro 427.257 al netto del relativo fondo di ammortamento di Euro 404.607 - fa riferimento alle attrezzature utilizzate per lo svolgimento del servizio.

La voce relativa ad “Altre immobilizzazioni materiali” presenta, alla Data di Riferimento, un valore pari a Euro 74.778, derivante da un valore lordo di Euro 318.963 al netto del relativo fondo ammortamento di Euro 244.186.

Ai fini della stima del valore di mercato delle immobilizzazioni materiali di GEA è stato incaricato il Dott. Ing. Riccardo Tocchini, iscritto all’ordine degli Ingegneri della prov. Di Lucca (LU) al n. 1174. Il patrimonio immobiliare della Società risulta circoscrivibile essenzialmente in tre beni: (i) la discarica di Selve di Castellana (Comune di Molazzana); (ii) la sede della società e il relativo centro di raccolta rifiuti e i locali accessori (Castelnuovo di Garfagnana); (iii) l’impianto di termovalorizzazione con le relative aeree di pertinenza ad oggi utilizzate come aree di trasferta per la gestione del servizio di raccolta rifiuti che la società gestisce (Belvedere).

In particolare, come emerge dalla Perizia Tecnica, per la parte impiantistica, l’analisi e la valutazione che è stata redatta dal perito è legata alla destinazione finale dei beni come previsto nel Piano Regionale dei Rifiuti, altresì confermata in seguito ai confronti con RetiAmbiente, che opera in qualità di Gestore Unico.

La Perizia Tecnica ha avuto, quindi, come oggetto i seguenti *assets*:

- l’area su cui sorge la discarica di Selve Castellana, sita nel Comune di Molazzana e costituita da 6 particelle per un’estensione complessiva di 23.960 mq;
- la sede della Società e le aree annesse, ubicate nel Comune di Castelnuovo Garfagnana e costituite essenzialmente da un fabbricato ad uso uffici avente sviluppo su tre piani, da locali adiacenti destinati a magazzini, da rimessa per mezzi operativi e da un’area destinata al centro di raccolta rifiuti al coperto oltre che ad area di trasferta, il tutto corredato da reseda esclusiva circostante. Tale complesso presenta una superficie di circa 6.638 mq che ospita un fabbricato industriale della superficie coperta complessiva di 3.757 mq.
- il termovalorizzatore, e le aree di trasferta annesse, sito in Località Belvedere; detta area produttiva risulta costituita da: (i) un piazzale carrabile di circa 1.500 mq in cui sono presenti due distinte aree di lavoro, ovvero l’area destinata al deposito temporaneo di materiale organico e la stazione di trasferimento di rifiuti solidi urbani indifferenziati; (ii) un impianto di trattamento meccanico del rifiuto indifferenziato; (iii) un

termovalorizzatore; (iv) un terreno di proprietà posto in adiacenza all'area produttiva per la maggior parte costituito da bosco ceduo con un'estensione di circa 40.000 mq; (v) un terreno agricolo indicato come prato, seminativo arboreo, pascolo e cespugli per un totale di circa 25.000 mq; (vi) due manufatti di posti in adiacenza dal cancello di ingresso e un piccolo terreno a corredo per complessivi 64 mq.

Secondo quanto contenuto all'interno della Perizia Tecnica il professionista incaricato ha indicato come più probabile valore di mercato:

- per la discarica, considerato il termine perentorio di utilizzo del sito spirato nel 2019 e gli iter necessari per un rinnovo degli atti autorizzativi in tal senso e valutato il mancato inserimento nel nuovo piano di gestione dei rifiuti da parte della Regione Toscana, un valore negativo, ovvero una passività in caso di acquisizione che comporta costi di gestione della fase post gestione dell'impianto per complessivi ca. Euro 450.000;
- per l'Ecocentro, sulla base di ricerche di mercato per beni simili e considerato lo stato manutentivo dell'immobile, la funzionalità degli impianti presenti nella palazzina uffici, l'altezza utile di lavoro della zona di stoccaggio interna e le altre caratteristiche costruttive del bene, un più probabile valore commerciale del bene ipotizzabile in ca. Euro 2.990.000;
- per il termovalorizzatore e le aree annesse un valore negativo pari a ca. Euro 990.000, ottenuto considerando: (i) un valore del piazzale e della stazione di trasferimento di RSU indifferenziati, stimati quali valori di costo, pari a ca. Euro 190.000; (ii) un valore del terreno boschivo e delle particelle catastali di terreno registrate come prato seminativo arboreo, stimato sulla base del metodo comparativo, pari a ca. Euro 70.000; (iii) un costo di adeguamento dell'impianto di raccolta delle acque meteoriche esistente pari a ca. Euro 150.000; (iv) un costo complessivo di smantellamento dell'impianto di termovalorizzazione, del selezionatore meccanico e della successiva bonifica dell'area, ipotizzabile pari a ca. Euro 1.100.000.

Ai fini della presente Perizia si è provveduto a riallineare il valore delle immobilizzazioni materiali al 30.06.2023 alle risultanze della Perizia Tecnica, rappresentando i relativi costi complessivamente stimati dal perito all'interno di specifici fondi oneri (valorizzati in bilancio nei Fondi Rischi), al netto del corrispettivo dei futuri costi di *decommissioning* del termovalorizzatore trasferito a GEA da Severa S.p.A. (Euro 350.000) e iscritto tra i risconti passivi.

Pertanto, il valore delle immobilizzazioni materiali di GEA risulta complessivamente pari a Euro 3.347.428, come da tabella a seguire:

Immobilizzazioni materiali	Fair Value 30.06.2023
Discarica Selve Castellane	-
Ecocentro	2.990.000
Termovalorizzatore e aree annesse	260.000
Assets non soggetti a Perizia Tecnica	97.428
Fair Value Immobilizzazioni Materiali	3.347.428

Nei risulta una rettifica del valore contabile al 30.06.2023 negativa per Euro 1.193.652.

Per quanto attiene alle spese associate agli assets sovraesposti (ca. 1,35 €/mln al netto dei risconti passivi collegati ai costi di *decommissioning*) si rimanda allo specifico paragrafo sui Fondi Rischi e oneri.

d. Immobilizzazioni finanziarie

La Società al 30.06.2023 presenta immobilizzazioni finanziarie, per complessivi Euro 16.431, come da tabella a seguire.

Valori in Euro

Immobilizzazioni Finanziarie	Book value 30.06.2023	Rettifiche	Fair Value
Crediti immobilizzati	16.431		16.431
Totale Immobilizzazioni Finanziarie	16.431	-	16.431

La voce relativa “Crediti immobilizzati” si riferisce principalmente a depositi cauzionali su contratti.

Il valore delle immobilizzazioni finanziarie è confermato ai fini della presente Perizia.

e. Crediti commerciali

La tabella sottostante riporta il dettaglio analitico delle voci che costituiscono i crediti commerciali.

Valori in Euro

Crediti Commerciali	Book value 30.06.2023	Rettifiche	Fair Value
Crediti vs. clienti	967.272		967.272
Note di credito da ricevere	1.733		1.733
Totale Crediti Commerciali	969.005	-	969.005

I crediti sono iscritti al presumibile valore di realizzo ossia al valore nominale ridotto delle svalutazioni effettuate a fronte delle stime di inesigibilità, il valore dei crediti iscritto nell'attivo è al netto dei fondi rischi su crediti, portate in bilancio a diretta diminuzione delle voci attive cui si riferiscono.

Alla Data di Riferimento la Società presenta crediti commerciali per complessivi Euro 969.005, costituiti principalmente dalla voce “Crediti verso clienti”, la quale presenta un valore lordo pari a Euro 967.272, così articolato:

- “Crediti verso Comuni”, per un valore pari a Euro 943.245;
- “Crediti verso Privati”, per un valore pari a Euro 1.315;
- “Crediti verso Terra Uomini Ambiente Sos.Agr.co” per un valore pari a Euro 6.869;
- “Crediti verso GSE” per un valore pari a Euro 1.938;
- “Crediti verso altri clienti” per un valore pari a Euro 13.904.

Ai fini della presente Perizia, con riferimento alle suddette voci si è ritenuto opportuno svolgere un ricalcolo del fondo rischi su tali crediti sulla base della data di scadenza degli stessi. In particolare, all'importo nominale di tale voce è stata applicata un'aliquota di svalutazione del:

- 100% per i crediti scaduti anteriormente al 30.06.2021;
- 50% per i crediti scaduti tra il 30.06.2021 e il 30.06.2022;
- 25% per i crediti scaduti da meno di un anno (tra il 30.06.2022 e il 30.06.2023).

Tale computo ha portato a una stima di un ulteriore accantonamento al fondo rischi su crediti (valorizzato in bilancio nei Fondi Rischi) pari ad Euro 668.

f. Crediti Tributari

La voce “Crediti tributari” alla Data di Riferimento è dettagliata nella tabella a seguire.

Valori in Euro

Crediti Tributari	Book value 30.06.2023	Rettifiche	Fair Value
Erario c/acconti IRES	27.366		27.366
Regioni c/acconti IRAP	6.240		6.240
Erario c/ritenute subite	442		442
Altri crediti tributari	51.158		51.158
Totale Crediti Tributari	85.206	-	85.206

Alla Data di Riferimento la Società presenta crediti tributari per complessivi Euro 85.206, costituiti principalmente da “Altri crediti tributari” articolati come segue:

- Erario C/IVA per un valore pari a Euro 16.683;
- Erario C/Compensazione IVA per un valore pari a Euro 34.475.

Il valore dei Crediti tributari è confermato ai fini della presente Perizia.

g. Altri crediti

La voce “Altri crediti” alla Data di Riferimento è dettagliata nella tabella a seguire.

Valori in Euro

Altri Crediti	Book value 30.06.2023	Rettifiche	Fair Value
Crediti diversi	33.022		33.022
Totale Altri Crediti	33.022	-	33.022

Alla Data di Riferimento la Società presenta “Altri crediti” per complessivi Euro 33.022.

Tale voce fa integralmente riferimento a “Crediti diversi” i quali risultano composti principalmente da un credito vantato dalla Società verso gli istituti previdenziali pari a Euro 20.140.

Il valore contabile degli Altri crediti viene confermato ai fini della presente Perizia.

h. Disponibilità liquide

La voce “Disponibilità liquide” alla Data di Riferimento è dettagliata nella tabella a seguire:

Valori in Euro

Disponibilità Liquide	Book value 30.06.2023	Rettifiche	Fair Value
Deposti bancari e postali	1.692.156		1.692.156
Cassa e assegni	685		685
Totale Disponibilità Liquide	1.692.841	-	1.692.841

Il saldo, alla Data di Riferimento, pari a Euro 1.692.841 rappresenta le disponibilità liquide della Società.

Il valore contabile viene confermato ai fini della presente Perizia.

i. Ratei e risconti attivi

Ratei e risconti attivi sono stati determinati secondo il criterio dell’effettiva competenza temporale dell’esercizio e sono composti come da tabella a seguire.

Valori in Euro

Ratei e Risconti Attivi	Book value 30.06.2023	Rettifiche	Fair Value
Risconti Attivi	43.918		43.918
TotalRatei e Risconti Attivi	43.918	-	43.918

Tale voce misura oneri la cui competenza è posticipata (risconti) rispetto alla manifestazione numeraria; essi prescindono dalla data di pagamento dei relativi oneri, comuni a due o più esercizi e ripartibili in ragione del tempo.

Tale voce fa riferimento principalmente a “Polizze assicurative” e “Garanzie finanziarie” ultrannuali prestate in occasione dei rinnovi delle autorizzazioni per l’esercizio degli impianti gestiti.

Il valore contabile di Ratei e Risconti attivi viene confermato ai fini della presente Perizia.

PASSIVO

a. Fondi rischi ed oneri

Alla Data di Riferimento la Società presenta accantonamenti relativi a fondi rischi ed oneri come da tabella a seguire.

Valori in Euro

Fondi Rischi ed Oneri	Book value 30.06.2023	Rettifiche	Fair Value
Fondo post-mortem discarica	770.500	(320.500)	450.000
F.do rischi su crediti v. clienti	6.557	668	7.225
Fondo termovalorizzatore	-	900.000	900.000
Totale Fondi Rischi ed Oneri	777.057	580.168	1.357.225

I fondi rischi ed oneri vengono stanziati per coprire perdite o debiti di esistenza certa, di cui tuttavia alla chiusura dell’esercizio non era determinabile la data di sopravvenienza, o per coprire passività potenziali ritenute probabili ed essendo stimabile con ragionevolezza l’ammontare del relativo onere.

Alla Data di Riferimento la Società presenta Fondi Rischi e Oneri per complessivi Euro 777.057.

La voce “Fondo post-mortem discarica”, alla Data di Riferimento pari a Euro 770.500, è riferita unicamente alle quote relative alla gestione post-mortem della discarica prevista dalle attuali norme e determinata sulla base di una relazione tecnica appositamente redatta tenendo conto del volume residuo utile dell’impianto, della durata residua dell’attuale autorizzazione e dei precedenti accantonamenti.

In relazione a tale fondo è stato ipotizzato un rilascio pari ad Euro 320.500 sulla base di quanto emerso dalla Perizia Tecnica, in cui il perito stima la necessità di sostenere costi di gestione per la fase post gestione pari a Euro 450.000.

La voce “Fondo termovalorizzatore” è stata costituita sulla base delle risultanze della Perizia Tecnica con particolare riferimento alle spese da sostenere riconducibili al termovalorizzatore, quali:

- spese di adeguamento dell’impianto di trattamento ipotizzabili pari a Euro 150.000;
- costo complessivo dello smantellamento dell’impianto di termovalorizzazione, del selezionatore meccanico e della successiva bonifica dell’area, ipotizzabile pari a Euro 1.100.000.

Tale computo ha portato a una stima di un accantonamento pari ad Euro 1.250.000, già esposto al netto dei risconti passivi pari a Euro 350.000 che rappresentano il corrispettivo, ricevuto dalla procedura concordataria della società Severa S.p.A., per la compartecipazione ai futuri costi di *decommissioning* dell’impianto di termovalorizzazione sito in località Belvedere.

Si ricorda infine che ai fini della presente Valutazione nella voce Altri fondi rischi e oneri è inclusa la rettifica sui fondi rischi su crediti, già richiamata nell’analisi dei crediti commerciali, per Euro 668 e incrementativa rispetto a quanto già accantonato dalla Società.

Ai fini della presente Perizia, pertanto, si è provveduto a riallineare il valore della voce “Fondo rischi ed Oneri” al suo più probabile valore di mercato assumendo una rettifica nel complesso incrementativa e pari a Euro 580.168.

b. Trattamento di Fine Rapporto

Alla Data di Riferimento della presente Perizia, la Società presenta un valore del fondo TFR come da tabella a seguire.

Valori in Euro

Trattamento di Fine Rapporto	Book value 30.06.2023	Rettifiche	Fair Value
TFR	178.806		178.806
Totale Trattamento di Fine Rapporto	178.806	-	178.806

Il Fondo rappresenta il debito maturato verso i dipendenti in conformità di legge e dei contratti di lavoro vigenti, considerando ogni forma di remunerazione avente carattere continuativo.

Alla Data di Riferimento la Società presenta TFR pari a Euro 178.806, il quale deriva principalmente dal debito a suo tempo maturato dalla società Severa S.p.A. e trasferito a GEA quale parte del prezzo di acquisto dell'azienda stessa.

Il valore del TFR viene confermato ai fini della presente Perizia, in quanto espressione del potenziale esborso.

c. Debiti verso fornitori

Alla data di riferimento della presente Perizia, la Società presenta debiti verso fornitori come da tabella a seguire.

Valori in Euro

Debiti vs Fornitori	Book value 30.06.2023	Rettifiche	Fair Value
Fornitori	292.026		292.026
Fatture e bolle da ricevere	302.047		302.047
Totale Debiti vs Fornitori	594.072	-	594.072

Alla Data di Riferimento la Società presenta “Debiti vs Fornitori” per complessivi Euro 594.072.

In particolare, tale valore risulta composto dalla voce “Fornitori”, per Euro 292.026, e dalla voce “Fatture e bolle da ricevere”, per Euro 302.047.

La voce “Fornitori”, pari a Euro 292.026, risulta composta principalmente dai seguenti debiti relativi a beni e servizi forniti dalla Società:

- Debito verso Ersu S.p.A., per un valore pari a Euro 67.139;
- Debito verso Relife Recycling S.r.l., per un valore pari a Euro 24.124;
- Debito verso Greennext Technologies S.p.A., per un valore pari a Euro 23.750;
- Debito verso Pieri Ecologia S.r.l., per un valore pari a Euro 23.913;
- Debito verso Coop. il Ponte, per un valore pari a Euro 17.766.

La voce “Fatture e bolle da ricevere”, pari a Euro 302.047, si riferisce a debiti relativi a beni e servizi forniti alla Società per quanto inerente alle attività della Società ma per i quali il fornitore non ha ancora emesso fattura e risulta composta principalmente dalle seguenti voci:

- Smaltimento RSU presso Ersu Spa Mese di Giugno 2023, per un valore pari a Euro 69.944;
- Relife Recycling Srl Eccedenze Multimateriale Mese di Maggio e Mese di Giugno 2023, per un valore pari a Euro 25.673;
- Trasporto Rsu e Rd Pieri Ecologia Mese di Giugno 2023, per un valore pari a Euro 24.074;

- Relife Recycling Srl Trasporto e smaltimenti Mese di Giugno 2023, per un valore pari a Euro 21.626;
- Lavori di intervento Discarica, relaizzazione piezometro e posa in opera telo anti U da Intersonda Srl, per un valore pari a Euro 19.126.

Il valore contabile dei Debiti verso fornitori viene confermato ai fini della presente Perizia, in quanto espressione del potenziale esborso.

d. Debiti tributari

Alla Data di Riferimento della presente Perizia, la Società presenta debiti tributari come da tabella a seguire.

Valori in Euro

Debiti Tributari	Book value 30.06.2023	Rettifiche	Fair Value
Irpef	5.142		5.142
Altri debiti tributari	48.599		48.599
Totale Debiti Tributari	53.740	-	53.740

La voce “Debiti tributari” accoglie le passività per imposte certe e determinate.

Alla Data di Riferimento la Società presenta debiti tributari per complessivi Euro 53.740.

In particolare, tale valore risulta composto:

- Dalla voce “Irpef”, costituita dai debiti verso la Regione e verso il Comune (Retribuzione Irpef), per un valore pari a Euro 5.142.
- Dalla voce “Altri debiti tributari”, costituita principalmente dai debiti derivanti dalle ritenute per lavoro dipendente pari a Euro 43.794 rispetto a un valore totale pari a Euro 48.599.

Il valore contabile dei Debiti tributari viene confermato ai fini della presente Perizia, in quanto espressione del potenziale esborso.

e. Debiti verso istituti previdenziali

La voce è iscritta a bilancio al presumibile valore di estinzione come da tabella a seguire.

Valori in Euro

Debiti vs Istituti Previdenziali	Book value 30.06.2023	Rettifiche	Fair Value
Debiti vs. INPS	52.729		52.729
Debiti vs. INAIL	22.019		22.019
Altri debiti v/ istituti previdenziali	17.605		17.605
Totale Debiti vs Istituti Previdenziali	92.353	-	92.353

Alla Data di Riferimento la Società presenta “Debiti vs. Istituti previdenziali” per complessivi Euro 92.353.

In particolare, tale valore risulta così composto:

- Dalla voce “Debiti vs. INPS”, costituita da debiti verso l’Agenzia delle Entrate (INPS), per un valore di Euro 52.729.
- Dalla voce “Debiti vs. INAIL”, costituita da debiti verso l’Agenzia delle Entrate (INAIL), per un valore di Euro 22.019.
- Dalla voce “Altri debiti v/istituti previdenziali”, costituita principalmente da debiti v/cpdel, per un valore pari a Euro 6.392, e da fondi di previdenza integrativa, per un valore pari a Euro 10.379.

Il valore contabile dei Debiti verso Istituti Previdenziali viene confermato ai fini della presente Perizia, in quanto espressione del potenziale esborso.

f. Altri debiti

La voce è iscritta a bilancio al presumibile valore di estinzione come da tabella a seguire.

Valori in Euro

Altri Debiti	Book value 30.06.2023	Rettifiche	Fair Value
Debiti diversi	1.948.749		1.948.749
Totale Altri Debiti	1.948.749	-	1.948.749

Alla Data di Riferimento la Società presenta altri debiti per complessivi Euro 1.948.749.

In particolare, la voce in oggetto si riferisce principalmente al debito verso la procedura concordataria della società Severa S.p.A. in liquidazione pari a Euro 1.640.000, relativo al saldo del prezzo dovuto per l’acquisto dell’azienda.

Il valore contabile viene confermato ai fini della presente Perizia, in quanto espressione del potenziale esborso.

g. Ratei e risconti passivi

I ratei e risconti passivi rappresentano le partite di collegamento dell'esercizio conteggiate col criterio della competenza temporale e sono stati determinati secondo il criterio dell'effettiva competenza temporale dell'esercizio.

Valori in Euro

Ratei e Risconti Passivi	Book value 30.06.2023	Rettifiche	Fair Value
Risconti passivi	350.000		350.000
Totale Ratei e Risconti Passivi	350.000	-	350.000

Alla Data di Riferimento la Società presenta "Risconti passivi" per Euro 350.000.

La voce risulta costituita dal corrispettivo, ricevuto dalla procedura concordataria della società Severa S.p.A., secondo quanto previsto dal Piano concordatario, per la compartecipazione ai futuri costi di *decommissioning* dell'impianto di termovalorizzazione sito in località Belvedere.

Il valore contabile dei Ratei e Risconti passivi viene confermato ai fini della presente Perizia.

h. Debiti verso banche

La Società presenta una posizione debitoria verso il sistema bancario come illustrato dalla tabella sottostante.

Valori in Euro

Debiti vs Banche	Book value 30.06.2023	Rettifiche	Fair Value
Debiti v/banche	552.858		552.858
Totale Debiti vs Banche	552.858	-	552.858

Il saldo del debito verso banche alla Data di Riferimento risulta pari a Euro 552.858 e così suddiviso:

- "Banco di Lucca c/anticipo", per Euro 257.203;
- "Crediti Agricole Anticipo", per Euro 124.030;
- "Banca Intesa Anticipo", per Euro 19.940;
- "Banca BPER Anticipo", per Euro 151.686

Il valore contabile dei Debiti verso banche viene confermato ai fini della Perizia.

PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO - VALORI IN SINTESI

Sulla base di quanto puntualmente analizzato nelle pagine precedenti, si riassumono le varie voci oggetto di valutazione con evidenza dei saldi risultanti dalla contabilità e dalle rettifiche apportate per ottenere il Patrimonio Netto Rettificato alla data del 30.06.2023.

Valori in Euro

Determinazione Patrimonio Netto Rettificato		30.06.2023	
Valore Netto contabile Patrimonio Netto		2.848.195	
Immobilizzazioni Immateriali			
<i>book value</i>	14.328	Plus/ (minus) valore lordo	(14.328)
<i>fair value</i>	-	Effetto fiscale	4.129
		Plus/(minus) valore netto	(10.198)
Immobilizzazioni Materiali			
<i>book value</i>	4.541.080	Plus/ (minus) valore lordo	(1.193.652)
<i>fair value</i>	3.347.428	Effetto fiscale	344.011
		Plus/(minus) valore netto	(849.642)
Fondi Rischi ed Oneri			
<i>book value</i>	777.057	Plus/ (minus) valore lordo	(580.168)
<i>fair value</i>	1.357.225	Effetto fiscale	167.204
		Plus/(minus) valore netto	(412.964)
Patrimonio Netto Rettificato		1.575.391	

CALCOLO DEL VALORE CORRENTE TEORICO

Sulla scorta di quanto precede, si ritiene che il valore corrente teorico del capitale economico dell'azienda con riferimento al 30.06.2023 derivante dall'applicazione del metodo Patrimoniale sia pari all'importo di Euro 1.575.391.

REDDITO MEDIO NORMALIZZATO

La stima del reddito medio normalizzato R è necessaria al fine di apportare la “correzione reddituale” al valore che scaturisce dall'applicazione del metodo patrimoniale per giungere così al calcolo autonomo dell'avviamento.

Il problema che si pone in questa sede è quello di stimare un reddito medio relativo a più esercizi, depurato dalle componenti straordinarie ed omogeneo con il valore del patrimonio netto rettificato PNR al quale deve essere comparato.

Nel presente caso sono stati utilizzati i dati di Conto Economico relativi al fascicolo di bilancio al 31.12.2022 e al conto economico previsionale 2023.

Valori in Euro

CONTO ECONOMICO	31.12.2022	30.06.2023	31.12.2023 F
Ricavi dalle vendite e dalle prestazioni	5.393.994	2.752.133	5.504.267
Contributi	15.292	5.179	10.358
Altri ricavi	33.495	34.286	68.573
Totale valore della produzione	5.442.781	2.791.599	5.583.197
Costi materie prime	(46.415)	(42.915)	(85.830)
Costi per servizi	(2.547.191)	(1.338.423)	(2.676.846)
Costi per il godimento beni di terzi	(522.178)	(291.210)	(582.421)
Costi per il personale	(1.590.710)	(778.074)	(1.556.148)
Oneri diversi di gestione	(186.190)	(93.405)	(186.810)
EBITDA	550.097	247.572	495.143
<i>Ebitda %</i>	<i>10,1%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,9%</i>
Ammortamenti e svalutazioni	(174.274)	(106.623)	(213.245)
Accantonamenti rischi	(67.000)	(33.500)	(67.000)
EBIT	308.823	107.449	214.898
<i>Ebit %</i>	<i>5,7%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,8%</i>
Proventi/oneri finanziari	(39.473)	(22.942)	(45.884)
EBT	269.350	84.507	169.015
<i>Ebt %</i>	<i>4,9%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>
Imposte	(84.627)		(60.293)
Utile	184.723	84.507	108.721
<i>Utile netto %</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,0%</i>	<i>1,9%</i>

Tali dati sono stati poi opportunamente rettificati alla luce delle considerazioni sopra esposte.

Gli utili come sopra descritti sono stati normalizzati sulla base dei seguenti criteri:

1. sono state stornate le sopravvenienze passive e le sopravvenienze attive;
2. sono stati stornati i costi per compensi all'amministratore, ai sindaci e alla società di revisione, laddove imputati;
3. sono state depurate le componenti di ricavo e costo non ricorrenti nel periodo analizzato.

I dati di utile annuale normalizzato così determinati sono stati ritenuti significativamente indicativi della capacità reddituale media normale della Società.

Di seguito viene riportato il prospetto riassuntivo della determinazione dell'utile medio annuale normalizzato:

Valori in Euro

Reddito normalizzato	31.12.2022	30.06.2023	31.12.2023 F
Reddito ante imposte	269.350	84.507	169.015
Imposte sul reddito	(84.627)	-	-
Risultato netto di esercizio	184.723	84.507	169.015
Rettifiche	98.900	20.096	40.192
1) Sopravvenienze passive	130.065	54.357	108.713
2) Sopravvenienze attive	(31.165)	(34.261)	(68.522)
Utile ante imposte rettificato	368.250	104.603	209.206
Imposte sul reddito normalizzato	(106.130)	(30.147)	(60.293)
Risultato Netto Normalizzato	262.120	74.457	148.913
		Media 2022-23	205.517

La media semplice degli utili normalizzati così calcolati risulta pari a Euro 205.517.

Si ritiene tale valore indicativo della capacità reddituale netta media conseguita dalla Società e, pertanto, da prendere a riferimento ai fini della determinazione del sovra reddito o sotto reddito.

TASSO DI RENDIMENTO NORMALE DEL CAPITALE DI RISCHIO INVESTITO E TASSO DI ATTUALIZZAZIONE DEL SOVRAREDDITO O SOTTOREDDITO

Ogni qualvolta si ricerca il valore di un'impresa con criteri differenti dal metodo patrimoniale semplice, è necessario dedicare una particolare attenzione alla scelta ed all'utilizzo del tasso di rendimento normale del capitale di rischio investito (i) e del tasso di attualizzazione/capitalizzazione dei sovra redditi o sotto redditi (i').

a. Tasso i di remunerazione "normale" del capitale di rischio

Il tasso i è comunemente definito come il rendimento atteso dal capitale di rischio investito in un'impresa di caratteristiche normali (o, meglio, nel portafoglio costituito da più imprese aventi caratteristiche di rischio tra loro compatibili) inserita nel settore in cui si colloca l'impresa da valutare.

Ai fini della determinazione del tasso i , uno dei metodi più accreditati dalla dottrina e dalla prassi professionale consiste nel determinare il suo valore come somma fra il tasso di rendimento delle attività prive di rischio r_f ed un premio per il rischio s .

È stato preso quale riferimento del tasso di rendimento delle attività prive di rischio il tasso relativo ai BTP a 10 anni.

Alla data del 30.06.2023 tale titolo presentava un rendimento pari a circa il 4,07%, al fine di mitigare parzialmente gli effetti dell'attuale contesto si è ritenuto opportuno utilizzare la media a 18 mesi di tale titolo ottenendo in tal modo un rendimento pari a circa il 3,47%.

Allo stesso è stato sommato uno spread di tasso annuale rappresentativo del premio per il rischio d'impresa pari al 3,66% in grado di riflettere il maggiore rischio che caratterizza gli investimenti di capitale in un'attività come quella svolta dall'azienda.

$$i_{\text{annuale}} = r_f + s = 3,47\% + 3,66\% = 7,12\%$$

Si determina, pertanto, il tasso di remunerazione normale del capitale di rischio i nella misura del 7,12%. Tale valore si colloca altresì all'interno del range di valori suggeriti dalla dottrina prevalente.

b. Tasso “ i ” di attualizzazione del sovra reddito o sotto reddito

Il tasso i di attualizzazione è utilizzato, nell'ambito del metodo misto patrimoniale - reddituale ai fini della capitalizzazione limitata del sovra reddito (sotto reddito). Secondo la prevalente dottrina e la prassi professionale, il tasso “ i ” può essere alternativamente inteso come il tasso che riflette:

- il puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo, riferito ad un investimento privo di rischio;
- la diversità del rischio attribuibile all'investimento nell'impresa considerata, rispetto al rischio riferibile all'impresa “normale” appartenente al settore in cui l'impresa si riferisce;
- il rischio insito nella stima del valore e della durata attesa del sovra reddito o sotto reddito;
- il compenso finanziario per il trascorrere del tempo, aumentato della componente “maggiorazione per l'investimento azionario”.

Ai fini della presente valutazione, in conformità a quanto suggerito dalla dottrina, è stato ritenuto opportuno adottare la prima soluzione.

Sulla base di quanto precede, il tasso i di attualizzazione è stabilito nella misura del 3,47%, corrispondente alla media a 18 mesi del rendimento del BTP a 10 anni.

DETERMINAZIONE DEL SOVRAREDDITO

In relazione ai valori dei tassi e della capacità reddituale media netta più sopra calcolati, è possibile ora definire i valori del sovra reddito o sotto reddito attribuibile all'azienda.

In relazione al Patrimonio Netto Rettificato individuato precedentemente, si stima un rendimento medio atteso dell'investimento di tale capitale pari a Euro 112.190, così definito:

$$i \times \text{PNR} = 7,12\% \times 1.575.391 = 112.190$$

Confrontando tale valore con quello espressivo della capacità reddituale media individuata per l'azienda, si ottiene un sovrareddito pari a Euro 93.326.

$$(R - i \times \text{PNR}) = (205.517 - 112.190) = 93.326$$

Valori in Euro

Stima del Valore del Capitale Economico	
Patrimonio Netto Rettificato	1.575.391
BTP 10 anni (Rf)	3,47%
Premio per il rischio (ERP)	3,66%
Tasso di rendimento (Ke)	7,12%
Rendimento atteso	112.190
Rendimento medio	205.517
Sovrarreddito/(Sottoreddito)	93.326

NUMERO DI ANNI

L'applicazione del metodo misto Patrimoniale - Reddituale implica la determinazione del numero di anni n , ossia della durata attesa del sovra reddito o sotto reddito.

La dottrina suggerisce valori di n che variano da 3 a 5 anni.

In considerazione del fatto che l'azienda oggetto di conferimento presenta comunque valide prospettive reddituali, si ritiene corretto determinare in 3 anni il valore di n , che si colloca al limite del range di valori suggeriti dalla dottrina prevalente.

Pertanto, tenuto conto che il tasso i' di attualizzazione è stabilito nella misura del 3,47% ed n è pari a 3 anni, si ottiene un coefficiente moltiplicativo del sovra reddito/sotto reddito pari a 2,80.

Pertanto, si ottiene:

$$93.326 \times 2,80 = 261.635$$

Sulla base di tale calcolo l'avviamento viene quindi determinato in Euro 261.635.

CALCOLO DEL VALORE CORRENTE TEORICO

Sulla scorta di quanto precede, si ritiene che il valore corrente teorico del capitale economico W dell'azienda con riferimento al 30.06.2023 derivante dall'applicazione del metodo misto Patrimoniale - Reddittuale sia pari all'importo di Euro 1.837.027.

Valori in Euro

Stima del Valore del Capitale Economico	
Patrimonio Netto Contabile	2.848.195
Effetto netto da rettifiche patrimoniali	(1.272.804)
Patrimonio Netto Rettificato	1.575.391
Avviamento	261.635
Valore del Capitale Economico	1.837.027



7. CONCLUSIONI

Premesso quanto sopra, ed in particolare riferimento al mandato conferitoci, il sottoscritto dott. Stefano Variano, iscritto all'albo dei dottori commercialisti di Bologna il 07.04.2014 al numero 2712A ed iscritto al registro revisori contabili di Roma al numero 172461, Decreto Ministeriale del 04.06.2014, Gazzetta Ufficiale numero 45 del 10.06.2014, sulla base delle considerazioni sin qui svolte attesta che il valore di Garfagnana Ecologia Ambiente S.r.l. è almeno pari a Euro 1.837.027, arrotondato per difetto a Euro 1.800.000.

Roma, 06 ottobre 2023

BDO Advisory Services S.r.l.

Stefano Variano