Aggiornamento alla data del 30.06.2016
della valutazione della Società predisposta al
31.12.2010

ALISEA S.P.A.

AZIENDA LITORANEA SERVIZI AMBIENTALI

Sede Legale: 30016 Jesolo (VE) - Via Cà Silis n. 16
Registro Imprese di Venezia/C.F./P.IVA: 03216770275
Capitale Sociale Euro 415.000,00= i.v.
Società soggetta all'attività
di direzione e coordinamento di Veritas S.p.A.

Il sottoscritto

Andrea Fabris, dottore commercialista, domiciliato in Vazzola (TV), Borgo Malanotte n. 27/1, nato a Gorizia il 27.07.1968, Cod. Fisc. FBR NDR 68L27 E098I, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Treviso al n. A 0886, iscritto al Registro dei Revisori Contabili con D.M. 23.07.2002 Pubblicato nella G.U. n. 60 IV serie speciale, ha ricevuto incarico dalla società:

ALISEA - AZIENDA LITORANEA SERVIZI AMBIENTALI S.P.A., con sede in Jesolo (VE), Via Cà Silis 16, iscritta al n. 03216770275 del Registro delle Imprese di Venezia, C.F. e P.IVA.: 03216770275 (d'ora in avanti più semplicemente Alisea)

di aggiornare alla data del 30.06.2016 la stima, precedentemente resa dal Dott. Giovanni Manzan, del valore del capitale economico della Società al 31.12.2010 e quindi delle azioni rappresentative dello stesso.

Lo scrivente, in adempimento all'incarico conferito, esaminati gli atti, effettuati gli accertamenti, le ispezioni e le indagini ritenuti necessari, presa visione ed esaminati i dati contabili ed extracontabili relativi alla società

ESPONE

le risultanze della valutazione peritale riferita alla data del 30 giugno 2016 che, ai fini di una organica esposizione ed illustrazione, viene così suddivisa:

CAPITOLO 1: NOTE INTRODUTTIVE	***Pag.***	***3***
1.1 NATURA E FINALITA' DELL'INCARICO	***Pag.***	***3***
1.2 PROFILO DELLA SOCIETÀ	***Pag.***	***3***
1.3 COMPAGINE ED ORGANI SOCIALI	***Pag.***	***5***
1.4 SETTORE DI RIFERIMENTO	***Pag.***	***6***
1.5 ANALISI FONDAMENTALE	***Pag.***	***6***
CAPITOLO 2: CRITERI DI VALUTAZIONE	***Pag.***	***8***
2.1. PREZZI, VALORI, VALUTAZIONI	***Pag.***	***8***
2.2 DESCRIZIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE	***Pag.***	***8***
CAPITOLO 3: SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE	***Pag.***	***14***
3.1 LE ESPRESSIONI DEL VALORE	***Pag.***	***14***
3.2 FINALITÀ DELLA STIMA	***Pag.***	***14***
3.3 CONSIDERAZIONI SULLA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE	***Pag.***	***14***
CAPITOLO 4: VALUTAZIONE DI ALISEA S.P.A.	***Pag.***	***15***
4.1. IPOTESI ED ASSUNZIONI	***Pag.***	***15***
4.2. INFORMAZIONI E DOCUMENTI UTILIZZATI	***Pag.***	***15***
4.3. OPERAZIONI ESEGUITE	***Pag.***	***16***
4.4. VAUTAZIONE DELLA SOCIETA' IN BASE AL METODO PRESCELTO	***Pag.***	***17***

4.5. METODI DI CONTROLLO *Pag. 18*

CAPITOLO 5: RISULTATO FINALE DELLA VALUTAZIONE E CONCLUSIONI *Pag. 18*

CAPITOLO 1 - NOTE INTRODUTTIVE

1.1 NATURA E FINALITA' DELL'INCARICO

La presente relazione viene redatta al fine di fornire elementi utili alla determinazione di un prezzo per la vendita di un pacchetto azionario relativo al capitale di Alisea; al riguardo si evidenzia che non è stata presa in considerazione l'eventuale composizione del suddetto pacchetto azionario per cui non è stato individuato alcun "premio di maggioranza" o "sconto di minoranza".

Ai fini della presente analisi sono stati assunti i dati consuntivi e prospettici messi a disposizione dalla Direzione Amministrativa di Alisea. Tali dati non sono stati oggetto di specifiche procedure di revisione da parte dello scrivente, che si è limitato a svolgere su di essi un esame di congruità e di ragionevolezza.

1.2 PROFILO DELLA SOCIETA'

Alisea è stata costituita in data 11 aprile 2000 con lo scopo di progettare e gestire i servizi di raccolta e smaltimento rifiuti per il Comune di Jesolo e, successivamente, ha esteso la propria attività dapprima nei Comuni di Eraclea, Torre di Mosto e Ceggia ed in seguito anche nei Comuni di Fossalta di Piave, Musile di Piave e Noventa di Piave.

La società ha durata fino alla data del 31/12/2050.

Alisea si occupa della gestione del ciclo integrato di igiene ambientale, eseguendo la raccolta e lo smaltimento dei rifiuti in un ampio bacino di utenza, al quale si aggiungono le presenze turistiche che fanno capo al comprensorio della fascia litoranea.

La Società, dalla fine del 2011, è entrata a far parte del Gruppo Veritas, la prima multiutility del Veneto per dimensioni e fatturato; l'ingresso nel suddetto gruppo ha comportato una crescente integrazione di Alisea con le diverse Società che ne fanno parte, con la creazione di importanti sinergie che hanno consentito una sempre più efficiente allocazione delle risorse, attesa la specializzazione di alcune società nell'erogazione di servizi tecnici od amministrativi al servizio del gruppo.

A partire dal 2014, la Società ha svolto il servizio di igiene ambientale per conto della Società Capogruppo, titolare degli affidamenti, anche nel territorio del Comune di Cavallino-Treporti e, successivamente, dal 2015 anche nel territorio del Comune di San Donà di Piave.

La mission aziendale pone particolare attenzione ed enfasi alla tutela del territorio e dell'ambiente.

Il servizio reso nel territorio dei Comuni compresi nella fascia litoranea, in aree a forte vocazione turistica, presenta una marcata stagionalità e rappresenta una sfida a cui la Società ha risposto adottando modalità operative ed organizzative coerenti con la mission aziendale.

Pur in un settore che può essere definito "tradizionale", la Società si pone il costante obbiettivo di ridefinire e migliorare costantemente la propria struttura organizzativa, per rispondere alla crescente sensibilità ambientale dell'utenza e ad un sistema normativo e giuridico in continua evoluzione.

Gli obbiettivi aziendali sono perseguiti anche tramite il riconoscimento e successivo mantenimento della Certificazione del Sistema di Gestione integrato Qualità e Ambiente, secondo le norme UNI EN ISO 9001:2008 e 14001:2004, ottenuta nel 2014.

La circostanza che la Società (direttamente od indirettamente) sia interamente di proprietà pubblica impone il rispetto di alcuni principi considerati prioritari per i servizi pubblici quali:

- eguaglianza, intesa come erogazione del servizi alle medesime condizioni, senza distinzioni territoriali e per categoria di utenti;
- efficacia ed efficienza, intese quali modalità di erogazioni dei servizi in un contesto di compatibilità economica e di miglioramento continuo della qualità del servizio offerto;

- trasparenza e accessibilità, funzionali all'adozione di procedure amministrative semplici e chiare, volte ad assicurare la massima fruibilità dei servizi.

La mission aziendale e la particolare attenzione volta alle tematiche ambientali si concretizzano in campagne di informazione e sensibilizzazione dell'utenza.

La Società, nell'ottica di adottare la massima trasparenza in relazione al proprio operato, ha posto in essere tutti i presidi di legge per prevenire eventuali comportamenti lesivi da parte di figure apicali che agiscono per suo nome ed in particolare ha adottato un Modello di organizzazione, gestione e controllo conforme ai requisiti del D.Lgs. 231/2001 nonché il Piano Triennale di Prevenzione della Corruzione ed il Piano Triennale per la Trasparenza e l'Integrità, organizzando adeguati sistemi di audit interno.

Risultano altresì attivate tutte le misure di sicurezza per la protezione dei dati personali e per la sicurezza sui luoghi di lavoro.

L'attività della Società, pur articolandosi in una pluralità di ambiti, è riconducibile a due macroclassi: **la raccolta differenziata dei rifiuti** e **la gestione dell'impianto di smaltimento**.

Per quanto concerne la raccolta, il territorio servito comprende un'estensione territoriale di circa 470 Kmq, e gli ultimi dati confermano la presenza di circa 130.000 abitanti.

Come già evidenziato nelle brevi note che precedono, alle utenze riconducibili alla popolazione residente devono essere sommate le utenze riconducibili ai non residenti, per i Comuni a vocazione turistica, e le utenze non domestiche, che comprendono attività industriali, artigianali, alberghiere e, soprattutto commerciali.

Il servizio di raccolta dei rifiuti viene svolto sia con il sistema domiciliare "porta a porta", sia con il sistema a cassonetto stradale di prossimità; in entrambe le tipologie di erogazione del servizio, viene data ampia enfasi alla c.d. "raccolta differenziata", sia attraverso diverse tipologie di contenitori consegnati all'utenza, sia per il tramite di cassonetti stradali dedicati alle diverse tipologie di rifiuto (tipicamente carta, VPA, umido e secco indifferenziato non riciclabile). Sono stati istituiti altresì servizi dedicati per la raccolta ingombranti, verde e ramaglie.

Alisea gestisce inoltre gli Ecocentri, aree attrezzate dove è possibile conferire i materiali che non possono essere smaltiti tramite il normale sistema di raccolta.

La Società si occupa dello spazzamento strade e manutenzione cestini, con frequenze di passaggio concordate con i Comuni e comunque in linea con le già segnalate esigenze dei territori a vocazione turistica; nei Comuni litoranei, la Società si occupa inoltre della raccolta del rifiuto spiaggiato.

La Società esercita ulteriori attività accessorie, quali servizi di disinfestazione e raccolta di toner e cartucce esausti.

La circostanza che vi siano ambiti territoriali differenti per composizione e stagionalità dell'utenza (l'ovvio riferimento va comuni a vocazione turistica) ha comportato la necessità di organizzare differenti modalità di esecuzione della raccolta: la Società ha risposto sempre in maniera puntuale alle facilmente immaginabili difficoltà gestionali ed operative, come testimoniato dai rapporti di customer satisfaction.

L'attività di raccolta e smaltimento RSU, nel corso degli ultimi anni, si è concretamente avvantaggiata delle sinergie venutesi a creare grazie all'ingresso di Alisea nel gruppo Veritas. Le economie di scala, il recepimento degli standard della capogruppo e la riorganizzazione dei servizi hanno comportato un incremento dell'efficienza sia da un punto di vista "qualitativo", sia da un punto di vista meramente "economico".

L'attività di raccolta e smaltimento RSU abbraccia l'intero ciclo integrato dei rifiuti, prevedendo per quattro dei Comuni appartenenti al territorio servito dalla Società anche la gestione dei documenti di addebito nei confronti dell'utenza e degli incassi.

La tassa sui rifiuti (TARI) viene determinata assicurando la copertura integrale dei costi, incluso il costo opportunità calcolato sull'impiego del capitale proprio, ed assicura pertanto una gestione economica positiva, come peraltro dimostrato dall'analisi storica dei diversi conti economici. Anche i potenziali rischi cui è soggetta Alisea sono attentamente presidiati con lo stanziamento di appositi fondi rischi/svalutazione.

La misura dei risultati conseguiti e, ragionevolmente, di quelli attesi, non assume valori assoluti particolarmente significativi, posto che la Società non è vocata alla massimizzazione dei profitti, ma alla realizzazione di servizi sempre migliori da un punto di vista qualitativo contenendo, per quanto possibile, le tariffe applicate all'utenza, seppur in un quadro di compatibilità economica. Appare pertanto ragionevole ipotizzare che, anche in futuro, il ramo d'azienda avente ad oggetto i servizi di raccolta e smaltimento RSU sarà in grado di generare flussi di cassa positivi.

Il secondo ramo di attività esercitato da Alisea riguarda la Gestione dell'Impianto di Smaltimento relativo alla discarica per rifiuti urbani e rifiuti speciali non pericolosi di Piave Nuovo, riferimento dell'intera Provincia di Venezia.
Presso la discarica è operativo un impianto di captazione e valorizzazione del biogas prodotto dai rifiuti che permette di trasformarlo in energia elettrica, mentre l'impianto di trattamento del percolato, sito anch'esso in discarica, può ormai essere considerato a fine vita, posto che risulta ormai economicamente più conveniente trattare il percolato emunto dalla discarica presso altri impianti, alla luce anche delle difficoltà operative connesse alla variabilità dei flussi da trattare, correlati alle precipitazioni meteoriche (al riguardo viene segnalato peraltro che i programmati lavori di copertura di alcuni settori della discarica ridurranno di fatto i volumi di percolato).
L'impianto di valorizzazione del biogas è attivo dal 2012 e, come indicato nella relazione sulla gestione che accompagna il bilancio chiuso al 31.12.2015, la relativa produzione di energia, per fattori tecnici contingenti, è diminuita rispetto agli esercizi precedenti, attestandosi ad un valore di Euro 130.000 circa.
Con riferimento al suddetto impianto, si evidenzia che Alisea ha presentato ricorso avanti il TAR del Lazio, competente per materia, in relazione alla tariffa per la produzione elettrica riconosciuta dal GSE alla Società, significativamente inferiore rispetto a quanto ritenuto corretto ed al riguardo, ad oggi, non sono ancora noti gli esiti del giudizio.
La gestione dell'impianto di smaltimento presenta alcune problematiche, connesse con la circostanza che le quantità conferite sono in costante diminuzione; in particolare sono in decremento gli ingressi di RSU indifferenziati, parzialmente compensati dagli smaltimenti di RSA (sovvalli del trattamento degli RSU) provenienti dagli impianti di recupero di altre Società del Gruppo Veritas; tale circostanza si rivela particolarmente onerosa per Alisea, posto che sugli RSA si applica una Tariffa di smaltimento di 89,51 €/ton, contro la Tariffa prevista per lo smaltimento degli RSU pari a 132,19 €/ton.
I fattori che hanno portato alla ulteriore diminuzione dei conferimenti di RSU sono di carattere amministrativo e socio-economici, questi ultimi connessi al perdurare della crisi economica che limita i consumi e quindi la produzione di rifiuti ed alla sempre maggiore coscienza ambientale dell'utenza, che si riverbera in una crescente diffusione ed efficacia della raccolta differenziata.
Tale scenario ha imposto alla Società di ricercare soluzioni che consentano la gestione dell'impianto in un equilibrio economico, efficientando le risorse dedicate, in primis il personale, e di condividere con gli Enti preposti possibili variazioni dell'autorizzazione in essere, che consentano l'applicazione di una tariffa superiore a quella provvisoriamente autorizzata, oltreché criteri di realizzazione delle opere prescritte alternativi rispetto a quelle stabilite dall'Ente Provinciale, per contenere al massimo i relativi costi.
E' stata ridefinita con il Comune di Jesolo la durata della concessione avente ad oggetto l'impianto di smaltimento, allungata per tenere in considerazione le minori quantità in entrata e quindi il più lungo periodo di esaurimento; tale circostanza ha comportato un adeguamento economico, rendendo il canone più compatibile con l'esercizio dell'impianto.
Visto quanto precede, si ritiene che, ragionevolmente, le azioni che la Società ha intrapreso e che è in procinto di intraprendere potranno consentire una gestione dell'impianto remunerativa, come evidenziato nel conto economico previsionale predisposto dalla Società in relazione al ramo d'azienda di cui trattasi, ed appare pertanto ragionevole ipotizzare che, anche in futuro, il ramo d'azienda avente ad oggetto la Società sarà in grado di generare flussi di cassa positivi.

1.3 COMPAGINE ED ORGANI SOCIALI

Alisea è una società per azioni detenuta (direttamente od indirettamente) da Enti pubblici ovvero una società strumentale ai sensi dell'art. 113 comma 5 lett. c del T.U.E.L. n. 267/2000, sulla quale i soci esercitano un controllo analogo a quello esercitato sui propri servizi e che svolge prevalentemente la propria attività per i Comuni che ne detengono il Capitale Sociale. Alisea non è pertanto una società vocata alla realizzazione di profitti, atteso che, come evidenziato, è considerato prioritario il perseguimento di obbiettivi più propriamente di natura pubblica, quali l'economicità del servizio e la tutela ambientale.
Il capitale sociale interamente sottoscritto e versato è pari ad Euro 415.000,00= formato da n. 83.000 azioni del valore nominale di Euro 5,00= cadauna e risulta dalla seguente tabella:

NOMINATIVO SOCIO	NR. AZIONI	VALORE NOMINALE	% DI PARTECIPAZIONE
VERITAS Spa	62.120	310.600,00	74,84%
Comune di Jesolo	18.588	92.940,00	22,40%
Comune di Eraclea	830	4.150,00	1,00%
Comune di Ceggia	664	3.320,00	0,80%
Comune di Torre di Mosto	498	2.490,00	0,60%
Comune di Fossalta di Piave	100	500,00	0,12%
Comune di Musile di Piave	100	500,00	0,12%
Comune di Noventa di Piave	100	500,00	0,12%
TOTALE	**83.000**	**415.000,00**	**100,00%**

L'amministrazione della Società è attualmente affidata ad un Consiglio di Amministrazione formato da tre membri, nominato in data 3 maggio 2016, composto come segue:

- Dalla Mora Gianni, Presidente;
- Da Villa Giuliana, Consigliere;
- Vigani Alberto Antonio, Consigliere (nominato in data 7 luglio 2016, per la mancata accettazione della carica da parte del soggetto nominato nel corso dell'assemblea del 3 maggio 2016).

L'organo di controllo della Società è rappresentato dal Collegio Sindacale così composto:

- Giacomini Simonetta, Presidente;
- Biancotto Ivo, Sindaco effettivo;
- Perissinotto Alessandro, Sindaco effettivo.

1.4 SETTORE DI RIFERIMENTO

Alisea opera nel settore ambientale, concernente: (i) la raccolta e smaltimento dei rifiuti solidi urbani (ed assimilati) nel comprensorio dei Comuni Soci e (ii) la gestione dell'impianto di smaltimento (discarica) di Piave Nuovo.

Entrambi i rami di attività risentono delle notevoli incertezze che caratterizzano il settore del ciclo integrato dei rifiuti; la stessa Società, quale Ente direttamente od indirettamente partecipato da Enti pubblici, risulterà interessata dalle novità legislative riguardanti le Società pubbliche, attualmente in corso di approvazione.

Il settore ambientale, quantomeno negli ultimi anni, appare in continua evoluzione, sia per quanto concerne l'ambito normativo, con prescrizioni sempre più stringenti per quanto riguarda l'impiantistica, sia per quanto riguarda l'ambiente sociale ed economico di riferimento, con una sempre maggiore attenzione alle problematiche connesse all'ambiente e, quindi, allo smaltimento dei rifiuti.

In tale contesto, la Società continua a perseguire l'obbiettivo di migliorare ulteriormente la qualità dei servizi offerti e la gestione degli impianti; si ritiene a tal proposito che uno dei principali traguardi sarà l'ulteriore riduzione dei rifiuti RSU conferiti in discarica, limitando lo smaltimento alle sole frazioni generate da operazioni di selezione e trattamento effettuate presso altri impianti. Tale progetto, denominato "discarica zero", potrà essere raggiunto anche grazie all'incremento della raccolta differenziata, da attuarsi attraverso campagne di sensibilizzazione/informazione, e l'eventuale studio di nuove metodologie di raccolta, soprattutto con riferimento ai comuni ad alta vocazione turistica.

Pur in un contesto variegato e di difficile interpretazione, si può ritenere che la Società nel prossimo futuro, possa continuare a realizzare un risultato positivo ed un conseguente ritorno in termini di cash flow.

1.5 ANALISI FONDAMENTALE

La Società risulta caratterizzata da una significativa componente immobilizzata, posto che l'attivo fisso rappresenta circa il 38% del totale, mentre l'attivo circolante accoglie circa il 62% del totale.

Le immobilizzazioni iscritte a bilancio, peraltro, non rappresentano compiutamente gli investimenti effettuati in quanto la Società ha finanziato significative acquisizioni con il leasing finanziario, contabilizzate, come da prassi, alla stregua di una locazione.

Con riferimento ai beni destinati a permanere durevolmente in azienda, la componente principale allocata a bilancio si riferisce essenzialmente ad immobilizzazioni immateriali, dedicate al ramo discarica, e finanziarie, rappresentate da crediti verso Enti pubblici.

L'attivo circolante accoglie essenzialmente crediti verso utenti e verso la controllante per il servizio svolto in alcuni Comuni. Le immobilizzazioni sono ampiamente coperte da mezzi propri e passività consolidate, situazione indicativa di un buon equilibrio finanziario.

La Società presenta una redditività ovviamente modesta, assolutamente in linea con le peculiarità, più volte segnalate, riguardanti la circostanza che la stessa persegue obbiettivi diversi rispetto alla massimizzazione dei profitti.

Di seguito si riepilogano i principali dati relativi al Conto Economico e allo Stato Patrimoniale per gli anni dal 2010 al 2015.

Tab. 1

CONTO ECONOMICO	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VALORE DELLA PRODUZIONE	19.900.336	18.912.711	21.055.575	19.251.194	21.853.216	24.716.589
COSTI DELLA PRODUZIONE	19.283.146	18.474.275	20.846.054	18.652.784	20.936.658	23.972.138
MOL (EBITDA)	1.949.616	1.489.577	2.209.624	2.261.825	2.780.970	2.058.685
UTILE OPERATIVO NETTO (EBIT)	617.190	438.436	209.521	598.410	916.558	744.451
UTILE OPERATIVO ANTE IMPOSTE	632.417	348.605	655.606	341.838	533.446	657.241
RISULTATO D'ESERCIZIO	256.793	37.506	267.889	31.627	114.427	82.197

Tab. 2

STATO PATRIMONIALE	2010	2011	2012	2013	2014	2015
IMMOBILIZZAZIONI	11.986.708	11.983.195	12.652.249	12.229.274	11.616.494	10.427.367
ATTIVO CIRCOLANTE	24.085.651	19.810.044	16.611.213	15.804.236	18.661.364	16.243.652
RATEI E RISCONTI	155.296	194.211	190.674	216.821	186.227	797.141
TOTALE ATTIVO	36.227.655	31.987.450	29.454.136	28.250.331	30.464.085	27.468.160
PATRIMONIO NETTO	1.914.259	1.951.765	2.219.652	2.251.281	2.365.707	2.447.905
T.F.R. e F.DI PER RISCHI E ONERI	6.930.399	7.388.516	7.646.888	7.804.727	7.970.504	8.659.719
TOTALE DEBITI	27.001.383	22.338.679	18.533.533	17.257.746	19.208.120	15.351.991
RATEI E RISCONTI	381.614	308.490	1.054.063	936.577	919.754	1.008.545
TOTALE PASSIVO	36.227.655	31.987.450	29.454.136	28.250.331	30.464.085	27.468.160

Di seguito si espone l'andamento del R.O.E. e del R.O.I. della Società per i medesimi anni.

Tab. 3

INDICATORI	2010	2011	2012	2013	2014	2015
R.O.I.	0,71%	0,12%	0,91%	0,11%	0,38%	0,30%
R.O.E.	13,41%	1,92%	12,07%	1,40%	4,84%	3,36%

Seppur nella loro sinteticità, i dati appena riepilogati evidenziano che il valore della produzione della società è aumentato nel periodo considerato, indicando un incremento dei servizi resi, le immobilizzazioni sono rimaste sostanzialmente in linea, mentre l'attivo circolante è diminuito a fronte di un progressivo minor peso dei crediti (principalmente v/utenti), variazione bilanciata da un'analoga diminuzione dei debiti, da valutarsi in maniera indubbiamente positiva.

L'aumento dei fatturati e la tenuta della redditività, pur in anni in cui il settore di riferimento ha evidenziato alcune difficoltà, dimostra che l'attività svolta si colloca in un contesto economico che consente la copertura degli investimenti ed in genere dei costi sostenuti per la produzione dei servizi.

CAPITOLO 2 - CRITERI DI VALUTAZIONE

2.1 PREZZI, VALORI, VALUTAZIONI

I prezzi sono dati espressi dai mercati. I valori sono grandezze stimate a mezzo della previsione dei flussi attesi, dell'apprezzamento dei rischi, esplicitati nei tassi, e talora di quantità stock legate da relazioni: in parte sono perciò opinioni, frutto di un processo complesso.

Quando prezzi e valori coesistono – il che non sempre avviene poiché molte società non segnano regolarmente prezzi significativi per i loro capitali – possono non coincidere affatto; infatti, il prezzo è interessato da diverse variabili, soprattutto esterne ma anche interne all'impresa, che operano a valle rispetto al giudizio di valore (condivisione delle informazioni, efficacia dei mercati finanziari, processi di concentrazione nel settore, capacità di comunicazione, credibilità strategica e reddituale, ...).

Lo scrivente, ad evasione del proprio incarico si occuperà esclusivamente di valore e di valutazioni, utilizzando criteri e metodi condivisi dalla dottrina di riferimento.

2.2 DESCRIZIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE

Ai fini della stima del valore economico di un complesso aziendale, la dottrina economica ha elaborato diversi metodi di valutazione tra i quali, i principali e più accreditati, vengono di seguito esposti sinteticamente al fine di una migliore comprensione dei paragrafi che seguiranno. A tal riguardo, preliminarmente, occorre distinguere tra valutazioni assolute, basate su modelli e che focalizzano l'attenzione sull'azienda oggetto di stima, e valutazioni relative, basate su informazioni di mercato, che partendo da valori determinati in tale contesto, definiscono il valore dell'impresa.

Tra le valutazioni assolute si esaminano, in particolare, i seguenti criteri:

1. metodi fondati sui flussi (finanziari o reddituali);
2. metodi patrimoniali;
3. metodi misti patrimoniali/reddituali;
4. altri metodi

1) METODI FONDATI SUI FLUSSI

Si tratta di metodi di valutazione che propongono di dare una valutazione all'azienda sulla base dei flussi finanziari, ovvero reddituali, che la medesima sarà in grado di generare. Il valore dell'azienda viene cioè concepito, sul piano quantitativo, come valore attuale dei flussi finanziari ovvero dei flussi reddituali che si presume possano essere realizzati dalla stessa in un determinato arco temporale futuro.

Si tratta di criteri di valutazione astrattamente da preferirsi rispetto ad altri, in quanto teoricamente più rispondenti all'obiettivo di pervenire ad una corretta stima del capitale economico di un'azienda, e ciò soprattutto per valutazioni riguardanti complessi aziendali dotati di sistemi di contabilità dei costi e di budgeting, sistemi tali cioè da generare informazioni e previsioni sui flussi nel loro complesso astrattamente attendibili, almeno nel breve/medio periodo.

I procedimenti fondati sui flussi sono quelli, da un punto di vista teorico, ritenuti sicuramente più razionali ed universali.

Quanto alla razionalità degli stessi è facilmente intuibile dalle formule teoriche in cui si concretizzano, che possono essere rappresentate secondo i seguenti modi:

1 – nell'ottica dell'investitore (ottica "esterna"):

$$W_0 = d_s \, v^s + P_n \, v^n$$

in cui:

W_0 valore del capitale economico al tempo zero

d_s è il dividendo pagato dall'azienda nell'anno s

P_n è il prezzo più probabile ricavabile dalla cessione dell'azienda al tempo t_n

v^s e v^n sono i coefficienti di attualizzazione in base ad un tasso *i*

Questa formulazione include pertanto, nella valutazione (W), tutti i proventi che l'impresa procurerà all'investitore tra il momento t_0 ed il momento t_n in cui l'azienda sarà rivenduta. Trattasi cioè del valore di qualsivoglia investimento secondo la teoria finanziaria.

2 – nell'ottica dell'impresa (ottica "interna"):

$W_O = F_S \, v^S$

in cui:

F_S è il flusso atteso per l'anno s

Intendendo il "flusso atteso" in senso economico (reddito) ovvero finanziario (flusso di cassa).

Le due formulazioni, peraltro, pur essendo dal punto di vista teorico indubbiamente le più razionali, presentano alcune difficoltà di applicazione in quanto si basano su eventi spesso difficilmente prevedibili nel lungo termine. Esse vengono pertanto, a volte, sostituite con formule più approssimative ma meno aleatorie. Quanto infine alla condivisione del metodo, questo trova ampia diffusione presso gli operatori.

Tra i metodi fondati sui flussi, il metodo reddituale fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare una serie reddituale riproducibile nel futuro. Il valore del capitale economico (*W*) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (*R*).

Per ciò che riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, oltre a considerare un periodo limitato, è possibile ricorrere, al limite, ad una durata indefinita.

In questo caso, il valore dell'azienda (*W*) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (*R*), calcolata al tasso (*i*), determinato in base alla seguente formula:

valore attuale della rendita perpetua: $W = R / i$

La configurazione del reddito (*R*) rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è quello prospettico, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda, medio, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e normalizzato, ossia depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, 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*) rilevante 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 medio normale è calcolato, infatti, con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e, in particolare, a condizioni di indebitamento "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, con conseguente ridistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi ecc.); il medesimo, inoltre, deve essere determinato al netto degli oneri tributari che gravano, seppur potenzialmente, su di esso, e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprie e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi.

Il tasso di attualizzazione (*i*) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio), ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio sopportato, qualificandosi anche come *costo del capitale proprio* (*cost of equity*).

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico; peraltro, in periodi di inflazione, il medesimo deve essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, assunto nella sua configurazione di tasso reale.

La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa, è commisurata all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio.

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa, le quali non sono altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore correnti dei cespiti che compongono il patrimonio sociale,

ha acquisito sempre maggior credito e diffusione negli ultimi decenni parallelamente all'affermarsi dei metodi finanziari, più graditi e diffusi nei Paesi anglosassoni. Quando ragioni di prudenza lo consigliano, anche al fine di limitare l'imprevedibilità dei risultati reddituali futuri, soprattutto se proiettati oltre un lasso temporale ragionevole, il valore economico aziendale può essere determinato per attualizzazione di un numero limitato (n) di anni, secondo la seguente formulazione:

$$W = R_1 (1+i)^{-1} + R_2 (1+i)^{-2} + \dots + R_n (1+i)^{-n}$$

dove:

R_n reddito atteso all'anno n

Il metodo finanziario, al pari del metodo reddituale, basa la misura del valore dell'azienda oggetto di esame sul valore attuale dei flussi di cassa attesi (*CF*) anno per anno, per un certo lasso temporale (*n*) entro il quale è possibile effettuare una previsione analitica degli stessi, maggiorati del valore finale del medesimo compendio aziendale al termine del periodo in cui sono determinati analiticamente i suddetti flussi, al netto dei debiti finanziari.
Le formule su cui si basa il metodo finanziario, nella versione oggi maggiormente utilizzata (*Unlevered Discounted Cash Flows Analysis*), sono le seguenti:

$$W = I - D_a$$

dove $I = CF_t \; v^i + V_f \; v^n$

con:

W	valore del capitale economico
I	valore dell'investimento netto
D_a	valore attuale dei debiti finanziari (talora sostituito dal loro valore nominale)
CF_t	flussi di cassa attesi anno per anno
n	durata (in termini di anni) del periodo di previsione analitica del flusso di cassa
v	coefficiente di attualizzazione in base al costo medio ponderato del capitale
V_f	valore finale, cioè dell'anno n, dell'investimento (*Terminal Value*)

Gli elementi che hanno portato a ritenere preferibile il metodo valutativo in esame sono sinteticamente riportati:
a) il vero obiettivo cui tendono le imprese è la massimizzazione del cash flow, e pertanto il criterio finanziario risulterebbe al riguardo lo strumento di valutazione più efficace e coerente con l'obiettivo di creazione di valore nel lungo termine;
b) i risultati contabili (reddito di periodo) sono spesso soggetti a politiche di bilancio, e perciò sono almeno in parte discrezionali: i flussi di cassa sono invece più obiettivi;
c) si ritiene possano approssimare la valutazione del capitale economico percepita dai mercati finanziari.
A latere delle suddette motivazioni, vi sono anche alcuni elementi di criticità che, soprattutto da un punto di vista operativo, inducono a ritenere preferibile l'applicazione dei metodi reddituali rispetto a quelli finanziari. Tali argomenti possono essere espressi nei seguenti tre punti:
a) i metodi reddituali presentano un'applicazione meno problematica, posto che l'individuazione del flusso dei risultati presenta minori difficoltà rispetto ai flussi di cassa prospettici, che prevedono un set di assunzioni più ampio;
b) il flusso reddituale è il "vero" risultato nel breve-medio periodo, tanto che, ad esempio, un flusso di cassa positivo può benissimo accompagnarsi ad una perdita in senso economico-contabile;
c) il metodo reddituale ha indubbiamente ed empiricamente un più alto grado di prevedibilità.

2) METODI PATRIMONIALI

I metodi patrimoniali, a differenza di quelli fondati sui flussi, si basano sul principio della valutazione analitica e puntuale dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale economico.

Al riguardo si distinguono in particolare due diverse metodologie valutative:

a) **il metodo patrimoniale semplice**, che prevede la pura riespressione a valori correnti degli elementi attivi (beni materiali, crediti, liquidità e, se indicati per cifre modeste e trascurabili, poste contabili non aventi natura materiale quali spese di impianto e costituzione, disaggi di emissione di prestiti obbligazionari ecc.).

Nella pratica i metodi semplici sono di gran lunga i più noti. Essi sono di diffusa applicazione in tutte le categorie di aziende, costituendo, nonostante i loro forti limiti, quantomeno una base rilevante ed insostituibile di informazione ed un utile termine di paragone con risultati ottenuti mediante l'applicazione di altri criteri.

La formulazione più nota al riguardo è

$$W = K$$

dove:

W è il valore economico dell'azienda oggetto di stima

K è il valore del patrimonio netto rettificato a valori correnti

b) **il metodo patrimoniale complesso**, che comprende nella valorizzazione uno o più beni immateriali.

Le stime patrimoniali complesse, pur nelle critiche rivolte spesso ai metodi patrimoniali in genere per l'eccessiva semplificazione a cui a volte conducono, assumono comunque un notevole rilievo e grado di attendibilità nei casi in cui i criteri di stima degli "Intangibles" (elementi immateriali complessivamente considerati) raggiungono a loro volta un sufficiente grado di attendibilità.

Il concetto indicato è espresso nella seguente formula:

$$W = K + I\,(1-t)$$

Dove, già indicata la definizione di "W" e "K":

I valore attribuito ai valori immateriali (o, se vi sono già iscrizioni in bilancio per tali beni, plusvalenze rilevate su di essi)

t incidenza degli oneri fiscali potenziali (espressi in misura unitaria)

I metodi patrimoniali da oltre un decennio non vengono più annoverati tra i modelli valutativi, in quanto trascurano completamente essenziali leve di valore quali i flussi attesi e la valutazione dei rischi, ma rimangono importanti strumenti per condurre l'analisi dei dati fondamentali delle società oggetto di valutazione. Solamente nel caso delle società immobiliari di gestione e delle holding pure, le formule dei modelli patrimoniali mantengono appieno la loro validità quali metodi di valutazione.

3) METODI MISTI PATRIMONIALI-REDDITUALI

Trattasi di criteri che fondono i principi essenziali dei metodi reddituali e di quelli patrimoniali. Elemento essenziale di tali metodi è la ricerca di un risultato conclusivo che consideri contemporaneamente i due aspetti, così da tenere conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali, che sono concettualmente e concretamente una componente essenziale del valore del capitale economico.

Il metodo misto, nella sua formulazione più nota e diffusa (classicamente definita "metodo misto con stima autonoma del Goodwill"), mette in evidenza il valore di "avviamento" (o "Goodwill"), inteso come attualizzazione della differenza tra il risultato della stima reddituale (R) e quello della stima patrimoniale (K).

La formula applicativa più conosciuta viene di seguito esposta:

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

dove:

K	capitale netto rettificato (risultato della stima patrimoniale, semplice o complessa che sia)
R	reddito medio normale atteso per il futuro
n	numero definito e limitato di anni
i'	tasso di attualizzazione del sovrareddito
i"	tasso di interesse "normale" rispetto all'investimento considerato, comprensivo di una componente aggiuntiva rispetto al tasso utilizzato per i trasferimenti intertemporali delle grandezze monetarie, atta a rappresentare il rischio insito nelle attività imprenditoriali
a	fattore di attualizzazione

L'altra formula utilizzata è quella che prevede la capitalizzazione illimitata del reddito differenziale medio, nell'ipotesi che il sovrareddito si produca indefinitamente nel tempo:

$$W = K + (R - i'' K)/ i'$$

Nelle aziende in perdita il "Goodwill" diviene negativo, ed assume la denominazione di "avviamento negativo" o "Badwill".

4) <u>ALTRI METODI</u>

La pratica professionale ha recentemente sviluppato altri metodi valutativi, spesso fondati su indicatori di performance, quali: l'*EVA* (*Economic Value Added*), che concepisce il valore di una azienda in funzione della sua capacità di realizzare rendimenti sul capitale investito superiori a quelli offerti da altri complessi aziendali con eguale grado di rischio; il *REI* (*Risultato Economico Integrato*), che avvicina il valutatore alla logica dell'investitore finanziario, per il quale il risultato economico di un certo anno è dato dalla somma del "beneficio staccato" (cedola) e del "beneficio incorporato" (differenziale di valore di mercato).

A latere delle *<u>valutazioni assolute</u>*, in relazione alle quali sono stati forniti alcuni brevi cenni nelle pagine che precedono, vi sono le c.d. *<u>valutazioni relative</u>*, le quali, come detto, fondano la stima del valore dell'azienda oggetto di esame sulla scorta delle informazioni desumibili dai mercati o da transazioni comparabili, e sono essenzialmente costituite dalle stime di valore effettuate a mezzo dei multipli applicati ad indicatori di performance od aggregati desunti dal bilancio della società oggetto di valutazione.

Il metodo dei moltiplicatori empirici perviene alla valutazione dell'azienda mediante l'applicazione di moltiplicatori su indici riferibili ad aziende similari a quella oggetto di stima (*es: P/E = Price Earning, cioè l'utile per azione; P/CF = rapporto prezzo/Cash Flow; P/BV = Price/Book Value, cioè il rapporto tra il prezzo ed il valore contabile ecc.*).

I metodi dei moltiplicatori vengono utilizzati con frequenza dagli analisti finanziari e dalle Merchant Bank per la valutazione delle aziende. Ancorché si tratti di metodi di stima non analitici, profondamente diversi per impostazione e finalità da quelli di stima del capitale economico precedentemente illustrati, questi metodi si sono largamente affermati nella pratica professionale ed i risultati da loro forniti sono considerati altamente attendibili.

I *Comparables*, definiti concettualmente come *"prezzi probabili"*, non sono altro che prezzi ragionevolmente raggiungibili o negoziabili alla vendita o all'acquisto, dedotti da osservazioni di mercato, con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili. Sotto questa voce sono raggruppati una serie di metodi che affrontano il problema della valutazione dell'impresa da un angolo visuale completamente diverso rispetto ai metodi tradizionali dei valori-flusso e dei valori-stock. Questi metodi non si basano su formule valutative razionalmente costruite, ma deducono il "valore" direttamente da osservazioni di mercato, basandosi su prezzi fatti nelle negoziazioni borsistiche e di quote di controllo (o comunque di rilievo) dei capitali d'impresa, con tecniche più o meno elaborate. Il risultato cui questi approcci pervengono non può considerarsi una valutazione analitica nel senso tradizionale: essi esprimono i prezzi probabili, negoziabili per una data impresa, alla vendita o all'acquisto, con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili, oppure i prezzi ragionevolmente raggiungibili a certe epoche future (prezzi target).

Le due tecniche più rilevanti a questo fine sono l'*approccio delle società comparabili* e l'approccio delle *transazioni comparabili* (nell'insieme talvolta indicati come "*metodo dei moltiplicatori*").

L'idea che ispira l'approccio delle società comparabili è concettualmente semplice. Si stima il prezzo più probabile per un'azienda, prendendo come riferimento un campione di società, operanti nello stesso settore, giudicate omogenee.

L'*approccio delle transazioni comparabili*, detto anche "*di confronto diretto coi prezzi di società comparabili*" (*Direct Market Data Method*), si è nel tempo andato affermando parallelamente al crescere delle informazioni disponibili su transazioni intervenute, grazie alla disponibilità di idonee banche dati. Il fondamento sono appunto le informazioni inerenti a compravendite e fusioni di aziende similari, cioè comparabili.

Per ambedue gli approcci, i multipli sono quasi sempre espressi dal rapporto tra un prezzo ed una misura di performance realizzata da una società in un dato periodo: le tipiche performance considerate nell'esperienza internazionale sono l'utile netto (*E*), l'utile prima di interessi passivi e imposte (*EBIT*), l'utile prima di interessi passivi, imposte e ammortamenti su beni materiali e immateriali (*EBITDA*) e similmente, da noi, il *MOL*. Più rari i moltiplicatori che presentano al denominatore grandezze che non esprimono performance: un esempio significativo è il "*Book Value*" (BV).

Lo strumento concettuale dei *prezzi probabili* (ovvero la tecnica dei *Comparbles*, secondo l'espressione anglo-sassone) oltre che rispondere ad alcuni scopi peculiari, legati ad esempio alla previsione degli andamenti sul breve e medio termine delle quotazioni di specifici titoli, è andato senza dubbio nel tempo assumendo crescente importanza anche per la valutazione delle aziende in generale e non più solamente come metodo di controllo delle valutazioni analitiche basate sui flussi attesi o su altri criteri. Infatti, nella prassi degli analisti finanziari e delle Merchant ed Investment Bank è ormai sistematico il ricorso ai metodi di comparazione per verificare i risultati delle stime analitiche condotte con i metodi finanziari (*Discounted Cash Flow in particolare*), al punto tale che frequentemente nasce il sospetto che le stime finali di valore siano decise più dai prezzi probabili che dai metodi finanziari.

A prescindere dalla loro diffusione nella pratica, tuttavia, l'uso dei multipli dovrebbe essere inserito in un processo di valutazione in grado di garantire che:

- sia individuabile un nesso causale tra il dato numerico cui applicare il moltiplicatore di cui trattasi;
- il multiplo sia ragionevolmente stabile nel tempo.

L'uso dei moltiplicatori presenta alcune difficoltà di ordine concettuale che è opportuno sottolineare e che, in un certo senso, ne possono limitare l'utilizzo; il riferimento è, in particolare all'assenza di dati relativi ad aziende comparabili dai quali desumere i moltiplicatori da applicare agli indicatori di performance della società target, al fine di individuarne il valore. E' infatti di tutta evidenza che i dati desunti dai mercati finanziari non sono immediatamente applicabili alle valutazioni che spesso vengono effettuate nella pratica professionale, posto che riguardano società che, per dimensioni e caratteristiche, non sono comparabili a quelle oggetto di valutazione. Per quanto concerne i dati riscontrabili da transazioni, ammesso che possano riguardare aziende "comparabili" a quella oggetto di valutazione, devono essere utilizzati con estrema cautela in quanto possono risentire di asimmetrie informative ed i prezzi che vengono negoziati possono includere plusvalori che l'acquirente riconosce all'azienda acquistata, per effetto delle sinergie che possono crearsi con eventuali altre attività esercitate dallo stesso.

CAPITOLO 3 - SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

3.1 LE ESPRESSIONI DEL VALORE

Nella miglior dottrina e prassi professionale si riconoscono tre fondamentali espressioni del "Valore":

- il valore economico, determinato sulla scorta delle grandezze in atto e di capacità e qualità dell'azienda già acquisite.
- il valore potenziale puro, basato sull'attualizzazione dei flussi attesi, influenzati da grandezze soltanto potenziali, non ancora possedute dalla società oggetto di valutazione, considerando un piano aziendale che prevede la realizzazione di progetti che, in tutto o in parte, non sono ancora stati realizzati.
- il valore potenziale di acquisizione, inteso come il valore soglia oltre il quale, nell'ottica di uno specifico soggetto acquirente, l'acquisizione di un'azienda/società cessa di essere conveniente: è il punto di equilibrio che rende tale soggetto indifferente a concludere o meno la transazione d'acquisto.

3.2 FINALITA' DELLA STIMA

Prima di procedere con la scelta del criterio di valutazione da utilizzare, lo scrivente ritiene opportuno ribadire la finalità della presente valutazione.

L'incarico ricevuto, infatti, è finalizzato alla determinazione del valore della Società ai fini dell'individuazione di un prezzo per la vendita di un pacchetto azionario relativo al capitale di Alisea e pertanto si ritiene che la configurazione di valore più idonea da utilizzare per la corretta evasione dell'incarico ricevuto sia quella del valore potenziale puro della società, senza limitarsi a quella del capitale economico, essendo la presente perizia di stima finalizzata ad acclarare il valore, in un'ottica di possibile futuro scambio, delle quote sociali.

3.3 CONSIDERAZIONI SULLA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

Dopo la breve panoramica effettuata sui metodi di più comune utilizzo per la valutazione delle aziende, tenuto conto della finalità della stima in oggetto di cui al punto precedente, il sottoscritto ha ritenuto di procedere all'applicazione, nel caso di specie, del metodo finanziario "*Unlevered Discounted Cash Flow*", meglio conosciuto come *DCF*, in quanto la società ha esibito allo scrivente un piano pluriennale in base al quale individuare i flussi da utilizzare per l'applicazione del modello.

Dai colloqui con la direzione della società, infatti, il sottoscritto ha riscontrato la redazione di un piano economico-finanziario predisposto per le annualità 2016-2031, redatto in continuità con gli anni precedenti e che appare coerente con le prospettive della società evidenziate nei precedenti paragrafi.

Il suddetto piano finanziario, redatto sia in termini economici sia in termini finanziari, è stato predisposto con riferimento a ciascuno dei due rami aziendali descritti nelle brevi note introduttive, trattate alla stregua di due autonome *Cash Generating Unit* (*CGU*), in quanto i flussi di cassa sono generati dai due rami di attività in modo indipendente tra loro. Lo scrivente ha quindi proceduto ad accorpare i flussi generati dalle due CGU al fine di individuare il cash flow aziendale prospettico.

Il fatturato prevede una crescita inferiore a quella realizzata dalla Società nel recente passato, derivante essenzialmente dalle tariffe applicate nella raccolta RSU.

Rispetto al piano presentato allo scrivente, redatto con grande accuratezza, lo scrivente si è limitato a considerare un presumibile aumento delle tariffe in percentuale leggermente inferiore, questo anche per la volontà dimostrata da sempre dai vertici aziendali di contenere le tariffe applicate, pur in un contesto di compatibilità economica, per gravare il meno possibile sull'utenza, in un periodo di difficile situazione economica come quello attuale.

Per quanto concerne il ramo discarica, lo scrivente si è limitato a non considerare eventuali aumenti delle tariffe di conferimento, posto che allo stato sono auspicabili, ma non ancora acquisiti.

Il piano prevede una redditività aziendale leggermente superiore a quella fatta realizzare dalla Società negli ultimi esercizi, comunque compatibile con il quadro descritto.

Per quanto concerne la struttura aziendale, il piano prevede che, nel ramo servizi, vengano effettuati investimenti di sostituzione e mantenimento della capacità produttiva aziendale, atteso che non sono previsti ampliamenti del bacino d'utenza, mentre il ramo discarica prevede investimenti coerenti con l'ampliamento della capacità dell'impianto, di cui si è tenuto conto nel piano stesso.

E' stato previsto un aumento dei costi di esercizio superiore al prevedibile incremento delle tariffe, questo in quanto l'evidenza empirica, desumibile dall'analisi dei bilanci recenti, induce a ritenere che la Società, non perseguendo l'obbiettivo di realizzare profitti, tenda verso uno stato di sostanziale equilibrio economico, testimoniato anche dalla volontà di calmierare le tariffe di raccolta; analogamente, le tariffe di conferimento all'impianto di smaltimento, hanno dimostrato una dinamica compatibile con l'ipotesi di profitti controllati e comunque decrescenti.

Per quanto concerne il metodo, il sottoscritto ha ritenuto preferibile orientarsi verso il metodo finanziario, attesa anche la disponibilità di un piano previsionale e la capacità dimostrata dalla Società di generare flussi di cassa positivi.

Il metodo prescelto, pur con i limiti che saranno evidenziati, si ritiene possa essere il più idoneo ad esprimere il valore potenziale della società anche sulla base dei risultati dell'analisi fondamentale svolta e sinteticamente esposti al precedente paragrafo 1.5. In particolare, la scelta dell'orizzonte temporale di cui infra risulta razionale e condivisa dalla miglior dottrina, in quanto in generale l'impresa è un istituto destinato a perdurare anche se, in un mercato

caratterizzato da un mutevole ambito normativo di riferimento, tali supposizioni appaiono comunque aleatorie e devono essere assunte in maniera estremamente prudenziale.

CAPITOLO 4 - VALUTAZIONE DI ALISEA S.P.A.

4.1 IPOTESI ED ASSUNZIONI

Il lavoro svolto e le considerazioni esposte devono essere interpretate alla luce delle seguenti ipotesi principali:

a) la società oggetto di valutazione è considerata in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti negli indirizzi di gestione;
b) la valutazione si basa sui flussi di cassa che la società dovrebbe essere in grado di generare durante i prossimi 16 anni, così come evidenziato dai prospetti cui infra;
c) i flussi di cassa attesi, pur essendo, in via di principio, il risultato delle previsioni che tengono conto delle future vicende dell'azienda, incorporano inevitabilmente un certo grado di arbitrarietà e di soggettività;
d) in ragione dell'atteggiamento prudenziale che sta alla base delle considerazioni sopra espresse, il perito stimatore ha supposto che il valore finale dell'azienda, al termine del piano previsionale analitico, sia pari al valore del capitale investito, presupponendo una sorta di liquidazione della Società in luogo dell'attualizzazione di una serie di flussi con durata indefinita, con ciò rafforzandosi ulteriormente l'approccio marcatamente rigoroso e prudente che caratterizza l'intero lavoro svolto.

L'analisi non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese) e nulla è stato comunicato al riguardo da parte del management della Società.

La presente valutazione è formulata alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, etc.). L'incarico non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile sui bilanci della Società, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura legale, fiscale, contrattuale, previdenziale o connesse a problematiche di tipo ambientale.

Il lavoro svolto si è basato su dati e informazioni storiche e prospettiche fornite dalla Direzione della Società; i dati e le informazioni fornite rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità della Direzione della Società.

4.2 INFORMAZIONI E DOCUMENTI UTILIZZATI

L'analisi si è basata sulle seguenti informazioni e documenti:

- ultimi cinque bilanci approvati;
- piani previsionali in termini economici e finanziari della società relativi agli esercizi 2016-2031;
- informazioni fornite dalla Direzione aziendale in merito all'organigramma aziendale ed alle prospettive di sviluppo.

4.3 OPERAZIONI ESEGUITE

Coerentemente con l'obiettivo del presente incarico, il sottoscritto perito stimatore ha provveduto a svolgere le analisi funzionali alla determinazione del valore attribuibile al patrimonio sociale di ALISEA S.P.A..

Il lavoro si è articolato nelle fasi di seguito indicate.

1. Analisi delle caratteristiche operative, economiche, patrimoniali e finanziarie della Società, basandosi sui valori risultanti dagli ultimi cinque bilanci regolarmente approvati, in modo tale da verificare l'esistenza di una certa congruità tra i flussi di cassa attesi e quelli storici.
2. Analisi dei flussi di cassa relativi al piano economico-finanziario prospettico. I flussi di cassa sono stati stimati sulla base dei conti economici prospettici dell'azienda e risultano influenzati dalle ipotesi effettuate.
3. Per quanto concerne la definizione dei parametri necessari per l'applicazione della metodologia valutativa, coerentemente con le risultanze dell'analisi delle caratteristiche della società, si è proceduto con l'individuazione dei tassi di remunerazione ed attualizzazione dei flussi di cassa prospettici, che assumono un'importanza primaria. Nel caso in esame, tenuto conto delle indicazioni della dottrina e delle informazioni desumibili dal mercato, si è ritenuto

opportuno fare riferimento a un tasso medio di remunerazione del capitale investito (*Weighted Average Cost of Capital o WACC*), che tenga conto della reale composizione della struttura finanziaria della società e della corretta remunerazione del capitale investito, considerato il rischio dell'investimento, il settore e il mercato di riferimento.

Il suddetto "tasso" viene calcolato nel modo seguente:

$$WACC = K_d\,(1 - t)\,D\,/(D + E) + K_e\,E\,/(D + E)$$

dove K_d è il costo dei capitali di terzi, opportunamente depurato dell'effetto fiscale e moltiplicato per l'incidenza del capitale di terzi (D) sul totale delle fonti e K_e è la remunerazione del capitale proprio investito nell'azienda, stimato tenendo conto dei rischi settoriali e moltiplicato per l'incidenza del capitale proprio. In particolare, K_e è determinato nel modo seguente:

$$K_e = R_f + \beta\,(R_m - R_f)$$

dove R_f è il tasso free risk, normalmente identificato con il rendimento medio ponderato di un paniere di titoli di Stato (rendistato) con scadenza residua tra 8 ed i 12 anni circa, β è la misura stimata del rischio sistematico di settore, $(R_m - R_f)$ è il premio per il rischio d'impresa nel mercato di riferimento, tenuto conto dell'opportuna remunerazione del capitale di rischio investito nell'azienda e considerato come differenziale rispetto al tasso free risk.

I parametri utilizzati per la determinazione del *WACC* sono stati ricavati dai dati stimati dal Prof. Damodaran per il mercato Europeo.

Sulla base, quindi, delle considerazioni suesposte, è stata altresì considerata, nella determinazione del parametro di cui trattasi, una componente addizionale di rischio (*Discount for Lack of Marketability o DLOM*) per tenere in considerazione la mancanza di commerciabilità dell'azienda (od anche delle quote rappresentative della stessa), che riflette la difficoltà di liquidare la partecipazione: non esiste un mercato pronto a convertire l'investimento in denaro senza alti costi di transazione, rapidamente e ad un prezzo adeguato; questo caso non si presenta per un'impresa quotata le cui azioni sono facilmente commerciabili sui mercati azionari e di questo bisogna tenerne conto, posto che i parametri utilizzati sono determinati sulla scorta dei dati desumibili dai mercati finanziari.

La dottrina di riferimento ritiene che la decurtazione del valore riconducibile alla mancanza di commerciabilità dell'azienda sia quantificabile in una riduzione che le evidenze empiriche, documentate nella stampa specializzata, quantificano in uno *sconto* definito all'interno di un range molto ampio che vede quale estremo superiore valori anche del 40/60%.

Le analisi effettuate evidenziano che le imprese di grandi dimensioni, solide finanziariamente scontano decurtazioni nei prezzi inferiori rispetto alle imprese di dimensioni più contenute e con un'esposizione debitoria più elevata. Nel caso di cui trattasi, si è ritenuto opportuno attestarsi verso valori considerevolmente elevati in quanto la Società, pur non presentando una struttura finanziaria appesantita, sconta in ogni caso una significativa mancanza di liquidità, intesa come commerciabilità delle azioni.

Al riguardo si evidenzia che le Società pubbliche, beneficiarie di affidamenti *in house*, possono effettuare i propri servizi prevalentemente nei confronti dei propri soci, per cui l'ingresso nella compagine sociale soffre di particolari limitazioni.

Per i motivi innanzi esposti, lo scrivente ha ritenuto di adottare una maggiorazione del rischio particolarmente elevata, che ha comportato un incremento del tasso *WACC* pari a circa il 50%, confermando ulteriormente le considerazioni esposte in precedenza circa la prudenza adoperata nella stesura della presente relazione.

L'individuazione del tasso è avvenuta sulla scorta dei seguenti parametri:

r_f = risk free interest rate debt (20 year bond rate in the tested company country)	2,462%
Tasso di inflazione atteso	**0,000%**
r_f = risk free interest rate debt (20 year bond rate in the tested company country)	2,462%
Corporate spread	**4,000%**
Additional risk (specific risk premium)	**6,500%**
r_m = market risk premium	**6,00%**
r_d = cost of debt (pre-tax cost of debt) + corporate spread	4,93%
$r_{d(1-t)}$ = cost of debt after tax	3,75%
t = tax rate	**24,00%**
Beta - Unlevered	**0,62**
Beta - Levered	1,12
r_e = cost of equity	15,69%
D/E ratio	**1,06**
E = market value equity	48%
D = market value debt	52%
WACC	**9,53%**

4.4 VALUTAZIONE DELLA SOCIETÀ IN BASE AL METODO PRESCELTO

I dati messi a disposizione dello scrivente hanno riguardato, nel concreto, un piano economico-finanziario previsionale per gli anni 2016-2031, comprensivo di rendiconto finanziario e quindi con indicazione delle variazioni che hanno riguardato i principali aggregati patrimoniali.

I piani economico-finanziari presentati allo scrivente, prevedevano inoltre l'individuazione del reddito netto operativo dopo le imposte (*NOPAT o net operating profit after taxes*), utilizzato dallo scrivente, quale configurazione di reddito da utilizzare per individuare il valore della società, come evidenziato nello schema sottostante.

Per quanto concerne il calcolo del *Terminal Value*, come evidenziato, è stato attualizzato il valore del capitale investito rinvenibile alla fine del periodo considerato nella predisposizoine del piano analitico, ipotizzando un'ideale dismissione dei beni della Società e, confermando così l'impostazione prudenziale della presente stima.

Tale ipotesi trae origine dalla considerazione che prevedere una durata indefinita dell'azienda, in un contesto particolarmente mutevole ed incerto, appare particolarmente aleatorio; la durata del piano prevede comunque un orizzonte temporale significativo, coerente con gli investimenti e le attuai prospettive.

Al valore individuato con la metodologia prescelta, è stata quindi sottratta la posizione finanziaria netta per determinare il valore della Società.

VALUE ANALYSIS	
wacc	**9,53%**
NPV ANALYTICAL FLOWS 2016-2030	9.103.058
NPV TERMINAL VALUE at 2030	344.841
ENTERPRISE VALUE	**9.447.899**
OPENING FINANCIAL POSITION	-2.365.837
DEBT FINANCIAL LEASING	-1.390.594
EQUITY VALUE	**5.691.468**

Il suddetto valore, tenute in considerazioni le semplificazioni adottate e le finalità della presente stima può essere arrotondato ad Euro 5.600.000.

4.5 METODI DI CONTROLLO

Al fine di individuare alcune metodologie di controllo, il sottoscritto ha utilizzato i dati desumibili dal piano previsionale analitico presentato dalla Società, per applicare alcuni diversi schemi valutativi, in particolare sono stati utilizzati alcuni moltiplicatori rinvenibili nella pubblicistica specializzata.

Il moltiplicatore EV/EBITDA, stimato dal Prof. Damodaran per il mercato europeo, è pari a 6,83 ed applicato all'EBITDA medio rinvenibile nel piano previsionale analitico presentato allo scrivente, fornisce un valore dell'azienda (*Enterprise value*) pari a circa 13.450 Mil/€. A detto importo deve essere poi sottratta la posizione finanziaria netta, si giunge così alla determinazione del valore del capitale che risulta pari a circa 9.600= Mil/€.

Analogamente, il moltiplicatore EV/EBIT, stimato dal Prof. Damodaran per il mercato europeo, è pari a 12,11 ed applicato all'EBIT medio rinvenibile nel piano previsionale analitico, fornisce un valore dell'azienda (*Enterprise value*) pari a circa 7.900 Mil/€, il quale, al netto della posizione finanziaria netta, restituisce un valore del capitale pari a circa 4.150= Mil/€.

Tali valori, stimati per l'Europa, non tengono in considerazione delle peculiarità proprie del mercato di riferimento (i.e. public company in un settore, in Italia, fortemente regolamentato) e pertanto debbono essere assunti a titolo meramente indicativo, evidenziando in ogni caso che i suddetti risultati appaiono in linea con il valore ricavato dall'applicazione del metodo principale e, posto che non vi sono risultati assolutamente divergenti, si ritiene quindi che il metodo proposto possa fornire un risultato coerente con le finalità della presente stima.

CAPITOLO 5 – RISULTATO FINALE DELLA VALUTAZIONE E CONCLUSIONI

Sulla base del metodo impiegato e dei dati a disposizione, si ritiene che il valore per azione, individuato nella misura di Euro 67,50 con riferimento alla consistenza della Società alle date del 31.12.2010 e del 30.09.2013, possa essere riconfermato alla data del 30.06.2016.

Villorba, lì 20 settembre 2016

- Dott. Andrea Fabris -

7821/16 RG

TRIBUNALE DI TREVISO

*** *** ***

VERBALE DI GIURAMENTO DELL'ESPERTO

*** *** ***

Addì 21 del mese di ottobre 2016, in Treviso, davanti al sottoscritto Cancelliere, è comparso il Sig. Andrea Fabris, dottore commercialista, domiciliato in Vazzola (TV), Borgo Malanotte n. 27/1, nato a Gorizia il 27.07.1968, Cod. Fisc. FBR NDR 68L27 E098I, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Treviso al n. A 0886, iscritto al Registro dei Revisori Contabili con D.M. 23.07.2002 Pubblicato nella G.U. n. 60 IV serie speciale, il quale presenta l'avanti estesa relazione di consulenza tecnica stragiudiziale da lui redatta e chiede di asseverarla con giuramento.

"GIURO DI AVERE BENE E FEDELMENTE ADEMPIUTO LE FUNZIONI AFFIDATEMI AL SOLO SCOPO DI FAR CONOSCERE LA VERITA'".

Del che il presente Verbale che previa lettura viene come appresso sottoscritto.

IL CONSULENTE
Dott. Andrea Fabris

IL CANCELLIERE

IL FUNZIONARIO GIUDIZIARIO
Dr. Bruno Sansoni

UFFICIO DEL GIUDICE DI PACE DI TREVISO

Ministero dell'Economia e delle Finanze
Agenzia Entrate
MARCA DA BOLLO
€3,84
TRE/84
00019154 0000BDZE WDCA7001
00017179 20/10/2016 10:54:45
4578-00010 C5EBAA42563D97B8
IDENTIFICATIVO : 01152121866216
0 1 15 212186 621 6

ALISEA	1° year	2° year	3° year	4° year	5° year	6° year	7° year	8° year	9° year	10° year	11° year	12° year	13° year	14° year	15° year	16° year	
	6-2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	terminal value
+/- ebit	*1.105.411*	*2.159.370*	*2.037.163*	*1.883.252*	*1.709.384*	*1.540.119*	*1.368.585*	*1.191.346*	*1.126.507*	*686.991*	*252.201*	*178.325*	*-1.647.317*	*-1.701.853*	*-2.158.383*	*-2.621*	*0*
+ costo del lavoro	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
+ acc.to fdo sval. crediti	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
= imponibile irap unlevered (*)	*1.105.411*	*2.159.370*	*2.037.163*	*1.883.252*	*1.709.384*	*1.540.119*	*1.368.585*	*1.191.346*	*1.126.507*	*686.991*	*252.201*	*178.325*	*-1.647.317*	*-1.701.853*	*-2.158.383*	*-2.621*	
(*) no gestione fin perché unlevered																	
EBITDA	**2.047.819**	**2.812.101**	**2.822.547**	**2.781.929**	**2.729.765**	**2.675.528**	**2.619.239**	**2.560.917**	**2.625.378**	**2.371.398**	**2.307.275**	**2.242.399**	**425.606**	**356.920**	**-112.109**	**233.338**	**0**
ammortamenti	*-240.064*	*-652.732*	*-785.384*	*-898.677*	*-1.020.380*	*-1.135.409*	*-1.250.654*	*-1.369.571*	*-1.498.871*	*-1.684.407*	*-2.055.073*	*-2.064.073*	*-2.072.923*	*-2.058.773*	*-2.046.273*	*-235.959*	***0***
accantonamento al fondo post mortem	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	***0***
accantonamento al fondo capping	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	
EBIT	**1.807.755**	**2.159.370**	**2.037.163**	**1.883.252**	**1.709.384**	**1.540.119**	**1.368.585**	**1.191.346**	**1.126.507**	**686.991**	**252.201**	**178.325**	**-1.647.317**	**-1.701.853**	**-2.158.383**	**-2.621**	**-2.621**
irap	-46.427	-90.694	-85.561	-79.097	-71.794	-64.685	-57.481	-50.037	-47.313	-28.854	-10.592	-7.490	0	0	0	0	0
ires	-497.133	-518.249	-488.919	-451.981	-410.252	-369.629	-328.460	-285.923	-270.362	-164.878	-60.528	-42.798	395.356	408.445	518.012	629	629
NOPAT (net operating profit after taxes)	**1.264.195**	**1.550.427**	**1.462.683**	**1.352.175**	**1.227.338**	**1.105.805**	**982.644**	**855.387**	**808.832**	**493.260**	**181.080**	**128.037**	**-1.251.961**	**-1.293.408**	**-1.640.371**	**1.992**	**-1.992**
ammortamenti	240.064	652.732	785.384	898.677	1.020.380	1.135.409	1.250.654	1.369.571	1.498.871	1.684.407	2.055.073	2.064.073	2.072.923	2.058.773	2.046.273	235.959	
accantonamento al fondo post mortem	*24.434*	*45.310*	*35.541*	*35.541*	*35.541*	*35.541*	*35.541*	*35.541*	*35.541*	*35.541*	*36.726*	*36.726*	*36.726*	*36.726*	*36.726*	*642.708*	*0*
accantonamento al fondo capping	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
investimenti netti	*-1.892.684*	*-1.747.888*	*-1.412.347*	*-1.006.537*	*-1.344.961*	*-819.120*	*-988.078*	*-1.007.250*	*-1.208.514*	*-2.004.583*	*-192.500*	*-194.000*	*-1.962.350*	*-1.960.850*	*-2.337.000*	*-199.000*	*0*
utilizzi fondo TFR	*-1.765*	*-3.494*	*-3.459*	*-3.425*	*-3.390*	*-3.356*	*-3.323*	*-3.290*	*-3.257*	*-3.224*	*-3.192*	*-3.160*	*-3.128*	*-3.097*	*-3.066*	*-2.732*	*0*
variazione fondo imposte e altri immobilizati	*279.033*	*11.098*	*5.067*	*-929*	*-15.921*	*-22.998*	*-22.390*	*-23.997*	*12.083*	*-107.440*	*-97.612*	*11.639*	*-476.950*	*4.249*	*-106.704*	*-17.441*	*0*
variazione ccn	*155.164*	*1.162.886*	*354.720*	*356.844*	*357.156*	*356.878*	*356.579*	*356.260*	*343.674*	*375.787*	*355.044*	*354.636*	*354.205*	*353.749*	*358.381*	*315.434*	*0*
UFCF (unlevered free cash flow)	**68.443**	**1.671.071**	**1.227.590**	**1.632.347**	**1.276.144**	**1.788.160**	**1.611.628**	**1.582.223**	**1.487.231**	**473.748**	**2.334.620**	**2.397.952**	**-1.230.535**	**-803.858**	**-1.645.760**	**972.936**	**330.228**
CUMULATED UFCF	**68.443**	**1.739.513**	**2.967.103**	**4.599.450**	**5.875.594**	**7.663.753**	**9.275.382**	**10.857.605**	**12.344.835**	**12.818.583**	**15.153.203**	**17.551.155**	**16.320.620**	**15.516.762**	**13.871.002**	**14.843.938**	
																	1.414.616
discount factor	**0,25**	**1,50**	**2,50**	**3,50**	**4,50**	**5,50**	**6,50**	**7,50**	**8,50**	**9,50**	**10,50**	**11,50**	**12,50**	**13,50**	**14,50**	**15,50**	**15,50**
NPV UFCF (net present value ufcf)	**66.902**	**1.457.707**	**977.640**	**1.186.830**	**847.083**	**1.083.635**	**891.645**	**799.181**	**685.814**	**199.446**	**897.315**	**841.433**	**-394.206**	**-235.103**	**-439.437**	**237.173**	**344.841**