

moores rowland bompani  
20123 Milano  
Via A. Saffi, 25  
Tel. +39 02 4986350-7  
Fax +39 02 4818143  
[audit.mi@mooresrowland.it](mailto:audit.mi@mooresrowland.it)  
[www.mooresrowland.com](http://www.mooresrowland.com)

## COMUNE DI PISA

### Parere di congruità circa il valore del capitale economico della società ECOFOR SERVICE S.p.A.

**società di revisione legale**

Codice Fiscale/Partita IVA e Registro Imprese Milano n. 08042520968 - REA Milano 1999441 - Registro Revisori Legali n. 168159

Capitale sociale € 100.000,00

uffici Milano, Viareggio

correspondent firm Firenze, Padova e Roma

moores rowland bompani è member firm indipendente di Kreston International che con una organizzazione di oltre 20.000 persone presenti in 108 paesi e con un fatturato aggregato di US\$ 2 miliardi rappresenta una delle più importanti organizzazioni internazionali nel settore della revisione contabile e della consulenza fiscale e organizzativa.



Spett.le Comune di Pisa  
Ufficio Partecipazioni

**Oggetto: Parere di congruità circa il valore del capitale economico della società Ecofor Service S.p.A.**

**Disclaimer**

*La presente relazione è stata predisposta da Moores Rowland Bompani S.r.l. (nel proseguo "MRB") per conto del Comune di Pisa. Scopo esclusivo del presente documento è quello di verificare la congruità del valore del capitale economico della società Ecofor Service S.p.A. (nel proseguo "Società") predisposta dall'Advisor incaricato dalla Società. Nel predisporre la seguente relazione MRB si è basata su informazioni e dati pubblici (bilanci civilistici della Società e dei suoi competitors) nonché su informazioni di carattere riservato fornite dal management della Società.*

*La presente relazione contiene inoltre affermazioni e stime, anche future, riportate nel Piano industriale approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società, per le quali, nessuna responsabilità viene o verrà assunta da MRB riguardo l'accuratezza di tali affermazioni e stime, nonché sull'accuratezza e correttezza delle informazioni e dati ricevuti dalla Società.*

*L'incarico in oggetto non ha previsto lo svolgimento di procedure di revisione contabile sui bilanci della Società. Inoltre non sono stati effettuati accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale non comprese nella documentazione e nelle informazioni forniteci dalla Società, né è stata svolta alcuna attività di due diligence indipendente. Pertanto ai fini della stesura del presente documento abbiamo fatto pieno ed esclusivo affidamento sulla veridicità, accuratezza, completezza di tutte le informazioni ricevute dalla Società, senza svolgere alcuna verifica indipendente sulle stesse.*

*Il contenuto della presente relazione è strettamente confidenziale e le informazioni in essa contenute, o rese disponibili da ulteriori indagini, devono essere mantenute in assoluta riservatezza.*

*Il presente documento non può essere copiato, riprodotto, reso noto o distribuito a terzi, senza un precedente consenso scritto da parte di MRB, che non verrà irragionevolmente negato.*



## Premessa

In relazione all'incarico conferitoci dal Comune di Pisa con Determinazione DD-06/572 del 9 giugno 2015, esecutiva il 25 giugno 2015, avente ad oggetto un supporto ed un'assistenza tecnico-economica in ambito finanziario e giuridico, relativamente alle società partecipate dall'Ente, ci è stato richiesto di svolgere una verifica tecnico economica in ordine alla congruità e all'adeguatezza del valore di Ecofor Service S.p.A.

A tale riguardo, premesso che:

- il Comune di Pisa, con Deliberazione del Consiglio Comunale n. 82 del 19 dicembre 2013, ha rilevato la mancanza dei presupposti per il mantenimento della partecipazione in Ecofor Service S.p.A., ai sensi dell'art. 3, comma 27, della Legge 244/2007;
- l'art. 1, comma 569, della Legge 147/2013 ha poi stabilito che la partecipazione non detenibile dall'ente locale ai sensi dell'art. 3, comma 27, della Legge 244/2007, ove non alienata, cessa ad ogni effetto decorso il termine del 31 dicembre 2014 e che entro i dodici mesi successivi la società liquida in denaro il valore della quota del socio cessato in base ai criteri stabiliti all'art. 2437-ter, comma 2, del Codice Civile;
- nello scorso gennaio il Comune di Pisa ha chiesto ad Ecofor Service S.p.A. di determinare il valore di liquidazione delle proprie azioni in modo che la liquidazione stessa potesse concludersi entro il 31 dicembre 2015;
- Ecofor Service S.p.A., con nota del 27 luglio 2015 ha comunicato all'Ente, la valutazione approvata dall'Assemblea dei soci in data 20 luglio 2015 in conformità alle determinazioni già assunte dal Consiglio di Amministrazione sulla base della valutazione eseguita da PKF Italia S.p.A.;

per tutto quanto sopra specificato si rileva quanto di seguito riportato.

## Descrizione della Società e dati del piano

La società Ecofor Service S.p.A., fondata nel 1996, è attiva nella realizzazione delle soluzioni necessarie per una corretta gestione del ciclo dei rifiuti, in linea con le direttive comunitarie e la normativa stessa. In particolare, relativamente all'attività di smaltimento, la Società esercita la propria attività offrendo il servizio di smaltimento rifiuti ad impianti ed attività che risiedono prevalentemente nella provincia di Pisa e, secondariamente su tutto il territorio nazionale; infatti la Società gestisce una discarica di rifiuti industriali non pericolosi a Pontedera (PI) e quella di Cascina (PI), nonché l'impianto di cogenerazione e l'impianto di depurazione.

La Società, oltre ad offrire il servizio di smaltimento rifiuti, opera anche nel settore della produzione di energia elettrica attraverso un moderno sistema di recupero e valorizzazione del biogas e della depurazione delle acque reflue dei residui liquidi pericolosi e non pericolosi.

Ecofor Service S.p.A. è partecipata per il 37,2% da Gruppo Forti Holding (fondato nel 1926, è attivo nel settore ecologia, immobiliare e media attraverso le sue numerose società controllate), e il restante capitale è detenuto prevalentemente dai comuni di Pisa e di Pontedera.

Dal 2002 Ecofor Service S.p.A. detiene la quota di maggioranza (con una quota del 76,96%) di Valdera Acque S.p.A., e nel 2011 ha acquisito il ramo di azienda relativo al trattamento di rifiuti liquidi civili ed industriali non pericolosi e recupero di rifiuti pericolosi.

In particolare Società svolge le seguenti attività:

- a) gestione di discariche di rifiuti speciali non pericolosi;
- b) progettazione e costruzione di opere di protezione ambientale
- c) produzione di energia elettrica da biogas
- d) depurazione di rifiuti liquidi.

## Linee di Business

Si riporta di seguito una breve descrizione delle attività gestite dalla Società:

### Discarica di Pontedera

Il sito dove sorge la discarica in oggetto è stato costruito negli anni '80 e fino al 1986 è stato utilizzato dal Comune di Pontedera e dalla società Piaggio S.p.A. per lo smaltimento dei rifiuti solidi e fanghi derivanti da processi industriali.

Nel 1986 il Comune di Pontedera ha predisposto l'ampliamento della discarica in oggetto. Il progetto ha previsto una suddivisione in 4 ettari ed è stato dato in gestione alla Società. Il progetto presentato da Ecofor Service S.p.A. si sviluppa mediante la realizzazione di 3 diversi lotti gestionali suddivisi a loro volta in sotto-moduli. Negli anni, al fine di poter gestire la discarica, è stato necessario ottenere da parte della Società alcune autorizzazioni, la più recente è stata la Determina Dirigenziale n. 1691 del 16 aprile 2014 avente per oggetto l'Autorizzazione Integrata Ambientale ai sensi del D.Lgs. 59/2005.

Il sito ecologico prevede oltre ai citati 3 lotti anche un impianto di cogenerazione da biogas. I lotti hanno le seguenti caratteristiche:

	Lotto 1	Lott 2	Lott 3
Superficie	130.000 mq	95.0000.mq	60.000 mq
Volumetria autorizzata	2.500.000 mc	1.700.000 mc	1.400.000.mc



La discarica dovrà assicurare la continuità di smaltimento dei rifiuti non pericolosi fino al 2022. Dopodiché dal 2022 inizierà il periodo di "post-mortem" della discarica fino al 2051.

#### Discarica di Cascina ("Tiro a segno")

La Società è titolare di una discarica di rifiuti speciali non pericolosi ubicata nel Comune di Cascina (PI) autorizzata con determina Dirigenziale n. 1661 del 21 aprile 2010 ed avente ad oggetto l'Autorizzazione Integrata Ambientale ai sensi del D.Lgs. 59/2005.

La discarica in oggetto ha una superficie complessiva di circa 64.000 mq di cui una parte è occupata da vasche di stoccaggio dei rifiuti per circa 47.000 mq circa, mentre la restante parte pari a circa 17.000 mq è destinata alla viabilità e ai servizi connessi con la gestione della discarica.

La suddetta discarica è destinata allo smaltimento di rifiuti speciali non pericolosi a basso contenuto organico. Nel corso del 2012 la Società ha sviluppato un progetto definitivo per un ulteriore ampliamento della cella dedicata allo smaltimento di RCA per una volumetria aggiuntiva di 111.600 mc raggiungendo una volumetria complessiva di 143.200 mc.

#### Impianto di Cogenerazione

L'impianto di cogenerazione per la produzione di energia elettrica da biogas è attualmente costituito da una centrale di aspirazione direttamente connessa alla rete di estrazione dai lotti di discarica che opera il trattamento e la depurazione del biogas.

Il recupero energetico avviene all'interno dei 3 motori endotermici per un totale di 1,8 MW di potenza installata: l'energia elettrica, prodotta da fonte rinnovabile, viene immessa nella rete pubblica per un totale annuo di circa 12.000 MW. Inoltre all'interno dell'insediamento vi sono strutture ausiliarie di servizio agli impianti quali la stazione di pesatura, gli uffici e l'officina.

#### Impianto di Depurazione

L'impianto di depurazione, autorizzato con Determina Dirigenziale n. 3587 del 27 agosto 2009 avente per oggetto l'Autorizzazione Integrata Ambientale ai sensi del D.Lgs. 59/2005, consente lo svolgimento di un'attività industriale di depurazione dei rifiuti liquidi non pericolosi e recupero rifiuti liquidi pericolosi, mediante un processo di trattamento che prevede:

- rifiuti liquidi non pericolosi 129.000 ton/anno autorizzate in ingresso
- rifiuti liquidi pericolosi 10.000 ton/anno autorizzate in ingresso

L'impianto chimico-fisico è costituito essenzialmente dalle seguenti linee di trattamento:

- linea di trattamento in continuo e successivo strippaggio di ammoniaca dai reflui ammoniacali con produzione di solfato di ammonio in cristalli;
- linea di trattamento chimico-fisico per i reflui non ammoniacali;
- linea di trattamento in discontinuo dei reflui a carattere fangoso

Inoltre all'interno dell'insediamento vi sono strutture ausiliarie di servizio agli impianti quali la stazione di pesatura, gli uffici e locali tecnici.

## Il Piano Industriale - assumptions

Con nota del 27 luglio 2015 la Società ha comunicato all'Ente la valutazione del capitale economico approvata dall'Assemblea dei soci in data 20 luglio 2015 in conformità alle deliberazioni già assunte dal Consiglio di Amministrazione sulla base della valutazione predisposta dall'advisor PKF S.p.A.

Il Piano industriale, appare ben strutturato ed idoneo ad un suo utilizzo per la valutazione economica del capitale della Società.

Le linee guida del nuovo Piano sono le seguenti:

- a) sviluppare il trattamento dei liquidi e dei fanghi con nuovi impianti e nuovi processi;
- b) incrementare il livello di utilizzo degli impianti mediante un nuovo sistema di turni;
- c) incrementare il recupero di materie prime da riutilizzare nel settore industriale ed in agricoltura;
- d) potenziamento della produzione energetica;
- e) valutazione costante delle opportunità di introduzione di nuove linee di attività;
- f) in particolare per l'anno 2015 il Piano prevede:
  - f.1) esercizio a pieno regime del primo modulo del Lotto 3 della discarica di Pontedera;
  - f.2) avvio dei lavori di rinaturazione del *capping* della discarica di Pontedera – Lotto 2;
  - f.3) ristabilire un corretto flusso di rifiuti dal mercato esterno per l'impianto chimico – fisico dei reflui in modo da garantire la saturazione dello stesso;
  - f.4) garantire un flusso costante di lavorazione del solfato di ammonio cristallizzato;
  - f.5) avviare l'utilizzo del nuovo impianto per il trattamento e l'inertizzazione dei fanghi biologici a partire dal 2° semestre;
- g) per le annualità successive al 2015 il Piano prevede:
  - g.1) il nuovo impianto per il trattamento dei fanghi urbani entra in esercizio nel corso del 2015 e viene locato ad un terzo soggetto;



- g.2) la discarica di Cascina cesserà la propria attività a fine 2016. I costi "post-mortem" continueranno a generarsi fino al subentro del Comune di Cascina nel 2026;
- g.3) utilizzo del Lotto 3 discarica di Pontedera fino al completamento previsto per il 2022. A partire da tale anno sono stati calcolati i costi "post-mortem" per 30 anni
- g.4) nell'arco di Piano si prevede per la discarica di Pontedera l'acquisizione di rifiuti con il codice CER 191212 che hanno un prezzo di conferimento superiore agli altri;
- g.5) relativamente all'impianto di trattamento reflui il nuovo Piano prevede un incremento del fatturato di terzi per effetto della realizzazione di interventi tecnici. E' previsto inoltre l'utilizzo di parte della capacità di smaltimento per il trattamento del percolato di discarica;
- g.6) continuazione delle iniziative per il recupero dell'energia e materie prime, seconde senza tuttavia prevedere incrementi di fatturato.
- h) relativamente ai *surplus assets*, il nuovo Piano prevede un valore residuo alla data del 2023 pari a 8.664 k€;
- i) infine per quanto riguarda la partecipazione nella controllata Valdera Acque S.r.l., è stato assunto che il valore della stessa sia pari al valore del suo patrimonio netto alla data del 31 dicembre 2014, pari a 2.058 k€ (di cui 1.584 k€ corrispondono al 76,96%).

PKF S.p.a., sulla base delle risultanze delle attività svolte circa la verifica del valore corrente teorico della Ecofor Service S.p.A. alla data del 31 dicembre 2014 ai sensi e per gli effetti dell'art. 1, comma 569, della L. 147/2013, evidenzia nella propria relazione un *range* di valori che può essere riassunto come segue:

Valore massimo: euro 11.202 mila

Valore medio: euro 10.836 mila

Valore minimo: euro 10.474 mila

Sulla base di tale valutazione l'Assemblea dei soci di Ecofor Service S.r.l. in data 20 luglio 2015 ha deliberato in merito alla determinazione del capitale economico della Società, fissando lo stesso al valore di euro 11.202 mila, pari cioè a 9,574 euro per ogni azione detenuta.

In relazione alle azioni detenute dal Comune di Pisa nella citata società, il valore di liquidazione delle stesse è stato determinato in 3.474 k€.

## La valutazione di Ecofor Service S.p.A. – il metodo utilizzato

Il documento elaborato da PKF S.p.A. per la valutazione del capitale economico della Società prende in esame il metodo del DCF nella sua versione *unlevered*.

Tale metodo finanziario basa il proprio presupposto sulla stima del valore del capitale economico mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi. In base a tale metodo il tasso di attualizzazione, il periodo considerato e l'individuazione dei flussi di cassa sono gli elementi che incidono sulla determinazione del valore e che, come nel metodo reddituale, possono risentire della discrezionalità utilizzata dal valutatore nelle scelte operate.

Tale metodo determina il valore del capitale economico di una Società tramite la stima dei flussi di cassa futuri da essa generati, attualizzati in funzione dell'arco temporale esplicito in cui si ipotizza saranno conseguiti.

I flussi monetari devono essere attualizzati ad un tasso che rifletta il grado di rischio dell'entità stessa. Fase cruciale dell'applicazione del metodo finanziario è dunque la stima dei flussi di cassa e la determinazione dell'appropriato tasso di attualizzazione.

Il metodo del DCF individua il valore del capitale economico teorico della Società sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi che essa genererà in futuro. In particolare, il valore del capitale economico è pari alla somma algebrica di:

- Valore operativo, generalmente risultante dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa in un periodo di proiezione esplicita e del valore attuale delle attività operative dell'azienda al termine di tale periodo (c.d. "*terminal value*")
- Valore di mercato di eventuali *surplus assets* non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati nella determinazione dei flussi di cassa operativi prospettici
- Consistenza dei debiti onerosi della società alla data di riferimento della valutazione

Il calcolo del valore operativo della società comporta l'esecuzione dei seguenti passaggi:

- Calcolo dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa durante il periodo di proiezione esplicita;
- Calcolo dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa oltre il periodo di proiezione esplicita (*Terminal Value*);
- Calcolo del tasso di attualizzazione dei flussi precedentemente individuati (*WACC*);
- Attualizzazione dei flussi di cassa scontandoli al tasso *WACC*.

I c.d. "*surplus asset*", così come si evince dal documento predisposto da PKF S.p.A., sono identificabili come le attività la cui ipotetica liquidazione alla data di riferimento della valutazione non viene giudicata compromettente per la futura attività economica dell'impresa.



Tali attività, talvolta caratterizzate da un profilo di rischio diverso da quello delle attività operative dell'azienda, devono essere valutate separatamente.

Nel caso in esame peraltro non si evidenziano attività accessorie di cui tenere conto, tuttavia viene segnalato che saranno successivamente indicati come "*surplus asset*" quei beni strumenti, così denominati dalla Società nel proprio Piano Industriale, per i quali si prevede la dismissione nell'esercizio 2023 per effetto della cessazione dell'attività al 31 dicembre 2022.

Al fine di ricondurre il valore della Società (eventualmente maggiorato del valore delle attività accessorie) al valore economico teorico della stessa, è inoltre necessario sottrarre dal primo l'entità delle risorse finanziarie fornite da terzi finanziatori che hanno investito a titolo di credito in azienda. Tale ammontare è rappresentato dall'indebitamento oneroso, al netto della liquidità (c.d. "*excess cash*"), così come si rileva dall'ultimo bilancio disponibile.

#### L'attività di analisi e valutazione effettuata da Moores Rowland Bompani S.r.l.

In relazione al mandato ricevuto, la nostra attività è consistita essenzialmente in:

- a) informazioni a carattere generale sulla Società (soci, linee di business attivate, mercato di riferimento, luoghi di svolgimento dell'attività ecc cc);
- b) acquisizione di informazioni storiche sull'andamento economico e finanziario della società (ultimi 3 bilanci);
- c) analisi del mercato di riferimento della Società anche in relazione ai principali competitors della stessa;
- d) esame critico delle *assumptions* che stanno alla base del Piano 2015-2022;
- e) analisi critica dei metodi utilizzati per la valutazione del capitale economico di Ecofor Service S.p.A. e verifica circa la correttezza dei calcoli utilizzati per la sua determinazione.

Dall'esame critico del documento predisposto da PKF S.p.A. si rilevano fondamentalmente due criticità:

1. utilizzo di un unico metodo di valutazione senza alcuna motivazione in merito all'adozione del DCF a discapito di altri metodi astrattamente applicabili;
2. mancanza di "*sensitivity analysis*" in merito agli scenari alternativi del Piano Industriale.

In merito al punto sub 1) si rileva che per la valutazione in oggetto potevano essere utilizzati anche altri metodi quali:

- a) il metodo reddituale che individua il valore teorico sulla base dell'attualizzazione dei redditi di esercizio netti che la Società genererà in futuro;

- b) il metodo dei multipli di mercato che consiste nella stima del valore economico della Società (non quotata) prendendo come riferimento un campione di società quotate operanti nello stesso settore e con caratteristiche simili a quelle della società oggetto di valutazione;
- c) il metodo dei multipli di transazioni che consiste nella stima del valore economico della Società (non quotata) prendendo come riferimento un campione di transazioni aventi come oggetto società target operanti nello stesso settore e con caratteristiche simili a quelle della Società oggetto di valutazione.

L'analisi posta in essere da MRB ha tuttavia evidenziato che relativamente ai metodi sub b) e c) le caratteristiche della Società sono tali da non rendere applicabile tali metodologie per la determinazione del valore del capitale economico della stessa.

Invece con riferimento al metodo reddituale, rileviamo che la sua eventuale adozione avrebbe portato ad un valore sensibilmente più basso rispetto alle risultanze dell'applicazione del metodo del DFC e pertanto, nell'ottica dell'Ente Comune di Pisa l'adozione di tale metodo sarebbe stata maggiormente penalizzante per la valutazione del capitale economico della Ecofor Service S.p.A.

Relativamente invece al punto di cui al sub 2), nel corso delle nostre analisi abbiamo provato ad applicare una "sensitivity analysis" al fine di valutare gli impatti sul Piano industriale della Società e conseguentemente sulla determinazione del valore del suo capitale economico. Tuttavia, a tale riguardo, si rileva che la valutazione del capitale economico di Ecofor Service S.p.A. prodotta da PKF S.p.A. si attesta su scenari tra i più favorevoli tra quelli presi in esame.

## Conclusioni

In riferimento al mandato conferitoci circa la verifica della congruità della valutazione del capitale economico della società Ecofor Service S.p.A., sulla base del lavoro svolto sul Piano industriale approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 22 giugno 2015, riteniamo che la determina assunta dall'Assemblea dei soci che fissa il valore della Società in 11.202 mila euro sia congrua in relazione all'effettivo valore del capitale economico della stessa.

Milano li 17 settembre 2015

moores rowland bompani

Dott. Simone Sartini

(Partner)

