

DOTT. ALESSANDRO CERESA

Via Cascina Grande, n. 1 - 27020 Torre D'Isola (PV);
Partita IVA: 00792860140; C.F.: CRS LSN 74D07 E621G;
Tel. 340 - 26 86 287; e-mail: alessandroceresa@yahoo.com;

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE

Iscritto all'Albo dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Pavia al n. 1036A

Iscritto al Registro dei Revisori Legali del Ministero dell'Economia e delle Finanze al n. 184432

Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici d'Ufficio del Tribunale di Pavia

Valutazione Aziendale

Perizia di stima del valore del capitale economico della
Società AZIENDA COMUNALE SERVIZI AMBIENTALI S.r.l. a
socio unico



Sommario

Premessa	4
Finalità e oggetto dell’incarico	5
Documentazione esaminata.....	6
La Società.....	8
Attività svolta	10
Metodologia di valutazione	12
Metodo Patrimoniale	13
Metodi Reddittuali.....	14
Metodo Misto Patrimoniale – Reddituale	16
Metodo Finanziario	17
Metodo EVA (Economic Value Added).....	21
Piano previsionale.....	22
Financial Highlights	22
Dati economici.....	25
Dati patrimoniali.....	28
Ratios	29
Stato Patrimoniale Riclassificato	30
Stato Patrimoniale liquidità esigibilità.....	30
Stato Patrimoniale gestionale	32
Stato Patrimoniale liquidità esigibilità.....	33
Conto Economico Riclassificato.....	35
Conto Economico a valore aggiunto.....	35
Analisi principali dati economici.....	36
Rendiconto Finanziario	37
Analisi Cash flow.....	38
Andamento Cash flow	38
Procedure operative di valutazione.....	40
Valutazione con il metodo patrimoniale	40
Valutazione con i metodi reddituali	47
Determinazione del reddito medio atteso	47
Determinazione del costo del capitale (Ke).....	47

Metodo della Rendita Perpetua	48
Valutazione con il metodo misto patrimoniale-reddituale	49
Valutazione con il metodo finanziario.....	50
Valutazione con il Metodo <i>EVA</i>	53
Valore dell'azienda	53
Conclusioni	54

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Alessandro Dei".

Premessa

Il sottoscritto Dott. Alessandro Ceresa nato a Livigno (SO) il 07.04.1974, Dottore Commercialista e Revisore Legale iscritto all'Albo di Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Pavia al n. 1036A, domiciliato in Torre d'Isola (PV) alla Via Cascina Grande, 1, (d'ora in poi "Perito") ha ricevuto incarico, in qualità di esperto professionale, dal Comune di Cornaredo, a provvedere alla relazione di stima del capitale economico della Società AZIENDA COMUNALE SERVIZI AMBIENTALI S.r.l. a socio unico, con sede legale in Cornaredo (MI) alla Via San Gottardo, 69/71, Partita Iva 12079430158 e codice fiscale 12079430158.

La presente relazione, rappresenta il risultato dell'assolvimento di detto incarico da parte del sottoscritto perito, in piena e assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto direttamente o indirettamente interessato alla (o coinvolto nella) valutazione della suddetta Società.

Il Sottoscritto perito, inoltre, dichiara di non avere alcun interesse nella stima che è stato chiamato ad eseguire, né di occupare posizioni di conflitto che possano mettere in dubbio il suo grado di indipendenza e di obiettività in relazione alla stima stessa.



Finalità e oggetto dell'incarico

L'incarico per la redazione della presente perizia è stato conferito al sottoscritto Dott. Alessandro Ceresa dal Comune di Cornaredo (MI) mediante regolare bando di appalto, preceduto da idonea manifestazione di interesse. In particolare, l'oggetto dell'incarico previsto dal bando menzionato consiste nella redazione di perizia di stima giurata ex art.2343-ter lettera b) del codice civile e definizione in contraddittorio con la società Amga Spa del rapporto di concambio, nell'abito dell'operazione di cessione delle quote di partecipazione detenute dal Comune di Cornaredo in Acsa Srl alla società Amga Spa, avente come contropartita l'acquisizione da parte del cedente Comune di una partecipazione societaria nel capitale dell'acquirente Amga Spa. Ai sensi del bando, il perito è tenuto: 1) a prendere formalmente contatto con la società Amga Spa di Legnano e concordare prontamente le procedure di valutazione con criteri uniformi delle quote e delle azioni di entrambe le società; 2) redigere applicando i criteri sopra indicati la perizia di stima giurata del valore delle quote della società del Comune di Cornaredo Azienda Comunale Servizi Ambientali (Acsa Srl), avente codice fiscale e partita Iva 12079430158, in tempo utile per confrontarsi al termine del servizio con la società Amga Spa, avente codice fiscale e partita Iva 10811500155, per stabilire formalmente il rapporto di concambio con le azioni di Amga Spa e l'eventuale sovrapprezzo entro e non oltre il 31 luglio 2022. Durante l'effettuazione del servizio il soggetto incaricato dovrà tenere costantemente informato il Comune di Cornaredo. La nomina del sottoscritto perito Dott. Alessandro Ceresa è stata quindi formalizzata dall'amministrazione del Comune di Cornaredo tramite la Determinazione di aggiudicazione n. 416 del 2.07.2022.



5

Documentazione esaminata

Informazioni contabili e societarie

Individuazione della società oggetto di valutazione con gli elementi essenziali riguardanti l'attività svolta e le decisioni strategiche societarie

Descrizione della situazione produttiva e organizzativa della società

Fascicolo storico estratto dal Registro delle Imprese e comprendente dati societari, informazioni da Statuto, capitale e strumenti finanziari, soci, amministratori, sindaci, membri organo di controllo, titolari di altre cariche o qualifiche, enti che esercitano attività di direzione o coordinamento, attività, albi, ruoli e licenze, sedi secondarie ed unità locali

Bilancio previsionale al 31.12.2022

Bilancio consuntivo al 30.06.2022 con gli stanziamenti di periodo

Bilancio d'esercizio al 31.12.2021

Bilancio d'esercizio al 31.12.2020

Bilancio d'esercizio al 31.12.2019

Bilancio d'esercizio al 31.12.2018

Bilancio d'esercizio al 31.12.2017

Relazione unitaria del Sindaco Unico per il bilancio al 31.12.2021

Relazione unitaria del Sindaco Unico per il bilancio al 31.12.2020

Relazione unitaria del Sindaco Unico per il bilancio al 31.12.2019

Mastri contabili dall'1.01.2017 fino al 30.06.2022 comprendenti in particolare i partitari Clienti e Fornitori

Libro dei cespiti ammortizzabili al 30.06.2022

Libro dei cespiti ammortizzabili 2021

Libro dei cespiti ammortizzabili 2020

Libro dei cespiti ammortizzabili 2019

6
Alenzo Ghezzi

Elenco dei cespiti ammortizzabili da dismettere al 30.06.2022

Libro matricola degli automezzi di proprietà con il valore assicurato di ciascuno e le coperture assicurative

Polizza unitaria di assicurazione degli automezzi con il dettaglio di tutti i valori assicurati

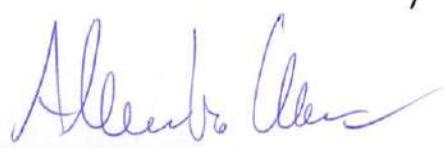
Dettaglio del calcolo delle imposte differite al 31.12.2021

Altre informazioni di natura extracontabile fornite dalla dirigenza aziendale

Documentazione fotografica inerente gli automezzi aziendali, lo stato d'uso e le dotazioni particolari

Schede extracontabili delle immobilizzazioni appartenenti alle categorie automezzi e attrezzature, con indicazione dei loro valori attuali, forniti dalla società

Attestazioni e informazioni riguardanti particolari valori contabili, fornite dalla dirigenza aziendale e da soggetti terzi



La Società

L'AZIENDA COMUNALE SERVIZI AMBIENTALI S.r.l. a socio unico (in breve, Acsa Srl), con sede legale in Via San Gottardo, 69/71, Cornaredo (MI), codice fiscale, partita Iva e numero di iscrizione al Registro delle Imprese 12079430158, è stata costituita in data 15.07.1996 per volontà dell'amministrazione comunale di Cornaredo, al fine di svolgere le attività di spazzamento meccanico e manuale di strade, parchi pubblici e parcheggi. In data 24.03.1997 l'azienda è stata iscritta al Registro delle Imprese. Nel corso degli anni successivi la società ha progettato e implementato ulteriori servizi fino ad arrivare a gestire tutto il ciclo relativo all'Igiene Ambientale comunale. Attualmente, i servizi svolti sono i seguenti: spazzamento, servizio di ritiro ingombranti, gestione servizio igiene urbana – raccolta, gestione piattaforma ecologica. In passato, Acsa Srl è stata incaricata anche di eseguire la gestione del verde pubblico (fino al 31.12.2020) e di gestire la Tariffa di Igiene Ambientale (TIA), ora Tassa sui Rifiuti (Tari), fino al 31.12.2014. Alla data della presente perizia, Acsa Srl risulta essere una società attiva ed operante come entità in funzionamento. L'inizio dell'attività, individuata dal codice Atenco primario 38.11.00 (Raccolta di rifiuti solidi non pericolosi), risale alla data dell'1.07.1997, quando fu comunicato alla Camera di Commercio competente l'avvio dell'attività di pulizia delle strade, manuale e meccanica, del territorio di Cornaredo, ufficio amministrativo, deposito automezzi, magazzino, gestione del centro di raccolta, gestione della segnaletica verticale, gestione del verde pubblico, ritiro a domicilio dei rifiuti ingombranti. Al Registro delle Imprese risultano iscritte anche le seguenti attività secondarie: 38.12.00 (Raccolta di rifiuti pericolosi solidi e non solidi), 42.11.00 (costruzione di strade, autostrade e piste aeroportuali), 81.29.91 (pulizia e lavaggio di aree pubbliche, rimozione di neve e ghiaccio), 81.30.00 (cura e manutenzione del paesaggio, inclusi parchi, giardini e aiuole). La durata della società è indicata fino al 31.12.2050. Il capitale sociale dell'AZIENDA COMUNALE SERVIZI AMBIENTALI S.r.l. a socio unico è pari ad Euro 200.000,00 (duecentomila/00), interamente di proprietà dell'ente Comune di Cornaredo, con sede in Piazza Libertà, 24, 20007 – Cornaredo (MI), codice fiscale e partita Iva 02981700152. Si rileva che il Comune di Cornaredo risulta iscritto come socio unico e come soggetto esercitante il potere di direzione e coordinamento (comunicazione ai sensi dell'articolo 2497-bis del codice civile). L'organo amministrativo in carica di Acsa Srl risulta rappresentato da un Amministratore Unico, nella persona della Dott.ssa Flavia Maria Aquilio, nata a Rho (MI) il giorno 27.04.1960, codice fiscale QLAFVM60D67H264N, domiciliata presso la sede legale della società stessa, con incarico a tempo indeterminato. Ai sensi di quanto indicato dal fascicolo storico del Registro delle Imprese, "l'organo amministrativo è investito dei più ampi poteri per la gestione della società e ha facoltà di compiere tutti gli atti che ritenga necessari e opportuni per l'attuazione e il raggiungimento dell'oggetto sociale e lo svolgimento delle relative attività, salvo che la legge o le presenti norme di funzionamento o i soci dispongano diversamente. L'organo amministrativo può nominare direttori (non generali), istitutori, nonché procuratori ad negotia e mandatari in genere per determinati atti o categorie di atti. L'amministratore unico ha la rappresentanza della società e il relativo potere di firma di fronte ai terzi



e in giudizio." L'organo di controllo è formato dal Sindaco Unico Dott. Robert Braga, nato a Novara il giorno 30.12.1968, codice fiscale BRGRRT68T30F952X, domiciliato in Corso Roma, 170, 28069 – Trecate (NO), iscritto al Registro dei Revisori Legali al n. 109753, con incarico fino all'approvazione del bilancio al 31.12.2022. Ai sensi dell'articolo 4 dello Statuto, l'oggetto sociale è il seguente, che si riporta nella sua formulazione integrale: "la società ha per oggetto i seguenti servizi e attività: 1) la progettazione, la realizzazione e la gestione dei servizi di igiene ambientale, in particolare il lavaggio e l'igiene delle strade, la raccolta dei rifiuti, lo spazzamento, lo stoccaggio provvisorio, la raccolta differenziata, il trasporto dei rifiuti urbani, e l'organizzazione, la gestione e l'assistenza, anche per conto terzi, dei relativi impianti, macchinari, attrezzature e risorse; 2) la sistemazione, la cura e la manutenzione del verde pubblico e dell'ambiente; 3) lo sgombero della neve e il ripristino della viabilità; 4) la gestione di ogni altro servizio compatibile con i servizi di cui sopra, che risulti di interesse degli ambiti territoriali e in particolare della o delle comunità in favore delle quali la società opera; 5) ogni attività resa a favore di amministrazioni pubbliche ai sensi dell'articolo 29 della legge 28 dicembre 2001, n. 448 e successive modifiche e integrazioni; 6) lo svolgimento di studi, anche di fattibilità, ricerche, programmi e progetti, consulenze, incontri, eventi, formazione, promozione, educazione e sensibilizzazione negli ambiti in cui la società opera. La società dovrà realizzare la parte prevalente della propria attività e del relativo fatturato con riferimento al territorio degli enti locali o comunque pubblici che la controllano o vi partecipino o che ad essa comunque ineriscano. Nel rispetto delle attività espressamente riservate dalla legge ad altri soggetti e operatori giuridici, e nei limiti dalla stessa consentiti, in particolare in materia di sollecitazione nei confronti del pubblico, la società potrà compiere tutte le operazioni, commerciali, industriali, finanziarie e assicurative, mobiliari e immobiliari, amministrative e giudiziali, connesse o strumentali, ritenute dall'organo amministrativo necessarie, opportune o utili allo scopo di favorire il conseguimento dell'oggetto sociale. Le attività finanziarie dovranno comunque essere svolte in via residuale, non prevalente e strumentale al raggiungimento dell'oggetto sociale. La società potrà provvedere a tutte le attività connesse con i servizi e le attività predette partecipando e/o costituendo, anche con altri soggetti, società, consorzi, associazioni, o altri enti e iniziative, il tutto nel rispetto della normativa vigente. La società, oltre a gestire l'affidamento diretto di servizi pubblici e di attività da parte del Comune di Cornaredo e/o degli altri comuni soci, potrà acquisire servizi e attività da altri soggetti pubblici, in particolare mediante affidamento diretto da parte di altri enti locali, con eventuale partecipazione alla società stessa da parte di questi ultimi, sempre nel rispetto della normativa vigente, nonché, nei limiti di legge e delle presenti norme di funzionamento, da privati. Ai sensi e per gli effetti dell'articolo 16, terzo comma, del d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175, e successivi e ulteriori provvedimenti di modifica, integrazione ed esecuzione, oltre l'80% (ottanta per cento) del fatturato della società deve essere realizzato nello svolgimento dei compiti ad essa affidati dall'ente o dagli enti locali o comunque dai soci pubblici."



*Alberto...
Alberto...
Alberto...
Alberto...*

Attività svolta

Con mail del giorno 02.07.2022 il Dott. Fabio Midolo, in veste di Responsabile dell'Area Finanziaria del Comune di Cornaredo, ha trasmesso al sottoscritto perito Dott. Alessandro Ceresa la determina di aggiudicazione dell'appalto inerente la valutazione economica dell'AZIENDA COMUNALE SERVIZI AMBIENTALI S.r.l. a socio unico, avvisandolo al tempo stesso di presenziare alla riunione che si sarebbe svolta in data 06.07.2022 presso la sede legale della stessa Acsa Srl, alla quale avrebbero partecipato sia lo stesso Dott. Fabio Midolo, in rappresentanza dell'ente pubblico socio unico, sia la Dott.ssa Flavia Maria Aquilio, come Amministratore Unico di Acsa, sia i rappresentanti della società Amga SpA (ALTO MILANESE GESTIONI AVANZATE S.p.A., con sede in Via per Busto Arsizio, n. 53, 20025 – Legnano (MI), codice fiscale, partita Iva e numero di iscrizione al Registro delle Imprese 10811500155), che nell'occasione avrebbero iniziato l'attività di due diligence riguardante Acsa Srl. Nella riunione del 6.07.2022, quindi, le parti, rappresentate come denotato nel paragrafo precedente, hanno indicato gli elementi salienti dell'operazione, permettendo l'avvio della procedura di valutazione di Acsa Srl da parte del sottoscritto perito. In particolare, è stato indicato il metodo di valutazione da adottare, riconducibile al Metodo Patrimoniale, a differenza delle precedenti indicazioni, contenute tra l'altro anche nel bando di appalto, che avevano fatto esplicito riferimento al metodo di valutazione del Discounted Cash Flow. Tale variazione è stata motivata dal fatto che la società Amga, chiamata simmetricamente alla valutazione economica della propria impresa, al fine di poter correttamente determinare il rapporto di concambio nell'ambito dell'operazione straordinaria, non sarebbe stata in grado di produrre e approvare in tempo utile i bilanci previsionali degli esercizi 2022, 2023 e 2024. La stessa difficoltà avrebbe potuto riguardare Acsa Srl, che comunque, in quanto realtà economica più snella, avrebbe potuto procedere ad una rapida stesura e approvazione dei bilanci previsionali. Il Metodo Patrimoniale avrebbe quindi permesso la valutazione sulla base di una situazione di bilancio economica e patrimoniale redatta alla data del 30.06.2022, che è stata regolarmente fornita con gli stanziamenti di periodo, nel rispetto dei principi contabili in materia di bilanci intermedi. Il metodo del Discounted Cash Flow è stato quindi indicato come metodo di controllo della valutazione patrimoniale, in base al quale valutare le differenze di stima secondo le dinamiche economiche, patrimoniali e finanziarie delle società. In particolare, è stato indicato di procedere all'utilizzo, per il DCF, dei valori di bilancio degli esercizi passati come riferimento per le stime previsionali che non avrebbero potuto essere ottenute. Già a partire dal giorno 02.07.2022, dopo la comunicazione di aggiudicazione, il sottoscritto perito aveva d'altra parte iniziato la procedura di raccolta dei dati ai fini della valutazione, il cui iter si è protratto fino alla stesura definitiva della presente perizia, comprendendo in sintesi i seguenti passaggi fondamentali:

- raccolta delle informazioni e dei dati societari e dei bilanci disponibili;



- partecipazione alla riunione indetta dal Comune di Cornaredo con il proprio consulente Dott. Gianpietro Belloni;
- rapporti con la dirigenza di Acsa Srl e con il commercialista della stessa società, Dott. Gianluca Muliari, voltì ad ottenere attestazioni e informazioni riguardanti particolari voci del bilancio e della contabilità aziendale;
- esame delle relazioni del Sindaco Unico per i bilanci degli esercizi 2019, 2020 e 2021, che hanno evidenziato come gli stessi bilanci costituissero una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria della società, del risultato economico e dei flussi di cassa in conformità alle norme italiane che ne disciplinano i criteri di redazione, indicando inoltre come il Sindaco Unico abbia come obiettivo della propria attività l'acquisizione della ragionevole sicurezza che il bilancio di esercizio nel suo complesso non contenga errori significativi;
- rapporti con il Comune di Cornaredo al fine di fornire gli aggiornamenti richiesti in merito allo svolgimento delle operazioni peritali;
- verifica di particolari importi iscritti in bilancio tramite istanze a soggetti esterni (Agenzia delle Entrate, brokers assicurativi);
- raccolta di tutti i dati richiesti per la valutazione con i metodi indicati;
- valutazione dei dati di bilancio;
- elaborazione dei dati;
- Scelta del parametro Beta unlevered dal database 2022 Damodaran individuando il valore per il settore Smaltimento rifiuti e servizi ambientali, il cui tasso di riferimento è pari a 0,86.
- sopralluogo presso la sede dell'AZIENDA COMUNALE SERVIZI AMBIENTALI S.r.l. a socio unico al fine di acquisire informazioni definitive in merito ai dati indicati e al fine di verificare lo stato degli automezzi e delle attrezzature iscritti in bilancio, con acquisizione di relativa documentazione fotografica;
- partecipazione alla riunione telematica del giorno 13.09.2022 con i rappresentanti di Amga SpA e del Comune di Cornaredo, durante la quale è stato definitivamente indicato il Metodo Patrimoniale per la valutazione delle due società interessate dall'operazione straordinaria (Acsa Srl e Amga SpA);
- stesura della perizia finale.



Metodologia di valutazione

La determinazione del valore del capitale economico dell'azienda AZIENDA COMUNALE SERVIZI AMBIENTALI S.r.l. a socio unico è stata condotta impiegando diverse metodologie, rappresentative delle più avanzate tecniche di analisi patrimoniale ed economica. Nello specifico, si sono adottati i seguenti modelli: Metodo Patrimoniale Semplice, Metodi Reddituali (Metodo della Rendita Perpetua), Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale della Stima dell'Avviamento, Metodo Finanziario del *Discounted Cash Flow* (DCF), Metodo EVA (*Economic Value Added*).

I risultati delle varie metodologie saranno in generale diversi perché, pur basandosi sulle stesse assunzioni e previsioni economico-finanziarie, differiscono, spesso radicalmente, in quanto alle metodologie di calcolo e all'interpretazione di determinate grandezze quali reddito e capitale investito.

L'applicazione di tecniche diversificate consente peraltro di mettere in luce aspetti diversi del potenziale dell'azienda e di offrire diverse prospettive di analisi in merito alla quantificazione del valore della stessa.

L'analisi è stata condotta sulla base dei dati consuntivi del periodo 2020-2022 e del piano finanziario previsionale per gli anni 2023-2025.



Metodo Patrimoniale

Il modello di valutazione patrimoniale presuppone che il valore di un'azienda sia pari al Patrimonio Netto della stessa, opportunamente rettificato rispetto al valore di bilancio.

Tale ipotesi omette di considerare che il valore è di norma influenzato più dalla capacità dell'azienda di produrre redditi che dal livello del suo patrimonio, ma produce comunque informazioni di notevole rilevanza ai fini della valutazione. Il patrimonio, infatti, oltre ad avere un valore di per sé quantificabile, non è certamente slegato dalla redditività di un'impresa ma, al contrario, dovrebbe essere in grado di avere un impatto diretto sulla stessa capacità reddituale.

I valori ottenuti da tale criterio di stima hanno inoltre, almeno in linea teorica, il vantaggio della sicurezza e dell'affidabilità, in quanto non derivanti da previsioni soggettive (che in quanto tali possono non avverarsi) ma da dati certi ed oggettivi.

Si noti come alla base si presupponga che il perito abbia accesso ai dati aziendali economici, finanziari e contabili e che venga effettuata un'attenta procedura preventiva di *due diligence*, con conseguente rielaborazione dei dati contabili.

Il metodo patrimoniale semplice, adottato nella presente valutazione, comporta, in primis, la quantificazione del capitale netto contabile, desumibile dall'ultimo bilancio. Successivamente si procede a:

- una scrupolosa analisi delle voci di bilancio per verificarne l'effettiva entità (per esempio la verifica di una corretta contabilizzazione dei crediti e dei debiti, con conseguente copertura di eventuali rischi associati con validi accantonamenti ecc.);
- verificare se gli elementi attivi non monetari abbiano valori che ne esprimano la realtà (mantenimento del valore delle partecipazioni, valutazione del magazzino, ecc.).

Tutto ciò necessiterebbe di una vera e propria attività di revisione che permetta di verificare che le poste dell'Attivo e del Passivo siano contabilizzate correttamente, di valutare la reale esigibilità dei crediti, la consistenza dei debiti, ecc., al fine di procedere ad eventuali rettifiche che permettano una rappresentazione delle dinamiche aziendali più rispondente alla realtà.

Eventuali rettifiche che si rendessero necessarie, possono creare una serie di plusvalenze o minusvalenze che, dopo essere state opportunamente ridotte per tenere conto dei carichi fiscali cui sono potenzialmente soggette consentono di quantificare un valore rettificato del patrimonio netto K' che esprimerà il valore dell'azienda.



Metodi Reddituali

Tali modelli di valutazione stimano il valore di un'azienda su basi puramente reddituali, ovvero presuppongono che il valore venga determinato unicamente sulla base dei redditi che la stessa è in grado di generare. In tal senso si ha:

$$W = f(R)$$

il valore W dell'azienda è funzione del reddito R , da intendersi come il reddito previsionale medio prodotto annualmente dall'impresa in un certo orizzonte temporale.

La valutazione presuppone quindi la quantificazione della capacità reddituale prospettica (espressa da R) e la definizione di un modello di calcolo che consenta di esprimere il valore dell'azienda in funzione di tale capacità attesa. Riguardo al modello di calcolo, si utilizza un comune modello di attualizzazione dei flussi di reddito previsionali, il cui parametro fondamentale è il tasso di attualizzazione al quale tali flussi vengono scontati.

La stima del reddito prospettico richiederebbe, a rigor di termini, lo sviluppo di un opportuno piano industriale, le cui proiezioni siano, eventualmente, integrate da dati storici, prendendo quindi in considerazione anche i redditi passati, rappresentati con opportune rettifiche (si pensi, ad esempio, a quei redditi prodotti per cause eccezionali e non ripetibili). Ciò non toglie che, a seconda delle esigenze e delle specifiche caratteristiche dell'azienda esaminata, la capacità reddituale della stessa possa essere stimata a partire dai soli dati consuntivi oppure, in alternativa, su basi puramente previsionali. Per quanto concerne il margine economico che meglio esprime la capacità reddituale dell'azienda ai fini della valutazione, questo dipende dalle caratteristiche dell'azienda e può essere costituito alternativamente dall'Ebitda, dall'Ebit o dall'utile netto.

Il tasso di attualizzazione al quale i redditi vanno scontati è il costo del capitale proprio, che esprime il rendimento minimo che gli investitori si attendono come remunerazione del capitale proprio investito nell'azienda.

Per la stima del costo dell'Equity K_e si utilizza il modello del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), ovvero si ha:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Quantificato il reddito prospettico R e il costo del capitale proprio K_e , il valore dell'azienda può essere stimato operativamente con il metodo della rendita perpetua.



Il **metodo della rendita perpetua** presuppone infatti che l'attività sia capace di produrre annualmente redditi pari a R e che sia in grado di mantenere tale capacità reddituale per un arco di tempo indefinito. In tal caso il valore dell'azienda sarà dato da:

$$W = \frac{R}{K_e}$$

Metodo Misto Patrimoniale – Reddituale

Il metodo misto patrimoniale - reddituale è molto utilizzato nella pratica aziendale e consente di valutare l'azienda tenendo in considerazione sia il patrimonio che la capacità reddituale.

Ai fini della nostra analisi, utilizzeremo il *Metodo della stima autonoma dell'avviamento*, secondo il quale il valore dell'azienda può essere espresso mediante la seguente formula:

$$W = K' + (R - K_e \cdot K') \cdot a_{n|K_e}$$

Dove:

K' valore del Patrimonio Netto, eventualmente rettificato rispetto al valore contabile dello stesso;

$a_{n|K_e}$ fattore di attualizzazione, dove:

n numero degli anni per i quali si procede all'attualizzazione del "sovrareddito";

K_e costo medio ponderato del capitale, che qui esprime anche il tasso di attualizzazione del sovrareddito;

R reddito netto medio (EBITDA, EBIT oppure utile netto), eventualmente corretto sulla base dell'effetto di rivalutazione monetaria.

Utilizzando tale metodo si individua il valore dell'azienda, sommando al capitale netto rettificato K' un termine che esprime il sovrareddito ($R - K_e \cdot K'$), attualizzato ad un tasso K_e , per un numero di anni determinato. Il sovrareddito esprime quella quota del reddito che eccede la remunerazione attesa del patrimonio netto (data da K' moltiplicato per K_e).

K_e è al solito calcolabile tramite il CAPM.



Metodo Finanziario

I metodi finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore del capitale di un'azienda corrisponda alla somma dei flussi di cassa operativi che la stessa potrà conseguire nel tempo opportunamente attualizzati ad un tasso idoneo (*Discounted Cash Flow Method*); pertanto il valore del capitale economico di un'azienda coincide con il valore attuale netto (*Net Present Value*) di tali flussi, originati dalla gestione caratteristica dell'impresa e considerati al lordo degli oneri finanziari e della restituzione delle risorse impiegate dai finanziatori dell'impresa (capitale di rischio e di terzi). Per calcolarli occorre utilizzare il concetto del *Nopat*, ovvero considerare le cosiddette *imposte figurative* che esprimono la quota di imposta, imputabile al solo risultato operativo, che la società pagherebbe se non ci fossero gli oneri finanziari o proventi/oneri straordinari che in Italia sono in parte deducibili.

Per ovviare alle difficoltà connesse alla previsione dei flussi, la cui attendibilità diminuisce man mano che la proiezione si allontana nel tempo, nella prassi viene adottata solitamente la soluzione di determinare solo i flussi di un determinato arco temporale — in genere corrispondente ad un intervallo da 3 a 5 anni — al termine del quale si identifica un ultimo flusso rappresentato dal cosiddetto valore terminale dell'azienda. Pertanto, il criterio finanziario si riassume nella seguente formula:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC_t)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC_{TV} - g)(1 + WACC_{n+1})^{n+1}}$$

da cui il valore dell'azienda:

$$W = EV - Posizione Finanziaria Netta + Surplus Assets$$

EV Enterprise Value, indica il valore delle attività dal quale andranno detratti i debiti onerosi;

FCFF Free Cash Flow for the Firm, flusso di cassa operativo previsionale dato dalla differenza tra il flusso di cassa operativo e gli investimenti netti (CapEx) al lordo della restituzione dell'indebitamento finanziario e del pagamento degli oneri finanziari;

WACC_t Weighted Average Cost of Capital: si tratta del tasso adottato per l'attualizzazione dei flussi di cassa ed è pari alla media ponderata tra tasso sul capitale e tasso sui debiti; la rilevazione di tale tasso (e

quindi l'attualizzazione degli importi) viene effettuata puntualmente per ciascuno degli anni di analisi;

g è il tasso di crescita dei flussi di cassa oltre il periodo di previsione analitica;

$FCFF_n(1 + g)$ rappresenta il flusso di cassa, oltre la soglia di previsione analitica, disponibile per la remunerazione dei finanziatori e liberamente distribuibile agli azionisti senza compromettere la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa crescenti secondo il tasso di crescita espresso da g .

Il WACC è dato dalla media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di debito, costo quest'ultimo da intendersi al netto dell'effetto di risparmio fiscale connesso alla deducibilità degli oneri finanziari. Nota la struttura di finanziamento dell'impresa, ovvero il valore dell'Equity ed il valore del debito si ha pertanto:

$$WACC = \frac{E}{D+E} K_e + \frac{D}{D+E} K_d(1-t)$$

ove:

E è il valore corrente del capitale proprio;

D è il valore corrente del capitale di debito;

K_e è il costo del capitale proprio, ovvero la remunerazione attesa dai soci/azionisti in virtù dell'apporto del capitale di rischio;

K_d è il costo del capitale di debito, ovvero il tasso passivo che l'impresa sconta sui conferimenti di capitale di debito;

t è l'aliquota fiscale vigente per le imposte sul reddito.

Il modello più utilizzato a livello operativo ai fini della stima del costo del capitale proprio è rappresentato dal CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Secondo tale modello, il costo del capitale proprio dell'azienda è pari al rendimento di un investimento privo di rischio aumentato di un premio per il rischio specifico per l'azienda considerata. Si ha ovvero:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

dove:

r_f rendimento netto di investimenti o titoli privi di rischio;

$(r_m - r_f)$ rappresenta il premio per il maggior rischio del mercato azionario rispetto ad investimenti o titoli privi di rischio;

β è il coefficiente che quantifica il rischio della singola impresa rispetto a quello medio del mercato.

In maniera analoga, il tasso di costo del capitale di debito può essere quantificato come un tasso risk free imposto dal sistema creditizio a cui si aggiunge uno spread che rappresenta il premio per il rischio riconosciuto ai finanziatori del debito e legato allo specifico rating dell'impresa.

$$K_d = r_{df} + \text{spread}$$

Una volta valutato il costo del capitale, i principali problemi di ordine pratico derivanti dall'applicazione del criterio in questione derivano dalla difficoltà di determinazione dei flussi e dal calcolo del tasso di attualizzazione: in relazione al primo, è evidente la difficoltà di quantificazione dei flussi di dividendi nell'arco temporale determinato, essendo questi influenzati non solo dall'andamento reddituale e dalla liquidità dell'azienda, ma anche da numerose altre variabili che rendono incerte le stime sulle decisioni che verranno assunte dagli amministratori e dalle assemblee dei soci in merito alla politica dei dividendi, a meno che quest'ultima non sia stata predefinita.

Al fine di superare le citate incertezze, si assume solitamente l'ipotesi che i dividendi che verranno erogati coincidano col *free cash flow*, o flusso di cassa disponibile. L'entità di tale grandezza, corrispondente alle risorse finanziarie destinabili agli azionisti dopo aver seguito le politiche di investimento ed indebitamento giudicate più idonee, può venire determinata con la seguente metodologia:

Risultato operativo (Ebit)

- imposte sul risultato operativo (figurative)
- = **Risultato operativo al netto delle imposte specifiche (Nopat)**
- + ammortamenti
- + accantonamenti e altre voci non monetarie
- +/- variazioni negative/positive del capitale circolante (incluso TFR)
- investimenti in capitale fisso (al netto di eventuali disinvestimenti)
- = **Free Cash Flow for the Firm (FCFF)**

Così determinato, il flusso di cassa disponibile non è di competenza solo degli azionisti, ma è al servizio di tutti i fornitori di capitale, sia esso di rischio e di debito. Attualizzato ad un tasso che esprima la media



ponderata (secondo l'effettiva struttura finanziaria) del costo del capitale di debito e di quello del capitale proprio, si otterrà il valore globale del capitale impiegato nell'azienda, dal quale, sottraendo il valore di mercato del capitale di debito, si perverrà al valore del solo capitale proprio, cioè del capitale economico di pertinenza degli azionisti.

Il tasso al quale verranno attualizzati i flussi di cassa è il costo dell'intero capitale, il quale viene quantificato con il WACC (costo medio ponderato del capitale). Essendo i flussi al servizio sia dei creditori che degli azionisti, il costo del capitale dovrà incorporare il rendimento richiesto sia dai detentori del capitale di debito sia da quelli del capitale di rischio. La metodologia qui impiegata, come accennato, prevede la stima puntuale del WACC su tutto l'orizzonte previsionale e l'attualizzazione di ciascun importo al relativo tasso vigente nel periodo.

Particolare complessità riveste inoltre la determinazione del costo del capitale di rischio, in quanto non risulta esserci alcun accordo o impegno esplicito di remunerazione da parte dell'azienda; le aspettative dell'azionista sono solitamente pari ad un rendimento minimo pari a quello offerto da investimenti alternativi privi di rischio (solitamente titoli pubblici), maggiorato di un premio particolare per il rischio assunto: quest'ultimo rappresenta, a questo punto, la vera incognita.



Metodo EVA (Economic Value Added)

Il metodo dell'*Economic Value Added*, diffuso nella pratica aziendale soprattutto a partire dalla fine degli anni '90, è in sostanza una tecnica di valutazione mista che presuppone la stima in un certo orizzonte previsionale di flussi così concepiti:

$$EVA = (ROIC - WACC) * \text{Capitale investito netto}$$

dove:

ROIC: *Return on Invested Capital* = Nopat/Capitale investito netto

WACC: *Weighted Average Cost of Capital*

Alla base del metodo vi è quindi la valutazione di flussi di extra-valore dati dalla differenza tra il rendimento del capitale investito ed il suo costo complessivo, espresso tenendo conto sia delle fonti di capitale proprio che del capitale di debito. In termini operativi, occorre partire da un piano finanziario previsionale che quantifichi l'andamento atteso dell'Ebit in un certo orizzonte temporale, ricavare da questo il Nopat (*Net Operating Profit After Taxes*) e rapportarlo al Capitale investito netto per ottenere il ROIC. Una volta stimati i flussi di EVA nel periodo previsionale preso in considerazione occorre stimare il valore terminale dell'EVA e successivamente procedere all'attualizzazione di tali flussi al WACC.

Ora, per giungere ad una valutazione complessiva del valore dell'azienda, a tali componenti va sommato il valore corrente del capitale investito tenendo conto inoltre di opportune correzioni legate ai seguenti fattori: Posizione Finanziaria Netta dell'azienda, attività non operative, eventuali aumenti di capitale e distribuzione di dividendi. Si procede quindi come segue:

Valore attuale EVA (anni previsionali)

- + Valore terminale EVA
 - + Capitale Investito iniziale
 - Posizione Finanziaria Netta
 - Altre Attività non Operative
 - + Aumento di Capitale
 - Dividendo
- = Valore dell'azienda**



Piano preventivale

Financial Highlights

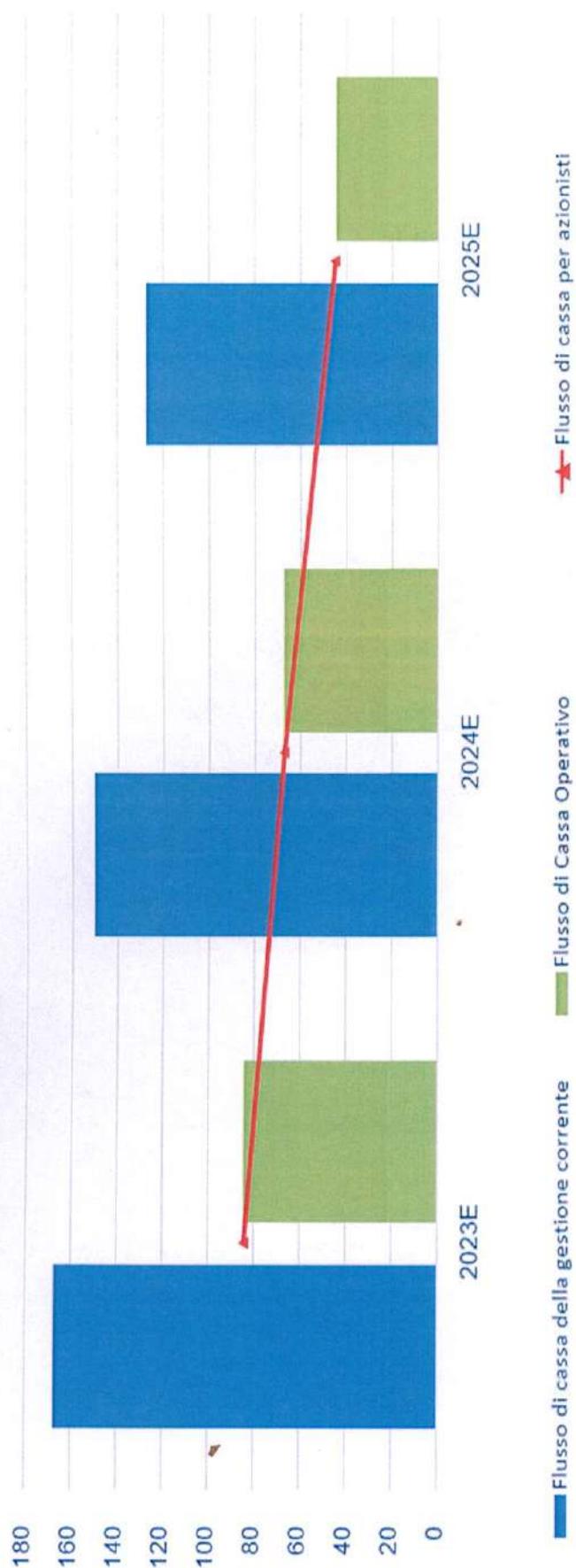
Annno	2023E	2024E	2025E
<i>Dati in migliaia di euro</i>			
Flusso di cassa operativo lordo	240	266	209
Variazione CCN	(73)	(117)	(81)
Flusso di cassa della gestione corrente	167	150	127
Flusso di Cassa Operativo	84	67	44
Flusso di Cassa al servizio del debito	84	67	67
Flusso di cassa per azionisti	84	67	44
Flusso di cassa netto	84	67	44

Come indicato nelle premesse, i valori preventivati degli esercizi 2023, 2024 e 2025 sono stati stimati secondo l'analisi della media dei risultati economici degli esercizi 2019, 2020 e 2021. Il rendiconto finanziario utilizzato per l'analisi è quello dei flussi di liquidità che determina, nella fattispecie, il Flusso di cassa disponibile per gli azionisti e i finanziatori (detto anche Unlevered Free Cash Flow o Free Cash Flow to the Firm). Tale flusso corrisponde al Flusso di cassa operativo, ovvero quello che scaturisce dalla gestione caratteristica dell'impresa al lordo degli oneri finanziari e della restituzione delle risorse impiegate da tutti i finanziatori dell'impresa (capitale di rischio e di terzi). Per calcolare tale flusso occorre utilizzare il concetto del NOPAT, ovvero considerare le c.d. imposte figurative che rappresentano la parte di imposta imputabile al solo risultato operativo che la società pagherebbe se non ci fossero gli oneri finanziari o proventi/oneri straordinari che in Italia sono in parte deducibili. Iniziamo la nostra analisi con il primo flusso di cassa detto operativo lordo dato dalla somma del NOPAT con i costi non monetari per eccellenza ovvero gli ammortamenti e gli accantonamenti.



Continuiamo la nostra analisi con il flusso di cassa della gestione corrente che, dopo quello operativo lordo, è l'indicatore più importante della performance finanziaria di un'azienda. Esso comprende tutte le operazioni che costituiscono le attività tipiche dell'azienda che presentano il carattere di continua ripetitività nel tempo. Nell'esercizio al 30.06.2022 il flusso di cassa della gestione corrente è negativo ovvero le uscite monetarie risultano maggiori delle entrate monetarie ed è diminuito, rispetto all'esercizio precedente. Arriviamo al flusso di cassa operativo che rappresenta il flusso di cassa al lordo degli oneri finanziari e dei benefici fiscali derivanti da questi ultimi. Misura la liquidità generata dalla gestione aziendale per tutti gli investitori aziendali (azionisti e finanziatori) al netto delle spese non cash, delle variazioni del circolante non cash e delle necessità di investimento/reinvestimento. Un flusso positivo genera liquidità disponibile per essere utilizzata per effettuare pagamenti del debito (interessi passivi e restituzione sorta capitale) e del patrimonio netto (dividendi e riacquisto di azioni proprie). Un flusso di cassa negativo implica che l'impresa deve affrontare un deficit di cassa che deve essere coperto da nuova immissione di Equity o attraverso l'apporto di ulteriore debito. Nell'esercizio al 30.06.2022 il flusso di cassa operativo è negativo ed è diminuito rispetto all'esercizio precedente. Una grossa importanza riveste il flusso di cassa al servizio del debito che è rappresentato dal flusso di cassa operativo al netto degli oneri straordinari e degli oneri finanziari aggiustato per tenere conto del beneficio della deducibilità di quest'ultimi e destinato al rimborso delle rate dei debiti a medio e lungo termine contratti per la realizzazione dei progetti aziendali. Nell'esercizio al 30.06.2022 il flusso di cassa al servizio del debito e quello degli azionisti risultano entrambi negativi comportando un grave deficit finanziario da colmare attraverso l'immissione di risorse. Nell'esercizio previsionale 2023E il flusso di cassa operativo lordo è positivo ed è cresciuto rispetto all'esercizio precedente. Continuando la nostra analisi dei flussi nell'anno previsionale si evidenzia che il flusso di cassa della gestione corrente è positivo ovvero le entrate monetarie risultano maggiori delle uscite monetarie ed è cresciuto, rispetto all'esercizio precedente. Questa differenza rappresenta risorse che possono essere impiegate per il fabbisogno generato dall'altro flusso che attiene l'area degli investimenti in immobilizzazioni necessarie per un eventuale sviluppo aziendale. Nell'esercizio 2023E il flusso di cassa operativo è positivo ed è cresciuto rispetto all'esercizio precedente, mentre il flusso di cassa al servizio del debito risulta sufficiente a rimborsare le risorse ottenute dai finanziatori.





■ Flusso di cassa della gestione corrente

■ Flusso di cassa per azionisti



Alessandro Alessio

Dati economici

	2023E	2024E	2025E
<i>Dati in migliaia di euro</i>			
Ricavi delle vendite	2.936	2.936	2.936
VdP	2.982	3.028	2.948
Mol	215	260	180
Ebit	94	160	80
Ebt	94	161	80
Utile netto	68	116	58
<i>Dividendi</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Vendite change (%)	104,7%	0,0%	0,0%
Mol change (%)	268,4%	21,1%	-30,9%
Ebit change (%)	936,8%	69,9%	-49,9%
Mol margin (%)	7,3%	8,8%	6,1%
Ebit margin (%)	3,2%	5,5%	2,7%

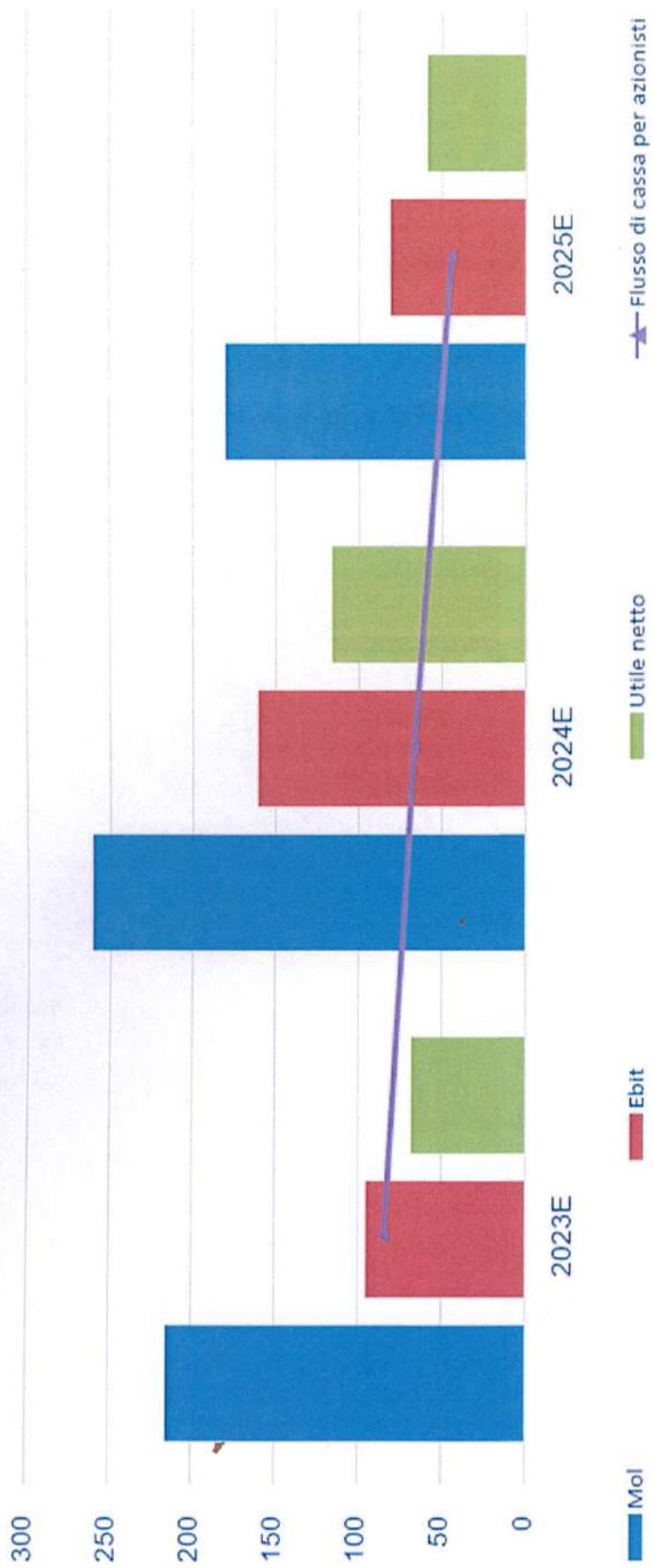
Nell'ultimo bilancio approvato relativo all'esercizio al 30.06.2022, il fatturato comprende ovviamente solo i risultati dei primi 6 mesi dell'esercizio, il Margine operativo lordo MOL è diminuito con un'incidenza sui ricavi del 4,06% mentre l'EBIT è diminuito con un'incidenza sui ricavi del 0,63%. Gli indicatori di redditività vedono per il ROI una diminuzione del 5,55% attestandosi al 0,72%, per il ROE una diminuzione del 8,80% attestandosi al 1,55% e per quanto concerne la redditività delle vendite ROS si registra una diminuzione del 2,17% attestandosi al 0,63%. Il rapporto Ebit/Of, pari ad un valore di 9,27, denota una situazione di equilibrio finanziario, il reddito generato dalla gestione caratteristica è sufficiente a remunerare il capitale acquisito per produrlo. Nel valutare l'incidenza sul fatturato di alcune delle tipiche voci di costo, si rileva che tre dei quattro indicatori calcolati risultano sostanzialmente stabili rispetto all'anno precedente mentre uno di questi fa registrare un aumento, dunque un peggioramento. Nello specifico, l'incidenza del costo del lavoro risulta pari a 40,09%, l'incidenza dei costi per l'acquisto di materie prime è pari invece a 2,47%, mentre i costi per il godimento di beni di terzi sono infine pari a 2,41% come percentuale sul fatturato, tutti i parametri in linea con il precedente esercizio. L'unico indicatore in aumento, dunque in peggioramento, è l'incidenza dei costi per l'acquisto di servizi, pari 50,37%



in percentuale sul fatturato ed in crescita di 3,19 punti percentuali rispetto all'anno precedente. Gli oneri finanziari sono diminuiti, rispetto all'esercizio precedente, con un'incidenza sui ricavi del 0,07%. L'utile netto è diminuito, rispetto all'esercizio precedente.

Come si evince dalla tabella di confronto tra l'utile e il flusso di cassa a servizio degli azionisti riferiti all'ultimo bilancio approvato al 30.06.2022 la gestione aziendale ha comportato un utile economico ma nello stesso tempo un deficit finanziario. Analizzando il bilancio previsionale relativo all'esercizio previsionale 2023E, notiamo che gli indicatori di redditività vedono per il ROI un incremento del 7,37% attestandosi al 8,10%, per il ROE un incremento del 9,93% attestandosi al 11,48% e per quanto concerne la redditività delle vendite ROS un incremento del 2,58% attestandosi al 3,22%. L'azienda non ha sostenuto oneri finanziari. L'incidenza degli acquisti sul fatturato registra un incremento del 9,81% rispetto all'esercizio precedente. L'incidenza del costo per servizi sul fatturato fa segnare una diminuzione del -3,59% rispetto all'esercizio precedente. Infine, l'incidenza del costo del godimento dei beni di terzi sul fatturato diminuisce del -0,79% rispetto all'esercizio precedente, mentre l'incidenza del costo del lavoro sui ricavi, pari al 40,11%, risulta stabile rispetto all'esercizio precedente. L'azienda non ha sostenuto oneri finanziari. L'utile netto è cresciuto, rispetto all'esercizio precedente.





Dati patrimoniali

Ann	2023E	2024E	2025E
<i>Dati in migliaia di euro</i>			
Immobilizzi materiali netti	135	121	107
Immobilizzi immateriali netti	0	0	0
Immobilizzi finanziari	0	0	0
Immobilizzi commerciali	85	85	85
TOTALE ATTIVO A LUNGO	220	206	192
Rimanenze	45	90	56
Liquidità differite	336	334	357
Liquidità immediate	566	633	677
TOTALE ATTIVO A BREVE	947	1.057	1.090
	1.166	1.263	1.282
TOTALE ATTIVO			
Patrimonio netto	593	708	766
Fondi per rischi e oneri	56	59	61
Trattamento di fine rapporto	147	124	101
TOTALE DEBITI A LUNGO	204	183	162
TOTALE DEBITI A LUNGO + PN	796	891	928
TOTALE DEBITI A BREVE	370	372	354
TOTALE PASSIVO			
	1.166	1.263	1.282





Ratios

	Anni	2023E	2024E	2025E
ROE		11,5%	16,3%	7,6%
ROI		8,1%	12,7%	6,3%
Of/Mol		0,0%	0,0%	0,0%
Ebit/Of		NO OF	NO OF	NO OF
Pfn/Mol		NO DEBT	NO DEBT	NO DEBT
Pfn/Pn		NO DEBT	NO DEBT	NO DEBT
Pfn/Ricavi		-19,3%	-21,6%	-23,1%



Stato Patrimoniale Riclassificato

Stato Patrimoniale liquidità esigibilità

Ann	2023E	2024E	2025E	
	€	€	€	
	%	%	%	
Immobilizzi materiali netti	135.062	11,6%	121.132	9,6%
Immobilizzi immateriali netti	0	0,0%	0	0,0%
Immobilizzi finanziari	0	0,0%	0	0,0%
Immobilizzi commerciali	84.548	7,3%	84.548	6,7%
TOTALE ATTIVO A LUNGO	219.610	18,8%	205.680	16,3%
Rimanenze	44.962	3,9%	90.401	7,2%
Crediti commerciali a breve	303.327	26,0%	303.327	24,0%
- Fondo svalutazione crediti	0	0,0%	0	0,0%
Crediti comm. a breve v/imprese del gruppo	0	0,0%	0	0,0%
Crediti finanziari a breve v/imprese del gruppo	0	0,0%	0	0,0%
Altri crediti a breve	32.248	2,8%	30.439	2,4%
Ratei e risconti	0	0,0%	0	0,0%
Liquidità differite	335.575	28,8%	333.766	26,4%
Attività finanziarie a breve termine	0	0,0%	0	0,0%
Cassa, Banche e c/c postali	566.177	48,5%	633.024	50,1%
Liquidità immediate	566.177	48,5%	633.024	50,1%
TOTALE ATTIVO A BREVE	946.714	81,2%	1.057.190	83,7%
TOTALE ATTIVO	1.166.324	100,0%	1.262.870	100,0%
Patrimonio netto	592.675	50,8%	708.324	56,1%
Fondi per rischi e oneri	56.187	4,8%	58.594	4,6%
Trattamento di fine rapporto	147.475	12,6%	124.041	9,8%
Obbligazioni	0	0,0%	0	0,0%
Obbligazioni convertibili	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso banche oltre i 12 mesi	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso altri finanziatori a lunga scadenza	0	0,0%	0	0,0%
Debiti commerciali a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%
Debiti finanziari a lungo v/imprese del gruppo	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%

Altri debiti a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
TOTALE DEBITI A LUNGO	203.562	17,5%	182.635	14,5%	161.608	12,6%
TOTALE DEBITI A LUNGO + PN	796.337	68,3%	890.959	70,6%	927.806	72,4%
Obbligazioni	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Obbligazioni convertibili	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso banche entro i 12 mesi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso altri finanziatori a breve scadenza	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti commerciali a breve termine	306.661	26,3%	306.661	24,3%	306.661	23,9%
Debiti commerciali a breve v/impresa del gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti finanziari a breve v/impresa del gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a breve termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti a breve termine	63.326	5,4%	65.250	5,2%	47.164	3,7%
TOTALE DEBITI A BREVE	369.987	31,7%	371.911	29,5%	353.825	27,6%
TOTALE PASSIVO	1.166.324	100,0%	1.262.870	100,0%	1.281.631	100,0%



Statuto Patrimoniale gestionale

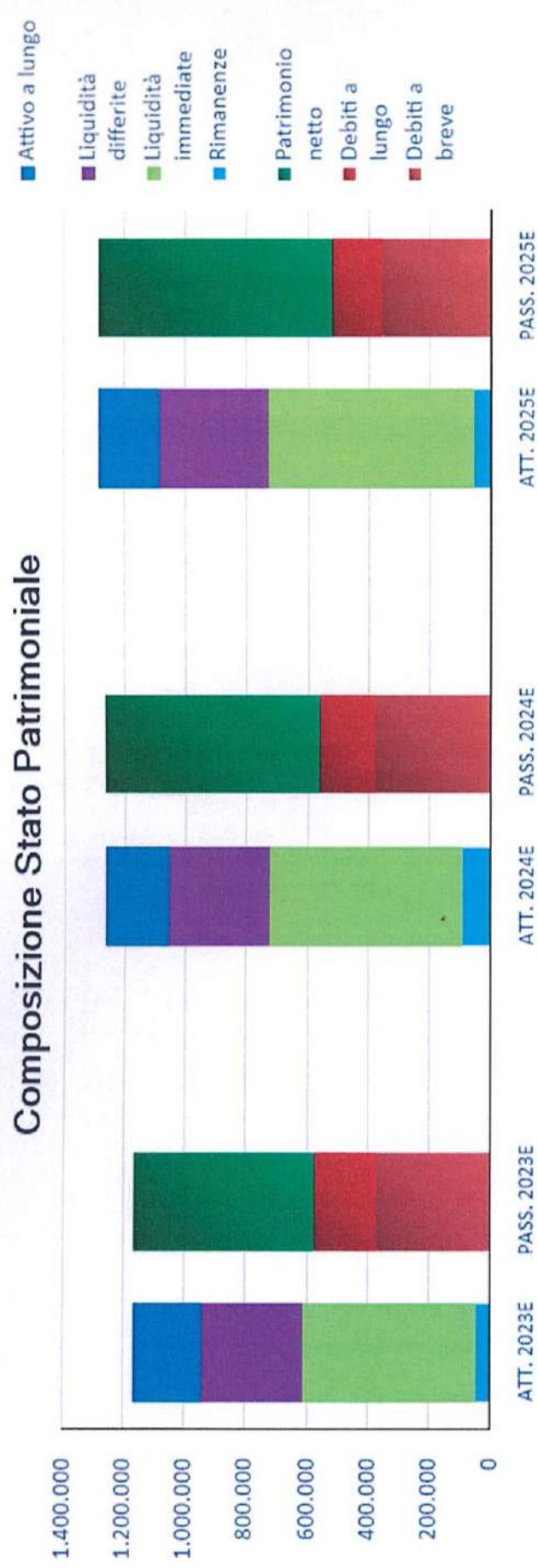
	Anni					
	2023E	2024E	2025E			
	€'	%	€'	%	€'	%
Immobilizzazioni immateriali	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Immobilizzazioni materiali	219.610	828,8%	205.680	273,1%	191.750	216,1%
Immobilizzazioni finanziarie	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
ATTIVO FISSO NETTO	219.610	828,8%	205.680	273,1%	191.750	216,1%
Rimanenze	44.962	169,7%	90.401	120,1%	55.708	62,8%
Crediti netti v/clienti	303.327	1144,7%	303.327	402,8%	303.327	341,9%
Altri crediti operativi	32.248	121,7%	30.439	40,4%	53.374	60,2%
Ratei e risconti attivi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(Debiti v/fornitori)	(306.625)	-1157,2%	(306.625)	-407,2%	(306.625)	-345,6%
(Debiti v/collegate-control-control)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(Altri debiti operativi)	(63.362)	-239,1%	(65.286)	-86,7%	(47.200)	-53,2%
(Ratei e risconti passivi)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
ATTIVO CIRCOLANTE OPERATIVO NETTO	10.550	39,8%	52.256	69,4%	58.584	66,0%
CAPITALE INVESTITO	230.160	868,6%	257.936	342,5%	250.334	282,1%
(Fondo tf)	(147.475)	-556,6%	(124.041)	-164,7%	(100.607)	-113,4%
(Altri fondi)	(56.187)	-212,0%	(58.594)	-77,8%	(61.001)	-68,8%
(Passività operative non correnti)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
CAPITALE INVESTITO NETTO	26.498	100,0%	75.301	100,0%	88.726	100,0%
Debiti v/banche a breve termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a breve	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti v/banche a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a lungo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Finanziamento soci	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti Leasing	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(Crediti finanziari)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(Cassa e banche c/c)	(566.177)	-2136,7%	(633.024)	-840,7%	(677.473)	-763,6%
INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO	(566.177)	-2136,7%	(633.024)	-840,7%	(677.473)	-763,6%
Capitale sociale	200.000	754,8%	200.000	265,6%	200.000	225,4%
Riserve	316.466	1194,3%	316.466	420,3%	316.466	356,7%
Utile/(perdita)	76.209	287,6%	191.858	254,8%	249.732	281,5%
PATRIMONIO NETTO	592.675	2236,7%	708.324	940,7%	766.198	863,6%
FONTI DI FINANZIAMENTO	26.498	100,0%	75.301	100,0%	88.726	100,0%



Stato Patrimoniale liquidità esigibilità

	Anni		2023E		2024E		2025E	
		€'	%	€'	%	€'	%	%
Immobilizzi materiali netti		135.062	11,6%	121.132	9,6%	107.202	8,4%	
Immobilizzi immateriali netti		0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	
Immobilizzi finanziari		0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	
Immobilizzi commerciali		84.548	7,2%	84.548	6,7%	84.548	6,6%	
TOTALE ATTIVO A LUNGO		219.610	18,8%	205.680	16,3%	191.750	15,0%	
Magazzino		44.962	3,9%	90.401	7,2%	55.708	4,3%	
Liquidità differite		335.575	28,8%	333.766	26,4%	356.701	27,8%	
Liquidità immediate		566.177	48,5%	633.024	50,1%	677.473	52,9%	
TOTALE ATTIVO A BREVE		946.714	81,2%	1.057.190	83,7%	1.089.881	85,0%	
TOTALE ATTIVO		1.166.324	100,0%	1.262.870	100,0%	1.281.631	100,0%	
Patrimonio netto		592.675	50,8%	708.324	56,1%	766.198	59,8%	
Fondi per rischi e oneri		56.187	4,8%	58.594	4,6%	61.001	4,8%	
Trattamento di fine rapporto		147.475	12,6%	124.041	9,8%	100.607	7,8%	
TOTALE DEBITI A LUNGO		203.662	17,5%	182.635	14,5%	161.608	12,6%	
TOTALE DEBITI A LUNGO + PN		796.337	68,3%	890.959	70,6%	927.806	72,4%	
TOTALE DEBITI A BREVE		369.987	31,7%	371.911	29,4%	353.825	27,6%	
TOTALE PASSIVO		1.166.324	100,0%	1.262.870	100,0%	1.281.631	100,0%	





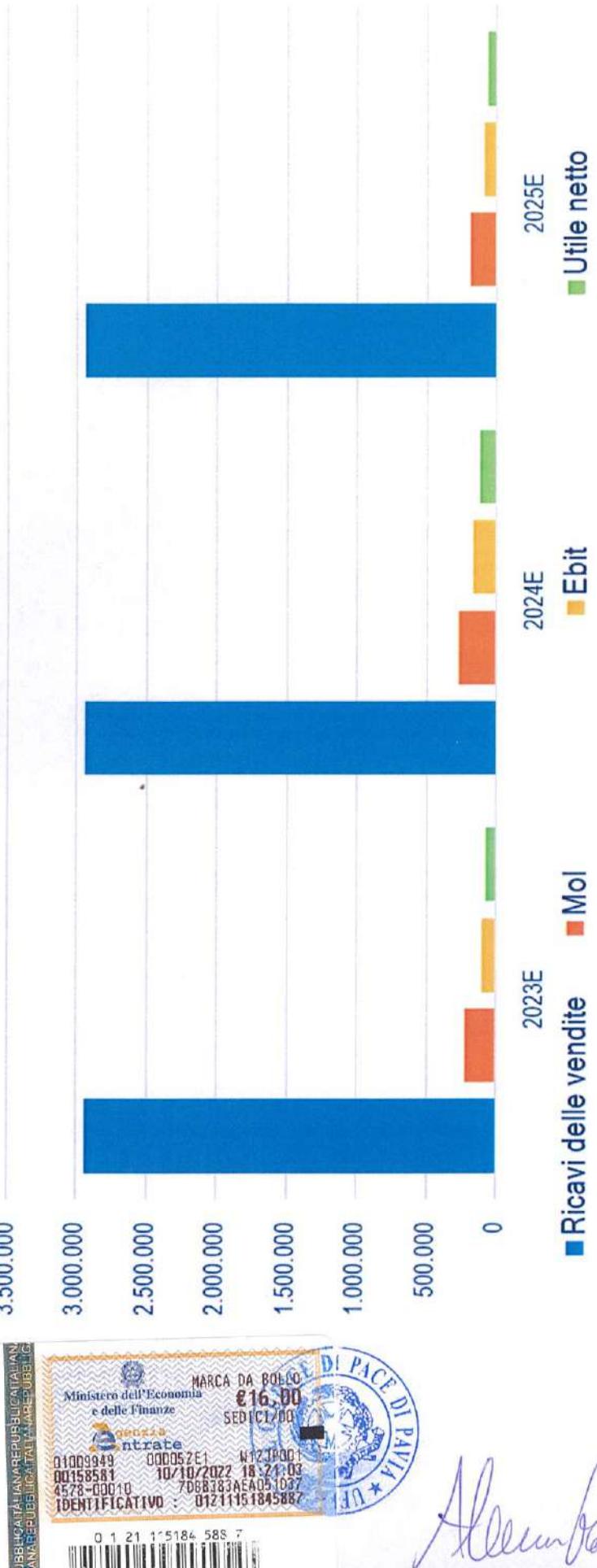
Conto Economico Riclassificato

Conto Economico a valore aggiunto

	Anni		2023E		2024E		2025E	
		€'	% ricavi	€'	% ricavi	€'	% ricavi	
(+) Ricavi dalle vendite e prestazioni		2.936.486	100,0%	2.936.486	100,0%	2.936.486	100,0%	
(+/-) Variazione delle rimanenze prodotti finiti		267	0,0%	45.439	1,5%	(34.693)	-1,2%	
(+) Altri ricavi		45.745	1,6%	45.745	1,6%	45.745	1,6%	
(+) Costi capitalizzati		0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	
Valore della produzione operativa		2.982.498	101,6%	3.027.670	103,1%	2.947.538	100,4%	
(-) Acquisti di merci		(79.705)	-2,7%	(79.705)	-2,7%	(79.705)	-2,7%	
(-) Acquisti di servizi		(1.425.907)	-48,6%	(1.425.907)	-48,6%	(1.425.907)	-48,6%	
(-) Godimento beni di terzi		(70.328)	-2,4%	(70.328)	-2,4%	(70.328)	-2,4%	
(-) Oneri diversi di gestione		(14.073)	-0,5%	(14.073)	-0,5%	(14.073)	-0,5%	
(+/-) Variazione rimanenze materie prime		0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	
Costi della produzione		(1.590.013)	-54,1%	(1.590.013)	-54,1%	(1.590.013)	-54,1%	
VALORE AGGIUNTO		1.392.485	47,4%	1.437.657	49,0%	1.357.525	46,2%	
(-) Costi del personale		(1.177.927)	-40,1%	(1.177.927)	-40,1%	(1.177.927)	-40,1%	
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)		214.558	7,3%	259.730	8,8%	179.598	6,1%	
(-) Ammortamenti		(117.713)	-4,0%	(96.840)	-3,3%	(96.840)	-3,3%	
(-) Accanton. e sval. attivo corrente		(2.407)	-0,1%	(2.407)	-0,1%	(2.407)	-0,1%	
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)		94.438	3,2%	160.483	5,5%	80.351	2,7%	
(-) Oneri finanziari		0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	
(+) Proventi finanziari		46	0,0%	46	0,0%	46	0,0%	
Saldo gestione finanziaria		46	0,0%	46	0,0%	46	0,0%	
(-) Altri costi non operativi		0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	
(+) Altri ricavi e proventi non operativi		0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	
Saldo altri ricavi e costi non operativi		0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	
RISULTATO PRIMA IMPOSTE		94.484	3,2%	160.529	5,5%	80.397	2,7%	
(-) Imposte sul reddito		(26.453)	-0,9%	(44.880)	-1,5%	(22.523)	-0,8%	
RISULTATO NETTO		68.031	2,3%	115.649	3,9%	57.874	2,0%	

Analisi principali dati economici

Anni	2023E			2024E			2025E		
	€'	change %	€'	change %	€'	change %	€'	change %	€'
Ricavi delle vendite									
Vdp	2.936.486	-	2.936.486	0,0%	2.936.486	0,0%	2.936.486	0,0%	2.936.486
Moi	2.982.498	-	3.027.570	1,5%	2.947.538	-2,6%	2.947.538	-2,6%	2.947.538
Ebit	214.558	-	259.730	21,1%	179.598	-30,9%	179.598	-30,9%	179.598
Ebit	94.438	-	160.483	69,9%	80.351	-49,9%	80.351	-49,9%	80.351
Ebit	94.484	-	160.529	69,9%	80.397	-49,9%	80.397	-49,9%	80.397
Utile netto	68.031	-	115.649	70,0%	57.874	-50,0%	57.874	-50,0%	57.874



6

Rendiconto Finanziario

Ann	2023E	2024E	2025E
	€	€	€
+/- Ebit	94.438	160.483	80.351
- Imposte figurative	(26.453)	(44.880)	(22.523)
+/- Nopat	67.985	115.603	57.828
+ Ammortamento Accantonamenti e Tfr	171.575	150.702	150.702
Flusso di cassa operativo lordo	239.560	266.305	208.530
+/- Clienti	83.263	0	0
+/- Rimanenze	(267)	(45.439)	34.693
+/- Fornitori	13.932	0	0
+/- Altre attività	59.925	1.809	(22.935)
+/- Altre passività	(154.695)	1.924	(18.086)
+/- Variazione fondi	(74.889)	(74.889)	(74.889)
Variazione CCN	(72.731)	(116.595)	(81.217)
Flusso di cassa della gestione corrente	166.829	149.711	127.313
+/- Investimenti / Disinvestimenti	(82.910)	(82.910)	(82.910)
Flusso di Cassa Operativo	83.919	66.801	44.403
+ Scudo fiscale del debito	0	0	0
+/- Proventi/Oneri straordinari	0	0	0
+/- Proventi/Oneri finanziari	46	46	46
+/- Partecipazioni e titoli	0	0	0
Flusso di Cassa al servizio del debito	83.965	66.847	44.449
+/- Utilizzo banche a breve	0	0	0
+ Accensione Mutuo	0	0	0
- Restituzione Mutuo	0	0	0
+/- Finanziamento soci	0	0	0
+/- Equity	0	0	0
- Canoni Leasing	0	0	0
+/- Altri crediti/debiti finanziari	0	0	0
Flusso di cassa per azionisti	83.965	66.847	44.449
- Dividendo distribuito	0	0	0
Flusso di cassa netto	83.965	66.847	44.449
Cumulato con cassa anno precedente	566.177	633.024	677.473

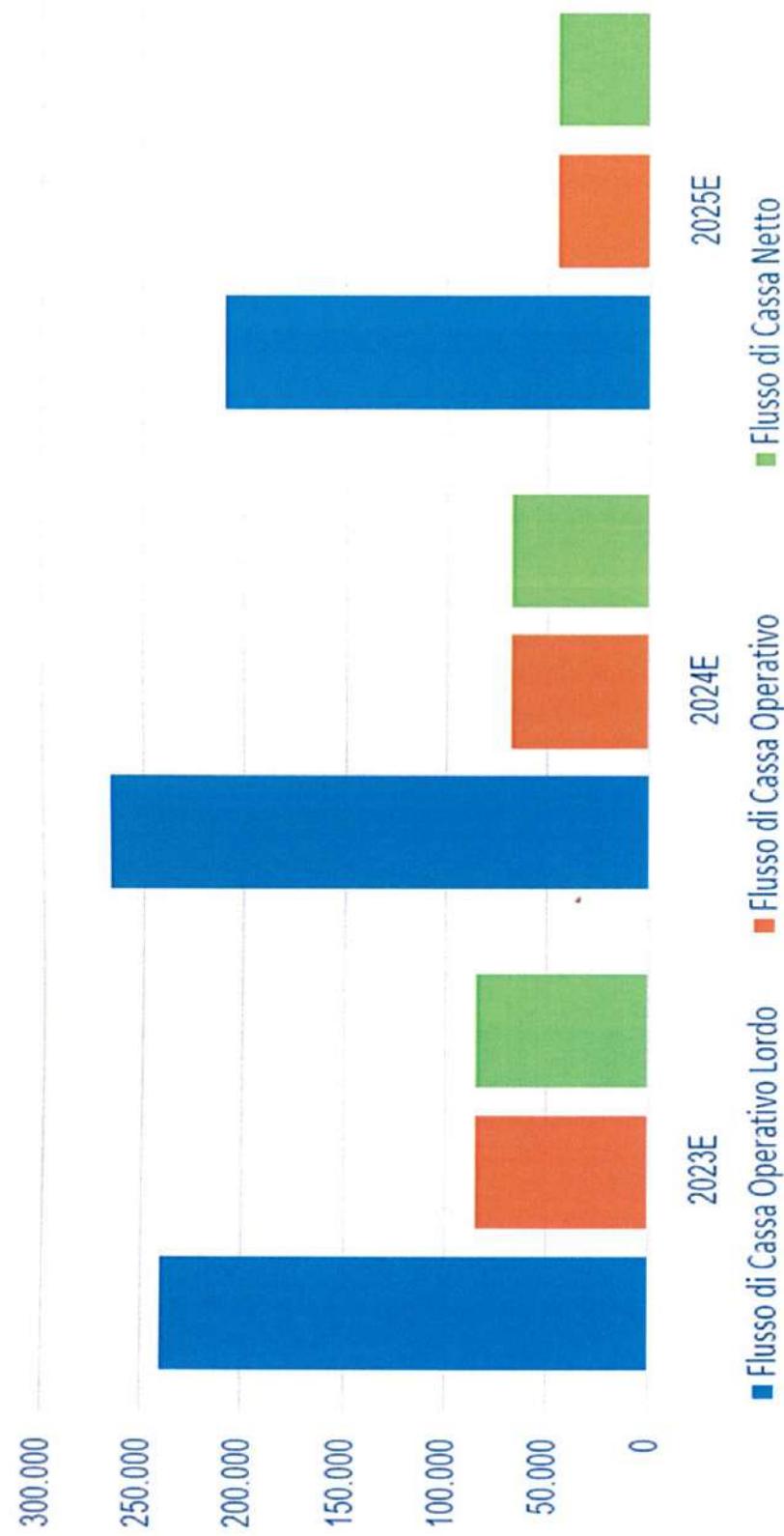
Analisi Cash flow

	2023E	2024E	2025E
	€	€	€
Flusso di cassa operativo lordo	239.560	266.305	208.530
Variazione CCN	(72.731)	(116.595)	(81.217)
Flusso di cassa della gestione corrente	166.829	149.711	127.313
Flusso di Cassa Operativo	83.919	66.801	44.403
Flusso di Cassa al servizio del debito	83.965	66.847	44.449
Flusso di cassa per azionisti	83.965	66.847	44.449
Flusso di cassa netto	83.965	66.847	44.449

Andamento Cash flow

	2023E	2024E	2025E
	%	%	%
Flusso di cassa operativo lordo	-	11,2%	-21,7%
Variazione CCN	-	-60,3%	30,3%
Flusso di cassa della gestione corrente	-	-10,3%	-15,0%
Flusso di Cassa Operativo	-	-20,4%	-33,5%
Flusso di Cassa al servizio del debito	-	-20,4%	-33,5%
Flusso di cassa per azionisti	-	-20,4%	-33,5%
Flusso di cassa netto	-	-20,4%	-33,5%

Alessandro Cesarini





Procedure operative di valutazione

Valutazione con il metodo patrimoniale

Intendendosi quantificare il valore di AZIENDA COMUNALE SERVIZI AMBIENTALI S.r.l. a socio unico con una metodologia puramente patrimoniale, occorre addivenire, come discusso in precedenza, alla stima del patrimonio netto rettificato, qui indicato con K' .

Nel caso in esame, il patrimonio netto rettificato è stato determinato con riferimento ai valori patrimoniali espressi dal bilancio al 30.06.2022.

In tal senso, i valori risultanti dal prospetto patrimoniale sopra richiamato sono stati oggetto di valutazione e ove ritenuti rappresentativi dell'effettivo valore delle attività e passività a cui si riferiscono sono stati confermati. Diversamente, nel caso in cui si siano riscontrate divergenze tra il dato contabile ed il valore corrente dell'elemento sottostante si è provveduto a rideterminarne il valore adeguandolo al valore corrente.

Si riporta di seguito il prospetto riepilogativo delle voci patrimoniali dell'Attivo e del Passivo, come da valore contabile al 30.06.2022 e come emerso a seguito della procedura di revisione.

STATO PATRIMONIALE

ATTIVO

Ultimo bilancio

30.06.2022

Rettifiche

Valore finale

30.06.2022

(+/-)

A) CRED. VERSO SOCI PER VERS. ANCORA DOVUTI

	0	0
--	---	---

B) IMMOBILIZZAZIONI

I) Immobilizzazioni immateriali:

- 1) Costi d'impianto e di ampiamento
 - 2) Costi di ricerca, sviluppo e pubblicità
 - 3) Diritti di brevetto e di uso di opere d'ingegno
 - 4) Concessioni, licenze, marchi e diritti
 - 5) Avviamento
 - 6) Immobilizzazioni in corso e acconti
 - 7) Altre
- TOTALE**

0	0	0
0	0	0
0	0	0
48		48
0	0	0
0	0	0
20.825		20.825
20.873	0	20.873

II) Immobilizzazioni materiali:

- 1) Terreni e fabbricati
 - 2) Impianti e macchinario
 - 3) Attrezzature industriali e commerciali
 - 4) Altri beni
 - 5) Immobilizzazioni in corso e acconti
- TOTALE**

0	0	0
584	2.950	3.534
9.965	20.000	29.965
138.443	152.994	291.437
0	0	0
148.992	175.944	324.936

III) Immobilizzazioni finanziarie:

1) Partecipazioni

0 0

2) Crediti:

0 0

3) Altri titoli

0 0

4) Azioni proprie

0 0

TOTALE

0 0

TOTALE B) IMMOBILIZZAZIONI

169.865 175.944 345.809

C) ATTIVO CIRCOLANTE**I) Rimanenze:**

1) Materie prime, sussidiarie, di consumo

0 0

2) Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati

0 0

3) Lavori in corso su ordinazione

0 0

4) Prodotti finiti e merci

44.695 44.695

5) Acconti

0 0

TOTALE

44.695 0 44.695

II) Crediti:

1) verso clienti

117.506 117.506

2) verso imprese controllate

0 0

3) verso imprese collegate

0 0

4) verso controllanti

269.084 269.084

4-bis) crediti tributari

68.659 -5.310 63.349

4-ter) imposte anticipate

60.096 -12.907 47.189

5) verso altri

1.946 1.946

TOTALE

517.291 -18.217 499.074

III) Attività finanziarie non immobilizzate:

0 0

IV) Disponibilità liquide:

482.212 482.212

TOTALE

482.212 0 482.212

TOTALE C) ATTIVO CIRCOLANTE

1.044.198 -18.217 1.025.981

D) RATEI E RISCONTI

46.020 46.020

TOTALE ATTIVO

1.260.083 157.727 1.417.810

PASSIVO

30.06.2022 Rettifiche 30.06.2022

(+-)

B) FONDI PER RISCHI E ONERI

53.780 -53.780 0

C) TRATT. DI FINE RAPP. DI LAV. SUBORDIN.

170.909 170.909

D) DEBITI

1) Obbligazioni

0 0

2) Obbligazioni convertibili

0 0

3) Debiti vs soci per finanziamenti

0 0

4) Debiti verso banche

0 0

5) Debiti verso altri finanziatori

0 0

6) Acconti

36 36



7) Debiti verso fornitori	292.693	654	293.347
8) Debiti rappresentati da titoli di credito	0		0
9) Debiti verso imprese controllate	0		0
10) Debiti verso imprese collegate	0		0
11) Debiti verso controllanti	0		0
12) Debiti tributari	24.999		24.999
13) Debiti verso istituti di previdenza	42.716		42.716
14) Altri debiti	150.306		150.306
TOTALE	510.750	654	511.404

E) RATEI E RISCONTI	0	0
----------------------------	---	---

TOTALE PASSIVITA'	735.439	-53.126	682.313
--------------------------	----------------	----------------	----------------

rettifica
Intangibles

K' RETTIFICATO

ATTIVITA' RETTIFICATE	€ 1.417.810
PASSIVITA' RETTIFICATE	€ 682.313

K' rettificato senza effetto fiscale	€ 735.497
---	------------------

effetto fiscale (+/-) -42.227

K' rettificato al netto dell'effetto fiscale	€ 693.270
---	------------------

Valore dell'azienda con il metodo patrimoniale

A seguito della procedura di verifica, il valore dell'Attivo rettificato si attesta su € 1.417.810, a fronte di un valore contabile di € 1.260.083.

Si è ritenuto di rettificare anche il valore contabile del Passivo. Il totale delle passività, rettificate come indicato in precedenza, risulta pertanto pari a € 682.313, a fronte di un valore da bilancio di € 735.439.

Sulla base dei valori dell'Attivo e del Passivo così determinati, è possibile calcolare per differenza il valore rettificato del Patrimonio Netto. Tale valore ricalcolato si attesta su € 693.270, al netto dell'effetto fiscale derivante dalla rettifica delle poste, pari ad Euro 42.227.

Occorre inoltre menzionare come sia stata deliberata, in data 28 aprile 2022, dall'Assemblea dei Soci di ACSA la distribuzione di un dividendo di Euro 75.900 al socio unico Comune di Cornaredo Srl, che dovrebbe essere eseguita prima della conclusione dell'operazione straordinaria che coinvolge Amga SpA. Pertanto, il valore dell'azienda determinato con il metodo patrimoniale è rettificato per tener conto della distribuzione del dividendo, in quanto deliberato. Il valore finale dell'azienda è dunque pari a

$$W = € 617.370$$

Si indicano in particolare di seguito i principali elementi posti alla base delle rettifiche eseguite.



E' stato valutato l'importo di Euro 54.891 iscritto come credito per imposte a rimborso, relativo al rimborso Ires atteso sulla base di apposita istanza presentata dalla società ai sensi del DL 201/2011. In tal senso, il sottoscritto Perito ha chiesto alla dirigenza aziendale di contattare direttamente l'Agenzia delle Entrate competente per territorio, al fine di conoscere la situazione dell'istruttoria relativa alla domanda. L'Agenzia delle Entrate, sollecitata due volte tramite Pec, ha quindi risposto all'azienda di fornire il proprio codice Iban per un accredito. Di conseguenza, si ritiene che alla data odierna il valore del credito di Euro 54.891 possa rimanere correttamente iscritto in bilancio, in quanto oggetto di probabile rimborso a breve termine. Non è stata fornita alcuna indicazione in merito all'importo effettivo del rimborso e agli interessi maturati sul credito.

Si è proceduto alla rettifica in diminuzione per Euro 114 dell'importo degli Autoveicoli speciali, appartenenti alla categoria Altri beni delle immobilizzazioni materiali, siccome è stata indicata la dismissione al 30.06.2022 di un valore inserito tra i cespiti (indicato come Spese di riparazione automezzo John Deere).

E' stato rettificato in aumento per Euro 20.000 l'importo delle Attrezzature, inserite tra le immobilizzazioni materiali nella classe Attrezzature industriali e commerciali, in quanto è stato rilevato come l'azienda mantenga tuttora una serie notevole di attrezzature in uso, il cui valore contabile è pari a zero, siccome è stato completato il processo di ammortamento, ma il cui valore di mercato è tuttora stimabile, anche se come beni usati. In tal senso, si fa esplicito riferimento al Principio Contabile n. 16 dell'OIC (Organismo Italiano di Contabilità), il quale statuisce come "La sistematicità dell'ammortamento è definita nel piano di ammortamento, che deve essere funzionale alla residua possibilità di utilizzazione dell'immobilizzazione" e che "Il valore residuo dell'immobilizzazione, inizialmente stimato nel momento della redazione del piano di ammortamento in base ai prezzi realizzabili sul mercato attraverso la cessione di immobilizzazioni simili sia per caratteristiche tecniche che per processo di utilizzazione cui sono state sottoposte, deve essere rivisto periodicamente al fine di verificare che la stima iniziale sia ancora valida." Si annota come tale valore residuo possa essere in futuro oggetto di rivalutazione ai sensi di disposizioni di legge promulgate in tal senso. In base a ricerca eseguita, è stato indicato un valore di riferimento per le valutazioni delle attrezzature: 500 Euro per le multibenne e 1.000 Euro per i container. Non si è ritenuto di procedere alla rivalutazione di una consistente serie di ulteriori attrezzature, che peraltro rimangono a disposizione dell'azienda come complesso di beni destinati all'attività propria. Le rivalutazioni delle attrezzature e degli impianti sono state confrontate con i prezzi attualmente vigenti sul mercato per beni analoghi e sono state ritenute congrue e decisamente prudenziali per la stima del loro valore usato.

Non si è proceduto alla rivalutazione degli impianti radio satellitari installati sugli automezzi e inseriti nella categoria Autoveicoli speciali delle immobilizzazioni materiali, in quanto non si ritiene che tali apparecchiature possano, allo stato attuale, avere un valore di mercato, inteso come valutazione del loro fair value.

Una trattazione particolare deve essere destinata alla rettifica riguardante gli Altri beni, con particolare riferimento agli automezzi per il trasporto di merci e agli autoveicoli speciali. In merito, si sottolinea innanzitutto che tali immobilizzazioni, in virtù di una pratica di ammortamento che non ha tenuto conto del loro valore residuo al termine del breve periodo di deprezzamento, mantengono un indubbia "residua possibilità di utilizzazione". E' stato in merito eseguito un sopralluogo presso la sede legale di Acsa Srl, con ottenimento di rilievi fotografici, al fine di constatare la situazione effettiva dei mezzi in oggetto. E' stato rilevato come tutti i veicoli siano funzionanti e regolarmente manutenuti, come confermato dalle costanti spese di manutenzione che sono state sovente inserite a incremento del valore dell'immobilizzazione nella corrispondente voce contabile. Dall'analisi del libro cespiti, è stato inoltre rilevato come alcuni automezzi

siano stati iscritti al loro valore di riscatto al termine del contratto di leasing, rappresentato solamente dal canone finale, oppure, come in alcuni casi, il valore terminale del leasing non sia nemmeno stato iscritto nel libro cespiti e conseguentemente riportato tra le immobilizzazioni, di fatto sottovalutando il valore complessivo dei cespiti stessi. A tal fine, il Perito ha acquisito dal broker assicurativo Aon SpA, che procura le polizze assicurative dei mezzi di Acsa Srl, il valore assicurato degli stessi, risultante dalle singole schede di assicurazione. Si precisa in tal senso che il valore assicurato consiste nel valore che esprime il rimborso economico che la compagnia assicurativa deve versare al cliente assicurato, nell'eventualità si verifichi il danno per cui il bene è stato coperto dalla polizza. Tale valore, in presenza di beni usati, corrisponde al valore commerciale che l'assicurazione ritiene di dover utilizzare per l'emissione della polizza. Ogni compagnia di assicurazione infatti definisce come valore assicurato l'importo che dovrà corrispondere al valore di mercato del veicolo risultante al momento della stipula del contratto. Pertanto è necessario distinguere due forme: quella per i veicoli di prima immatricolazione e quella per i veicoli usati. Per i veicoli di prima immatricolazione è di uso comune da parte delle prestare alcune garanzie (in genere furto e incendio) a valore a nuovo, intendendo per tale il prezzo di acquisto del veicolo compresi gli accessori/optional risultante dalle relative fatture di acquisto. Questa estensione può avere una massima validità temporale di 12 mesi dalla data di prima immatricolazione (disciplinata da ogni singola compagnia con proprie regole), dove, decaduto detto termine, verrà preso come riferimento il valore commerciale del veicolo. Di conseguenza, si intenderanno come "veicoli usati" tutti quei veicoli che non rientrano nel cosiddetto "valore a nuovo". Stante l'ipotesi, quindi, che il valore assicurato corrisponda al minimo valore di mercato che possa rispecchiare il fair value degli automezzi, il Perito a proceduto a valutare tramite un proprio consulente il metodo di stima del valore assicurato fornito da Aon SpA, giungendo alla conclusione che lo stesso presenta un livello di oggettività applicabile al valore di mercato residuo degli automezzi, anche qualora il loro valore contabile, sulla base delle ipotesi di ammortamento indicate, sia ridotto, ovvero si sia azzerato. Di conseguenza, si è proceduto ad annullare i valori di tutte le manutenzioni iscritte tra i cespiti delle categorie Automezzi e Autoveicoli speciali e a rettificare il valore corrente dei cespiti sulla base degli importi corrispondenti al loro valore assicurato.

E' stata eseguita anche la rettifica in aumento dei Macchinari generici ritenuti significativi, inseriti tra le immobilizzazioni materiali nella classe Impianti e macchinario, per Euro 2.950, in base allo stesso principio enunciato per le Attrezzature.

Si rileva infine, per le Immobilizzazioni materiali, come il loro valore rettificato complessivo sia pari in bilancio ad Euro 324.936, ritenuto significativo del valore residuo di tutto il complesso di beni materiali di Acsa Srl.

E' stata eseguita la rettifica in diminuzione della voce Fondo spese ODV appartenente alla macroclasse Fondi per rischi ed oneri, per Euro 10.000, in quanto si è appreso che la stessa è relativa allo stanziamento di una somma destinata a coprire i costi per l'attività dell'Organismo di Vigilanza negli anni. In particolare, il sottoscritto Perito ritiene che tale voce abbia esaurito la propria utilità e che l'impiego dell'importo stanziato non sia più certo e nemmeno probabile. Allo stesso tempo, è stato rettificato l'importo di Euro 35.000 iscritto sempre tra i Fondi per rischi ed oneri, relativo ad indennità per i dipendenti. Infine, sempre nella macroclasse Fondi per rischi ed oneri, è stato rettificato anche l'importo di Euro 8.780, riguardante un possibile contenzioso con un fornitore. Al fine di poter valutare correttamente tutte le voci iscritte nei Fondi per rischi ed oneri, il Perito ha provveduto ad ottenere dalla dirigenza aziendale attestazioni relative alle cause della loro iscrizione e alla permanenza in bilancio. Interpellato in merito, il commercialista della società Acsa Srl, Dott. Gianluca Muliari, ha evidenziato in forma scritta come "Se il riferimento sono i principi contabili i fondi non hanno ragione per rimanere iscritti in bilancio trattandosi di passività che non sono né certe né probabili. Relativamente alla voce altri fondi per oneri è relativo a una ipotetica contestazione da parte del fornitore Rainoldi risalente al 2020 e di cui ad oggi non abbiamo notizie. Peraltro anche nell'ipotesi di una

contestazione la società ha le sue ragioni da opporre. Relativamente alla voce indennità dipendenti, sebbene vi siano dipendenti che per età e mansioni potenzialmente potrebbero richiedere un uscita anticipata dal lavoro, ad oggi non mi risulta che vi siano dipendenti che si siano attivati in tal senso. L'accantonamento è datato (anno 2018) in quanto in quell'anno si era presentata la casistica ed è stato ritenuto opportuno stanziare un fondo nell'eventualità che si ripresentasse." A tal fine, il principio contabile n. 31 dell'OIC in materia di Fondi per rischi ed oneri e Tfr asserisce precisamente come "un fondo rischi e oneri non può iscriversi per: ... coprire rischi generici, in quanto non correlati a perdite o debiti con natura determinata e, pertanto, non riferibili a situazioni e condizioni che alla data del bilancio hanno originato una passività; ... rilevare passività potenziali ritenute probabili, ma il cui ammontare non può essere determinato se non in modo aleatorio ed arbitrario. Conseguentemente, la relativa perdita, ancorché probabile, non è suscettibile di alcuna stima attendibile, neanche di un importo minimo o di un intervallo di valori; ... rilevare passività potenziali ritenute possibili o remote." La dirigenza aziendale di Acsa Srl ha indicato inoltre come allo stato attuale potrebbero esserci delle maestranze che in futuro si potrebbe pensare di eliminare offrendo degli incentivi all'esodo, ma come questa eventualità non sia al momento in fase di discussione. Il Comune di Cornaredo, d'altronde, ha dichiarato come la posizione dei dipendenti, anche nell'ipotesi dell'operazione societaria straordinaria, debba poter essere garantita da una clausola sociale destinata a mantenere i livelli di occupazione. In base a tali premesse, il fondo per le indennità ai dipendenti è stato rettificato in quanto allo stato attuale non vi sono vertenze in corso e in quanto possibili decisioni in merito alla buonuscita di lavoratori potranno essere prese, sotto propria responsabilità, solo dalla nuova dirigenza aziendale che si avvicenderà al vertice dell'azienda al termine dell'operazione societaria.

E' stata eseguita la rettifica in aumento per Euro 654 dei Debiti verso fornitori, in quanto tale importo si riferisce ad un credito verso il fornitore Qui! Group, risultante fallito, con iscrizione al passivo del fallimento, che in via prudenziale si svaluta.

E' stato valutato l'importo di Euro 60.096 iscritto tra i Crediti per imposte anticipate nell'Attivo circolante. In merito, è stata ottenuta l'attestazione scritta del Dott. Muliari, il quale ha precisato che "Dell'importo accantonato al 31.12.2021, una quota (di euro 12.907) è destinata a riversarsi al 31.12.2022 con la chiusura dei fondi rischi accantonati, mentre la quota di euro 29.657 (legata alle spese di manutenzione eccedenti la quota deducibile) si riverserà nei successivi tre esercizi e potrà essere recuperata dalla società incorporante fusione. Le imposte correnti al 30.06.2022 possono essere quantificate in euro 7.640 di cui euro 5.310 per Irap e euro 2.330 per Ires. Trattasi di un conteggio teorico in quanto occorrerà poi valutare le imposte sulla base dei dati al 31.12.2022. In tale sede occorrerà poi valutare l'utilizzo o meno dei fondi rischi accantonati con i relativi effetti sia sulle imposte corrente che anticipate. E' peraltro possibile che al 31.12.2022, con il riversamento delle imposte anticipate, si possano annullare completamente le imposte correnti e possa emergere una perdita fiscale che a sua volta genererà imposte anticipate che potranno poi essere recuperate dalla società incorporante dopo la fusione." Si è quindi proceduto, sulla base degli elementi contabili specifici forniti dal Dott. Muliari, a rettificare i crediti per imposte anticipate relative ai Fondi Rischi, per Euro 12.907. Si precisa che il bilancio intermedio al 30.06.2022 utilizzato per la valutazione di stima con il metodo patrimoniale non indica oneri fiscali derivanti da imposte sui redditi. Il Principio Contabile n. 30 dell'OIC, d'altronde, precisa come sia corretto "applicare integralmente il concetto di autonomia del bilancio intermedio e dunque stimare il carico fiscale ed il conseguente fondo per imposte come se esse dovessero veramente essere liquidate in base all'utile lordo di fine periodo; in questo caso si apportano le relative rettifiche fiscali, simulando una vera e propria dichiarazione dei redditi per il periodo intermedio". Vista l'incidenza presentata dalle spese di manutenzione nell'ambito delle imposte anticipate, si ritiene che, ai fini



Ires, non si producano valori imponibili al 30.06.2022. Si esegue quindi una rettifica relativa all'incidenza del costo dell'Irap, riducendo il relativo credito per acconti versati nella misura di Euro 5.310.

Si rileva, tra le poste del Patrimonio netto, come l'importo della Riserva legale sia pari ad Euro 72.422 al 30.06.2022, ovvero ecceda il limite del 20% (pari a 40.000 Euro) del Capitale sociale di Euro 200.000. A proposito, l'articolo 2430 del codice civile prescrive che ““Dagli utili netti annuali deve essere dedotta una somma corrispondente almeno alla ventesima parte di essi per costituire una riserva, fino a che questa non abbia raggiunto il quinto del capitale sociale. La riserva deve essere reintegrata a norma del comma precedente se viene diminuita per qualsiasi ragione. Sono salve le disposizioni delle leggi speciali”. In tal senso, parte della dottrina spiega come la disposizione, pertanto, permetta anche che siano accantonate quote superiori a quella minima prevista, al fine di accelerare l'accumulazione. Rimane peraltro fermo che il limite massimo della riserva, sottoposto al vincolo della indisponibilità, è costituito dal quinto del capitale oltre il quale l'accantonamento perde la sua qualifica di riserva legale per assumere la natura di riserva volontaria.



Valutazione con i metodi reddituali

Determinazione del reddito medio atteso

Il reddito atteso è pari all'utile ottenuto dall'azienda nel primo anno del piano previsionale (2023).

Reddito medio atteso

€ 68.031

Determinazione del costo del capitale (Ke)

Tasso Free risk (Rf)	1,80%
Equity Risk Premium (ERP)	6,42%
Debito (D)	
Beta Unlevered (Bu)	0,86
Scelta del Beta	Beta unlevered
Beta Levered (Bl)	
Ke scelto per scontare redditi	Anno 2022
Costo del Capitale Proprio (Ke)	7,34% Ke = Rf + Bu*ERP = 1,80% + 0,86*6,42% = 7,34%

Il Ke scelto verrà impiegato per attualizzare i redditi attesi nel Metodo della rendita perpetua.

Metodo della Rendita Perpetua

Reddito medio periodo (R)	68.031
Costo del Capitale Proprio (Ke)	7,34%

Ipotizzando che il reddito si mantenga costante all'infinito, il valore attuale dei redditi attesi è dato semplicemente dal rapporto tra il reddito annuo ed il tasso di attualizzazione (Ke).

$$W = R/Ke \quad € 927.216$$

$$W = R/Ke = 68.031/7,34\% = 927.216$$



Valutazione con il metodo misto patrimoniale-reddituale

Il Metodo misto tiene conto sia del patrimonio sia della capacità reddituale attesa dell'azienda. La tecnica adoperata è detta Stima Autonoma dell'Avviamento e prevede che il valore dell'azienda sia ottenuto sommando il valore del Patrimonio Netto con il valore attuale dei flussi di sovrareddito. Il sovrareddito esprime quella componente del reddito che eccede il rendimento atteso del Patrimonio Netto (Ke^*K').

La componente patrimoniale della valutazione si basa sul valore rettificato del Patrimonio Netto, come emerso dal Metodo Patrimoniale.

Reddito (Utile netto)	68.031	Reddito medio atteso nel periodo
K'	617.370	Valore del Patrimonio Netto rettificato
Costo del Capitale Proprio (Ke)	7,34%	Tasso di attualizzazione del sovrareddito
n	5	Numero di anni nel periodo di valutazione preso in considerazione

Da un punto di vista reddituale la valutazione si basa sull'ipotesi che l'azienda sia in grado di produrre un reddito annuo costante e pari ad € 68.031 per 5 anni a partire dal 2023 e fino al 2027.

$$W = K' + (R - Ke^*K') * a_{\bar{n}}(n, Ke) = \text{€ 709.748}$$

$$W = K' + (R - Ke^*K') * a_{\bar{n}}(n, Ke) = K' + (R - Ke^*K') * [1 - 1/(1 + Ke)^n]/Ke = 617.370 + (68.031 - 7,34\% * 617.370) * [1 - 1/(1 + 7,34\%)^5]/7,34\% = 709.748$$



Valutazione con il metodo finanziario

Una volta sviluppato il piano finanziario previsionale, come indicato, in base ai valori medi dei tre esercizi precedenti, che conduce alla determinazione dei flussi di cassa attesi, l'applicazione del metodo del *Discounted Cash-flow* richiede essenzialmente il calcolo del tasso di attualizzazione da impiegare per scontare i flussi finanziari e pervenire, quindi, al valore dell'azienda. Come si è discusso alla relativa sezione, tale tasso deve esprimere la remunerazione attesa sia dagli azionisti che dai finanziatori di capitale di debito e si identifica con il *WACC*.

Parametri per calcolo WACC

Poiché il WACC esprime la media tra i rendimenti attesi del capitale proprio e del capitale di terzi, ponderata in relazione al rapporto che sussiste tra le due componenti, la struttura finanziaria previsionale ne influenza il calcolo e conduce, in generale, a differenti valori del WACC in ciascuno degli anni di previsione.

Ai fini della stima del costo del capitale proprio, si considera un tasso degli investimenti privi di rischio pari a 1,80%, un premio di mercato per il rischio pari a 6,42% e un coefficiente beta unlevered di 0,86. In relazione alla stima del costo del capitale di debito, si assume che l'azienda sia in grado di finanziarsi ad un tasso dell'1,50% che, considerato al netto dell'effetto fiscale, per il quale si assume un'aliquota del 24,00%, risulta pari a 1,14%.

Tasso Free Risk netto (Rf)	1,80%
Equity Risk Premium (ERP)	6,42%
Beta Unlevered (Bu)	0,86
Costo del debito (Kd)	1,50%
Scelta del Beta	Beta unlevered
Debito (D)	Pfn

Si riporta di seguito l'andamento del WACC nei 3 anni del piano previsionale ed i relativi parametri che ne influenzano il calcolo. Si noti come l'aver considerato il beta unlevered per il calcolo del Ke renda quest'ultimo parametro indipendente dalla struttura di finanziamento dell'azienda e costante per tutti gli anni di previsione.



WACC	2022	2023E	2024E	2025E
Posizione Finanziaria Netta (D)	(482.212)	(566.177)	(633.024)	(677.473)
Equity (E)	524.644	592.675	708.324	766.198
D/(D + E)	0,00	0,00	0,00	0,00
E/(D + E)	\$(18.2.23}	1,00	1,00	1,00
Beta Unlevered	0,86	0,86	0,86	0,86
D/E	0,00	0,00	0,00	0,00
Costo del Capitale Proprio (Ke)	7,34%	7,34%	7,34%	7,34%
Kd*(1 - t)	1,14%	1,14%	1,14%	1,14%
Aliquota IRES	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Andamento puntuale WACC	7,34%	7,34%	7,34%	7,34%

Si è ritenuto, in definitiva, di tenere in considerazione l'andamento del WACC nel corso del periodo di previsione e di attualizzare ciascun flusso finanziario al relativo tasso, calcolato in funzione dei parametri specifici di quell'anno.

Si riporta il dettaglio del calcolo del WACC con riferimento all'anno 2023.

Dettaglio calcolo WACC anno 2023

Beta unlevered (Bu)	0,86
Ke	7,34% Ke = Rf + Bu*ERP = 1,80% + 0,86*6,42% = 7,34%
Kd*(1 - t)	1,14% Kd*(1 - t) = 1,50%*(1 - 24,0%) = 1,14%
D/(D + E)	0,00 D/(D + E) = 0/(0 + 592.675) = 0,00
E/(D + E)	1,00 E/(D + E) = 592.675/(0 + 592.675) = 1,00
WACC	7,34% WACC = kd*(1 - t)*D/(D + E) + Ke*E/(D + E) = 1,50%*(1 - 24,0%)*0,00 + 7,34%*1,00 = 7,34%

Il flusso finanziario considerato ai fini della valutazione è il Flusso di Cassa Operativo, la cui procedura di calcolo, già esposta nel rendiconto finanziario previsionale, si richiama di seguito, evidenziando gli elementi che concorrono alla sua formazione a partire dal reddito operativo (Ebit).

Flussi di Cassa Operativi (FCO)	2023E	2024E	2025E
Ebit	94.438	160.483	80.351
- Imposte figurative	(26.453)	(44.880)	(22.523)
NOPAT	67.985	115.603	57.828
+ Ammortamenti, accantonamenti e TFR	171.575	150.702	150.702
+/- Variazioni del circolante	(72.731)	(116.595)	(81.217)
+/- Investimenti/disinvestimenti	(82.910)	(82.910)	(82.910)
Flusso di Cassa Operativo (FCO)	83.919	66.801	44.403
WACC	7,34%	7,34%	7,34%
Fattore di attualizzazione	0,93	0,87	0,81
Flusso di Cassa Operativo attualizzato	78.183	57.969	35.899

Si assume, infine, che oltre l'orizzonte di 3 anni di previsione esplicita, i flussi di cassa si mantengano costanti e pari al valore del 2025. Tale ipotesi confluiscce nel calcolo del cosiddetto Terminal Value, che risulta pari ad € 605.184.

Valore azienda

CAPITALE OPERATIVO INVESTITO NETTO = VAN + TV ATTUALIZZATO =	627.881
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA (PFN) anno 2022 =	(482.212)
SURPLUS ASSET (SA) * =	0

$$\text{VALORE AZIENDA} = \text{CAPITALE OPERATIVO - PFN + SA} = \quad \text{€ 1.110.093}$$

* I Surplus Asset sono assimilabili, ad esempio, a partecipazioni societarie non operative, immobili civili, etc

Il valore attuale dei flussi di cassa previsionali, comprensivo del valore attuale del Terminal Value, risulta pari a € 627.881. Ai fini della valutazione dell'azienda, tale contributo, interpretabile come il valore del capitale investito netto operativo all'anno 2022 va corretto tenendo conto dell'indebitamento netto dell'azienda (Pfn) e di eventuali attività non operative. In particolar modo, la posizione finanziaria netta va sottratta al capitale investito mentre il termine di Surplus Asset va sommato per determinare il valore totale dell'azienda. Sulla base di tali considerazioni si stima che il valore dell'azienda sia pari a 1.110.093. Si riportano in tabella i valori della posizione finanziaria netta e del Surplus Asset.

Valutazione con il Metodo EVA

ROIC = NOPAT / Capitale Investito

	2023E	2024E	2025E
NOPAT	67.985	115.603	57.828
Capitale investito	592.675	708.324	766.198
ROIC	11,5%	16,3%	7,5%
WACC	7,34%	7,34%	7,34%
EVA	24.500	63.633	1.611
EVA attualizzati	22.825	55.220	1.303

EVA Terminal Value

Fattore di crescita (g)	0,0%
EVA TV	21.961

Valore dell'azienda

Valore attuale EVA anni di previsione esplicita	79.348
EVA terminal value attualizzato	16.541
Capitale investito anno 2022	524.644
Posizione finanziaria netta anno 2022	-482.212
Altre attività non operative anno 2022	0
Aumento di capitale	0
Dividendo	0

W | € 1.102.745



Conclusioni

Nel presente lavoro si è provveduto a quantificare il valore del capitale economico dell'azienda AZIENDA COMUNALE SERVIZI AMBIENTALI S.r.l. a socio unico attraverso l'impiego di diverse tecniche analitiche, ciascuna differente in quanto a metodologie adottate e risultati, seppur basate su un medesimo scenario di cui si è data illustrazione in precedenza.

Di seguito si riporta il prospetto riepilogativo dei risultati ottenuti con i diversi metodi.

VALUTAZIONE DELL'AZIENDA AZIENDA COMUNALE SERVIZI AMBIENTALI S.r.l. a socio unico

METODO	VALORE [€]
Patrimoniale	€ 617.370
Metodo finanziario (DCF)	€ 1.110.093
Metodo della rendita perpetua	€ 927.216
Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale	€ 709.748
Metodo EVA	€ 1.102.745

In base al metodo di valutazione scelto, coincidente con il Metodo Patrimoniale, si conclude che il valore dell'azienda è pari ad Euro

$$W = € 617.370$$

Tale valore tiene conto del dividendo deliberato dall'Assemblea di ACSA a favore del Comune di Cornaredo, pari a euro 75.900, che verrà pagato nel corso del secondo semestre 2022, che riduce il patrimonio netto rettificato pari ad Euro 693.270.

Torre d'Isola, lì 10.10.2022

In fede, Dott. Alessandro Ceresa



RG 1678/22

GIUDICE DI PACE DI PAVIA

Verbale di giuramento di perizia

In data 13.10.2022, nella sede del Giudice di Pace di PAVIA, avanti al sottoscritto Funzionario Giudiziario, è personalmente comparso il signor ALESSANDRO CERESA, identificato con documento CARTA DI IDENTITA' n° AS 1194666 rilasciato da COMUNE DI TORRE D'ISOLA in data 14.09.2013, il quale dichiara di essere iscritto all'Albo dei CTU e/o all'Albo dei Periti del Tribunale di PAVIA, ovvero all'ordine professionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di PAVIA al n° 1036A.

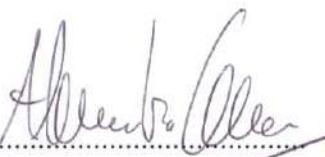
Esibisce la perizia da lui effettuata in data 10.10.2022 e chiede di poterla giurare ai sensi di legge.

Ammonito ai sensi dell'art. 193 c.p.c. e dell'art. 483 c.p. il comparente presta il giuramento ripetendo le parole: "**giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni e di non aver avuto altro scopo che quello di far conoscere la verità**".

Si raccoglie il presente giuramento di perizia stragiudiziale per gli usi consentiti dalla legge.

Letto, confermato e sottoscritto

IL PERITO


.....

IL FUNZIONARIO GIUDIZIARIO



IL FUNZIONARIO GIUDIZIARIO
Dott.ssa Anna FILIPPONE


PAVIA, li 13.10.2022

Nota Bene: L'Ufficio non assume alcuna responsabilità per quanto riguarda il contenuto della perizia asseverata con il giuramento di cui sopra.