



Ecofor Service S.p.A.

Verifica del valore corrente teorico della
ECOFOR SERVICE S.p.A. al 31 dicembre 2014
ai sensi e per gli effetti dell'art. 1, comma 569, della L. 147/2013.



Indice

Par.	Titolo	Pag.
I	Oggetto del presente incarico	3
II	Ipotesi di lavoro e limitazioni	4
III	Executive Summary	7
IV	Metodo di valutazione	8
V	Descrizione della Società e dei dati di piano	13
VI	Valutazione del capitale economico	23
VII	Glossario	32

I. Oggetto del presente incarico

Sulla base e con i limiti della nostra offerta datata 07 marzo 2015, da Voi accettata in data 22 giugno 2015, è stata predisposta la presente relazione di supporto al Consiglio di Amministrazione, contenente la determinazione del valore del capitale economico di ECOFOR SERVICE S.P.A. (di seguito anche solo «Ecofor») al 31 dicembre 2014 con le finalità di cui all'art. 1, comma 569 della L. 147/2013.

Nello svolgimento delle opportune indagini conoscitive, abbiamo esaminato i seguenti documenti assunti a base delle nostre successive elaborazioni:

- Bilanci approvati di ECOFOR SERVICE S.P.A. per l'ultimo triennio disponibile (2012 – 2013 - 2014) corredati delle relazioni dell'organo di controllo;
- Piano Industriale 2015-2022 redatto dagli amministratori di ECOFOR SERVICE S.P.A. (versione datata 16 giugno 2015 approvata nel corso del Consiglio di Amministrazione del 22 giugno 2015).

II. Ipotesi di lavoro e limitazioni (1 di 3)

- Le conclusioni e le indicazioni esposte nel presente documento non dovranno essere impiegate per fini diversi da quelli per cui è stato redatto ovvero per le finalità di cui all'art. 1, comma 569 della L. 147/2013.
- PKF Italia S.p.A. non assume alcuna responsabilità diretta o indiretta per gli eventuali danni che potrebbero derivare da un non corretto utilizzo delle informazioni contenute nel presente documento.
- Il presente documento ha natura riservata ed è destinato esclusivamente al Consiglio di Amministrazione di ECOFOR SERVICE S.p.A., agli esponenti apicali dei relativi soci e ad eventuali advisor nominati dal Consiglio di Amministrazione o dai relativi soci per le finalità di cui all'art. 1, comma 569 della L. 147/2013.; lo stesso non può essere riprodotto, divulgato o mostrato a terzi estranei, o pubblicato per qualsiasi scopo e qualsiasi tecnica, senza aver preventivamente ottenuto il consenso scritto di PKF Italia S.p.A..
- Resta inteso che anche nel caso in cui il presente documento sia posto in circolazione, distribuito a terzi, pubblicato o comunque reso pubblico, chi scrive non potrà in alcun modo essere ritenuto responsabile per qualsiasi eventuale conseguenza pregiudizievole discendente dall'adozione di decisioni adottate in conseguenza della lettura del documento medesimo.

II. Ipotesi di lavoro e limitazioni (2 di 3)

- I risultati delle analisi valutative condotte non risultano pertanto rappresentative di prezzi negoziabili nell'ambito di operazioni di finanza straordinaria o transazioni con terzi.
- Le analisi e le valutazioni svolte sono basate sugli eventi ritenuti certi o ragionevolmente prevedibili al momento della stesura del presente documento, sono stati esclusi dalle analisi e dalle proiezioni tutti gli elementi di natura straordinaria e dunque non ragionevolmente prevedibili e non coerenti con i principi di logica e prudenza adottati nel presente lavoro.
- L'incarico non ha previsto lo svolgimento di procedure di revisione contabile sui bilanci della Società. Inoltre, non sono stati effettuati accertamenti per 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.
- Il lavoro da noi svolto è basato su dati e informazioni storiche e prospettiche forniteci dalla Direzione della ECOFOR SERVICE S.p.A.. Non abbiamo svolto nessuna verifica indipendente o controlli di altro tipo sui dati e sulle informazioni ottenute e, pertanto, non esprimiamo alcuna opinione o altra forma di giudizio sulla loro accuratezza, correttezza e completezza. Nell'utilizzo dei dati previsionali che ci sono stati forniti abbiamo presupposto che questi siano stati preparati in modo obiettivo su elementi di ipotesi che riflettano le migliori previsioni attualmente disponibili per il management della ECOFOR SERVICE S.p.A. in relazione ai futuri risultati e alle condizioni economiche delle società.



II. Ipotesi di lavoro e limitazioni (3 di 3)

- I dati e le informazioni pervenuteci rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità del management della ECOFOR SERVICE S.p.A.. Abbiamo ritenuto e riterremo che tutte le informazioni fornite, e/o comunicate dal management della società direttamente o tramite i propri consulenti, siano corrette.
- A causa dell'attuale situazione dei mercati finanziari che ha creato incertezza e variazioni importanti dei tassi di mercato, non si esclude che una fluttuazione successiva ulteriore nei tassi utilizzati per la determinazione del Cost of Equity possa portare a stime differenti rispetto a quelle esposte nella presente relazione.
- Le condizioni del presente incarico non prevedono l'aggiornamento dei risultati ottenuti in seguito alla data di consegna del presente Report.



III. Executive Summary

Le risultanze delle attività svolte di 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, mostrano un intervallo che può essere riassunto come segue:

Valore massimo: euro 11.202 mila

Valore medio: euro 10.836 mila

Valore minimo: euro 10.474 mila

Restiamo a disposizione per qualsiasi chiarimento e porgiamo distinti saluti

Massimo Innocenti
PKF Italia spa
socio

IV. Metodo di valutazione (1 di 5)

Ai fini della valutazione di ECOFOR si è ritenuto di utilizzare il metodo finanziario, e più in particolare il metodo denominato DCF nella sua versione unlevered.

Di seguito si riporta una descrizione del metodo utilizzato nella fattispecie.

Metodo finanziario

Il metodo finanziario stima il valore del capitale aziendale mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa anziché dei flussi di reddito attesi. In tal caso 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 di un'attività o azienda 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.

IV. Metodo di valutazione (2 di 5)

Il metodo finanziario del DCF individua il valore economico teorico della valutata 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 asset 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.

IV. Metodo di valutazione (3 di 5)

I c.d. «surplus asset» 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 (surplus assets) di cui tenere conto. (si segnala tuttavia che saranno successivamente indicati come «surplus assets» quei beni strumenti, così denominati dalla Società nel proprio Piano Industriale per i quali il Piano prevede la dismissione nell'esercizio 2023 per effetto della cessazione dell'attività al 31.12.2022).

Al fine di ricondurre il valore operativo della società (eventualmente maggiorato del valore delle attività accessorie) al valore economico teorico della stessa, è necessario sottrarre dal primo l'insieme delle risorse finanziarie che terzi finanziatori 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 da ultimo bilancio disponibile.

Nella fattispecie, la configurazione di valore impiegata risulta la seguente:

$$EqV = EV + SA + PFN$$

dove:

Eq V = equity value

EV = enterprise value

SA = surplus assets

PFN = posizione finanziaria netta

IV. Metodo di valutazione (4 di 5)

A sua volta l'Enterprise Value viene calcolato con la seguente formula:

$$EV = \sum FC_t / (1+i)^t + VR / (1+i)^n$$

dove:

EV = enterprise value

FC = flussi di cassa operativi dei periodi di proiezione esplicita

t = singoli periodi

n = orizzonte di proiezione esplicita

r = tasso di attualizzazione

VR = valore residuo (terminal value)

Nella fattispecie si considera di utilizzare il metodo finanziario del Discounted Cash Flow nella sua versione “*unlevered*” (che considera i flussi di cassa per la remunerazione sia del capitale di debito sia del capitale di rischio dei soci), conseguentemente sono considerati ai fini della stima:

- *FC = i flussi di cassa del tipo “unlevered”*
- *Il tasso di attualizzazione “r” da applicarsi per coerenza nella valutazione di tipo “unlevered” è il Costo Medio Ponderato del Capitale (di seguito “WACC” weighted average cost of capital)*

I flussi di cassa operativi “unlevered” sono determinati come:

$$FC \text{ “unlevered”} = \text{Risultato Operativo (EBIT)} - \text{Imposte sull'EBIT} + \text{Ammortamenti ed accantonamenti} \pm \text{Var. Capitale Circolante} \pm \text{Var. Capitale Fisso.}$$



IV. Metodo di valutazione (5 di 5)

Il costo medio ponderato del capitale “WACC” è determinato in base alla formula:

$$WACC = K_e * E / (D + E) + K_d * D / (D + E) * (1 - tax)$$

dove :

K_e = costo del capitale di rischio

K_d = Costo del capitale di debito

E = mezzi propri

D = indebitamento

Tax = aliquota fiscale

Il **costo del capitale di rischio** è comunemente definito come il costo opportunità del capitale azionario dell'azienda, ovvero il suo rendimento medio atteso. Il costo del capitale di rischio può essere stimato tramite differenti modelli. In questa sede si fa riferimento al modello del **Capital Asset Pricing Model** (CAPM), definito dalla seguente relazione:

$$K_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f) + EP = r_f + \beta \times MRP + EP$$

dove:

K_e = costo del capitale di rischio;

R_f = rendimento degli investimenti privi di rischio;

R_m = rendimento di un portafoglio di attività rappresentativo del mercato;

β = indice della rischiosità della società rispetto alla media del mercato;

MRP = premio per il rischio di mercato (Market Risk Premium);

EP = extra rendimento specifico (dimensionale, sovrarischio, ecc.)

V. Descrizione della società e dei dati di piano

Storia del ECOFOR SERVICE

Ecofor Service, fondata nel 1996, è attiva nella gestione di due discariche per rifiuti industriali non pericolosi a Pontedera (PI) e a Tiro a Segno (PI).

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.

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 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 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.

La Società svolge le seguenti attività:

- gestione di **discariche** di rifiuti speciali non pericolosi;
- **progettazione e costruzione di opere di protezione ambientale**
- produzione di energia elettrica da **biogas**
- **depurazione** di rifiuti liquidi.

V. Descrizione della società e dei dati di piano

Dati storici di bilancio

Conto Economico	Dati in Euro/000			% di contribuzione		
	31/12/12	31/12/13	31/12/14	31/12/12	31/12/13	31/12/14
Ricavi delle vendite e servizi	16.824	15.121	15.000	72,1%	82,0%	78,0%
Incrementi di immob. per lavori interni	653	821	618	2,8%	4,4%	3,2%
Variazione rimanenze SL e PF	52	0	0	0,2%	0,0%	0,0%
Altri ricavi	5.805	2.509	3.621	24,9%	13,6%	18,8%
Valore della Produzione	23.334	18.451	19.239	100,0%	100,0%	100,0%
Acquisti mp e merci	(1.477)	(1.232)	(1.475)	-6,3%	-6,7%	-7,7%
Var. rimanenze mp	174	(238)	(5)	0,7%	-1,3%	0,0%
Margine industriale	22.031	16.981	17.759	94,4%	92,0%	92,3%
Costi per servizi	(5.921)	(5.891)	(5.907)	-25,4%	-31,9%	-30,7%
Costi per godimento beni di terzi	(630)	(573)	(404)	-2,7%	-3,1%	-2,1%
Altro oneri diversi di gestione	(144)	(106)	(161)	-0,6%	-0,6%	-0,8%
Valore Aggiunto	15.336	10.411	11.287	65,7%	56,4%	58,7%
Costo del personale	(3.261)	(3.470)	(3.470)	-14,0%	-18,8%	-18,0%
MOL (EBITDA)	12.075	6.941	7.817	51,7%	37,6%	40,6%
Ammortamento imm.ni immateriali	(70)	(77)	(68)	-0,3%	-0,4%	-0,4%
Ammortamenti imm.ni materiali	(4.506)	(3.142)	(4.350)	-19,3%	-17,0%	-22,6%
Accantonamenti e svalutazioni	(4.582)	(1.561)	(1.132)	-19,6%	-8,5%	-5,9%
Reddito Operativo (EBIT)	2.918	2.161	2.265	12,5%	11,7%	11,8%
Proventi/(oneri) finanziari	(192)	(219)	(308)	-0,8%	-1,2%	-1,6%
Proventi/(oneri) straordinari	(47)	(19)	(7)	-0,2%	-0,1%	0,0%
Utile ante imposte	2.679	1.923	1.950	11,5%	10,4%	10,1%
Imposte	(908)	(671)	(701)	-3,9%	-3,6%	-3,6%
Risultato di periodo	1.771	1.252	1.249	7,6%	6,8%	6,5%

A fianco sono riportati i dati economici consuntivi del bilancio 2012, 2013 e 2014.

I dati sono espressi in Euro/000 sia come % di contribuzione sul valore della produzione.



V. Descrizione della società e dei dati di piano

Dati storici di bilancio

ECOFOR - Stato Patrimoniale	Dati in Euro/000			% su CIN		
	31/12/12	31/12/13	31/12/14	31/12/12	31/12/13	31/12/14
Immobilizzazioni immateriali nette	375	356	275	2,7%	2,5%	1,8%
Immobilizzazioni materiali nette	23.871	25.715	27.070	173,4%	179,0%	174,2%
Immobilizzazioni finanziarie nette	1.437	1.437	1.437	10,4%	10,0%	9,2%
Attivo immobilizzato netto	25.683	27.508	28.782	186,5%	191,5%	185,2%
Attività correnti	9.987	8.679	9.096	72,5%	60,4%	58,5%
Passività correnti	6.740	5.491	6.304	49,0%	38,2%	40,6%
CCN	3.247	3.188	2.792	23,6%	22,2%	18,0%
Fondo TFR	(688)	(699)	(736)	-5,0%	-4,9%	-4,7%
Altri fondi	(14.473)	(15.632)	(15.298)	-105,1%	-108,8%	-98,4%
CIN	13.769	14.365	15.540	100,0%	100,0%	100,0%
Debiti finanziari a breve	1.529	2.480	2.447	11,1%	17,3%	15,7%
Debiti finanziari a medio/lungo	5.231	6.036	7.570	38,0%	42,0%	48,7%
Disponibilità liquide	(288)	(1.098)	(1.678)	-2,1%	-7,6%	-10,8%
Posizione finanziaria netta	6.472	7.418	8.339	47,0%	51,6%	53,7%
Capitale sociale	1.170	1.170	1.170	8,5%	8,1%	7,5%
Altre Riserve	4.356	4.525	4.782	31,6%	31,5%	30,8%
Risultato netto	1.771	1.252	1.249	12,9%	8,7%	8,0%
Patrimonio netto	7.297	6.947	7.201	53,0%	48,4%	46,3%
Totale Fonti	13.769	14.365	15.540	100,0%	100,0%	100,0%

A fianco sono riportati i dati patrimoniali consuntivi del bilancio 2012, 2013 e 2014.

I dati sono espressi in Euro/000 sia come % di contribuzione sul CIN.



V. Descrizione della società e dei dati di piano

Compagine Sociale

Alla data della presente relazione il capitale sociale di ECOFOR risulta di Euro 1.170.000 interamente versato.

Il capitale sociale risulta ripartito fra i soci secondo le percentuali di possesso evidenziate nella tabella a fianco.

Compagine Sociale ECOFOR SERVICE S.p.A.	% possessione
Forti Holding S.p.A.	37,20%
Comune di Pisa	31,02%
Comune di Pontedera	19,33%
Altri	12,45%
Totale Capitale	100,00%

V. Descrizione della società e dei dati di piano

Piano Industriale 2015-2022

Al fine di procedere alla corretta applicazione della procedura di valutazione è stato preso quale riferimento il Piano Industriale 2015–2022 predisposto dall'organo amministrativo e dal management della ECOFOR.

Ai fini del presente incarico, non sono stati analizzati gli effetti di eventuali variazioni di scenario nel periodo di piano, ma è stata tuttavia effettuata una verifica di coerenza, principalmente mediante colloqui con la società, circa le previsioni presenti nel Piano medesimo.

I dati relativi all'esercizio 2014 si riferiscono all'ultimo bilancio approvato della Società, mentre i dati previsionali sono assunti dal Piano Industriale 2015-2022 fornito da ECOFOR ed approvati dal relativo CdA in data 22 Giugno 2015.

Si evidenzia che il Piano industriale 2015-2022 predisposto dal CdA di ECOFOR include altresì:

- la stima dei Surpluss Assets,
- gli oneri di chiusura e post chiusura delle discariche in ipotesi di cessazione dell'attività in sociale nel 2022, per effetto della scadenza del termine di utilizzo del terzo lotto della discarica di Pontedera.

Si riporta di seguito una sintesi dei dati economico e patrimoniali del Piano Industriale redatto dal management.

V. Descrizione della società e dei dati di piano

Piano Industriale 2015-2022

ECOFOR - Stato Patrimoniale	31/12/14	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22
Dati Euro '000	Consuntivo	Piano	Piano	Piano	Piano	Piano	Piano	Piano	Piano
Immobilizzazioni immateriali nette	274	193	111	29	0	0	0	0	0
Immobilizzazioni materiali nette	27.070	27.663	25.819	24.414	22.595	20.432	18.187	15.771	13.863
Immobilizzazioni finanziarie nette	1.437	1.437	1.437	1.437	1.437	1.437	1.437	1.437	1.437
Attivo immobilizzato netto	28.781	29.292	27.367	25.880	24.031	21.869	19.624	17.208	15.300
Crediti commerciali	8.279	7.788	7.337	7.452	7.622	7.674	7.721	7.832	7.729
Ratei e risconti attivi	364	304	243	182	121	61	-	-	-
Attività correnti	8.644	8.092	7.580	7.634	7.743	7.735	7.721	7.832	7.729
Debiti commerciali	6.158	5.081	4.667	4.817	4.969	4.572	4.475	4.678	4.608
Ratei e risconti passivi	144	144	144	144	144	144	144	144	144
Passività correnti	6.302	5.225	4.811	4.962	5.113	4.716	4.619	4.822	4.752
CCN	2.342	2.867	2.769	2.672	2.630	3.019	3.102	3.010	2.977
Fondo TFR e altri fondi per dip.ti	(743)	(778)	(813)	(848)	(883)	(918)	(953)	(988)	(1.023)
Fondo Imposte	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fondi Rischi e oneri	(15.292)	(15.389)	(13.346)	(12.884)	(12.327)	(11.839)	(11.299)	(11.939)	(12.524)
Fondo Indennità agenti	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CIN	15.088	15.992	15.977	14.821	13.452	12.131	10.474	7.291	4.730
Debiti finanziari a breve		108	241	861	848	291			
Debiti finanziari a medio/lungo	10.018	7.571	6.452	4.294	2.121	652	370	126	0
Disponibilità liquide	(2.130)						(1.821)	(5.690)	(9.358)
Posizione finanziaria netta	7.888	7.680	6.693	5.156	2.969	943	(1.452)	(5.564)	(9.358)
Capitale sociale	1.170	1.170	1.170	1.170	1.170	1.170	1.170	1.170	1.170
Altre Riserve	4.782	4.782	4.782	4.782	4.782	4.782	4.782	4.782	4.782
Utili portati a nuovo	-	250	1.305	2.319	3.016	3.774	4.505	5.239	6.071
Risultato netto	1.249	2.110	2.027	1.395	1.516	1.462	1.469	1.664	2.064
Patrimonio netto	7.201	8.312	9.284	9.665	10.484	11.188	11.926	12.856	14.088
Totale Fonti	15.088	15.992	15.977	14.821	13.452	12.131	10.474	7.291	4.730

A fianco sono riportati i dati patrimoniali consuntivi 2014 ed i dati previsionali da Piano Industriale 2015-2022

V. Descrizione della società e dei dati di piano

Piano Industriale 2015-2022

ECOFOR - Conto Economico	31/12/14	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22
Dati Euro '000	Consuntivo	Piano	Piano	Piano	Piano	Piano	Piano	Piano	Piano
Ricavi Principali	16.659	17.733	17.824	15.689	15.739	15.639	15.689	15.739	15.789
Altri ricavi	511	553	553	553	553	553	553	553	553
Capitalizzazioni	618	688	464	481	410	400	407	407	407
Utilizzo fondi	1.451	329	329	286	286	286	286	286	286
Valore della produzione	19.240	19.304	19.171	17.009	16.988	16.879	16.936	16.986	17.036
Acquisti di materie prime e merci	1.438	1.343	1.300	1.301	1.304	1.298	1.302	1.302	1.302
Costi per materiale gnerale	38	43	43	43	43	43	43	43	43
Variazione delle rimanenze	5	(5)	0	0	0	0	0	0	0
Margine industriale	17.759	17.923	17.828	15.665	15.641	15.538	15.591	15.641	15.691
Costi per servizi	4.615	4.168	4.180	3.780	3.834	3.833	3.884	3.910	3.936
Costi per godimento beni di terzi	404	422	362	294	294	294	230	229	229
Altri oneri di gestione	1.312	1.607	1.457	1.457	1.457	1.457	1.457	1.457	1.457
Valore Aggiunto	11.428	11.726	11.829	10.134	10.056	9.953	10.021	10.045	10.069
Costo del personale totale	3.567	3.598	3.618	3.628	3.638	3.648	3.658	3.668	3.678
MOL (EBITDA)	7.861	8.128	8.211	6.506	6.418	6.305	6.363	6.377	6.391
Ammortamenti imm. immateriali	68	82	82	82	29	0	0	0	0
Ammortamenti imm. materiali	4.350	3.098	3.320	3.013	2.902	2.992	3.082	2.823	2.317
Accantonamenti e svalutazioni	1.133	1.396	1.463	1.068	1.069	1.069	1.069	1.069	1.013
Reddito Operativo (EBIT)	2.310	3.552	3.346	2.342	2.419	2.245	2.212	2.486	3.062
Proventi finanziari	19	14	14	14	14	14	14	14	14
Oneri finanziati	(368)	(374)	(301)	(234)	(171)	(99)	(68)	(68)	(68)
Oneri Finanziari (Mutuo CRSM 2016)	0	(23)	(47)	(42)	(34)	(27)	(19)	(11)	(2)
Saldo Proventi - Oneri finanziari	(349)	(384)	(334)	(262)	(191)	(112)	(73)	(65)	(56)
Altri proventi straordinari	14	1	1	1	1	1	1	1	1
Altri oneri straordinari	(25)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)
Saldo Proventi - Oneri straordinari	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)
Risultato ante imposte	1.950	3.157	3.000	2.069	2.217	2.121	2.128	2.409	2.994
Imposte dell'esercizio	(701)	(1.047)	(973)	(674)	(701)	(659)	(659)	(745)	(930)
Risultato netto d'esercizio	1.249	2.110	2.027	1.395	1.516	1.462	1.469	1.664	2.064

A fianco sono riportati i dati economici consuntivi 2014 ed i dati previsionali da Piano Industriale 2015-2022

V. Descrizione della società e dei dati di piano

Piano Industriale 2015-2022

ECOFOR - Cash Flow	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22
Dati Euro '000	Piano	Piano	Piano	Piano	Piano	Piano	Piano	Piano
Reddito operativo	3.552	3.346	2.342	2.419	2.245	2.212	2.486	3.062
(-) imposte sul reddito	(1.047)	(973)	(674)	(701)	(659)	(659)	(745)	(930)
(+) amm.to imm. immateriali	82	82	82	29	0	0	0	0
(+) amm.to imm. materiali	3.098	3.320	3.013	2.902	2.992	3.082	2.823	2.317
(+) accantonamenti (utilizzi) fondi	133	(2.008)	(428)	(521)	(453)	(505)	675	620
FLUSSO MONETARIO	5.818	3.766	4.336	4.127	4.125	4.130	5.238	5.068
Var CCN	(525)	98	97	42	(388)	(83)	92	33
CAPEX	(3.691)	(1.477)	(1.608)	(1.082)	(829)	(836)	(407)	(408)
UFCF	1.602	2.387	2.824	3.087	2.907	3.210	4.923	4.693
Var debiti M/L	(2.338)	(987)	(1.537)	(2.187)	(2.026)	(574)	(244)	(125)
(+/-) proventi e oneri finanziari	(384)	(334)	(262)	(191)	(112)	(73)	(65)	(56)
(+/-) proventi e oneri straordinari	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)
FCF to Equity	(1.131)	1.055	1.014	697	757	2.553	4.603	4.500
Dividendi (var PN)	(999)	(1.055)	(1.014)	(697)	(758)	(731)	(735)	(832)
Variazione di cassa	(2.131)	0	(0)	0	(0)	1.822	3.868	3.668
Cassa iniziale	(2.130)	0	0	0	0	0	(1.821)	(5.690)
Variazione di cassa	(2.131)	0	(0)	0	(0)	1.822	3.868	3.668
Cassa finale	0	0	0	0	0	1.821	5.690	9.358

A fianco viene riportato il rendiconto dei flussi di cassa determinato sui dati di Piano 2015-2022

V. Descrizione della società e dei dati di piano

Surplus Assets al 2023

Il Piano industriale 2015-2022 della Ecofor prevede la prosecuzione dell'attività sociale fino al 2022, dopodichè assume che nel 2023 siano dismessi i surplus assets esistenti a tale data.

Ecofor ha valutato che nell'esercizio 2023 le immobilizzazioni strumentali saranno cedute al valore residuo contabile risultate al 31.12.2022 così per complessivi Euro 8.664mila, come da dettaglio riportato a fianco.

Ecofor ha altresì valutato come surplus asset la partecipazione in Valdera Acque S.p.A. (pari al 76,96% del capitale sociale), il valore della partecipazione assunto quale surplus asset dalla Ecofor risulta pari ad Euro 1.584mila e corrisponde alla frazione del Patrimonio Netto della controllata di pertinenza di ECOFOR determinata sui valori del bilancio chiuso al 31.12.2014.

Descrizione	Euro/000
Impianto trattamento fanghi	2.632
Fabbricati	752
Fabbricato officina	57
Impianto cogeneratore	2.019
Impianto chimico fisico	1.820
Impianto stripping	1.385
Totale immobilizzazioni strumentali	8.664
Partecipazione in Valdera Acque S.r.l.	1.584
Valore surplus assets al 2023	10.248

Il valore dei surplus assets non è stato oggetto di valutazione autonoma da parte di PKF.

Sono stati assunti ai fini della valutazione i valori espressi dalla ECOFOR.

V. Descrizione della società e dei dati di piano

Gli oneri di chiusura e post chiusura (2022-2051)

ECOFOR											
Dati Euro '000	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27	31/12/28	31/12/29	31/12/30			
Oneri chiusura Discarica											
Pontedera	(6.281)	(525)	(525)	(525)	(438)	(339)	(339)	(339)			
ECOFOR											
Dati Euro '000	31/12/31	31/12/32	31/12/33	31/12/34	31/12/35	31/12/36	31/12/37	31/12/38	31/12/39	31/12/40	
Oneri chiusura Discarica											
Pontedera	(339)	(310)	(310)	(185)	(185)	(185)	(185)	(185)	(139)	(139)	
ECOFOR											
Dati Euro '000	31/12/41	31/12/42	31/12/43	31/12/44	31/12/45	31/12/46	31/12/47	31/12/48	31/12/49	31/12/50	31/12/51
Oneri chiusura Discarica											
Pontedera	(139)	(139)	(139)	(63)	(63)	(63)	(63)	(63)	(63)	(63)	(63)

Il Piano industriale 2015-2022 della Ecofor prevede la prosecuzione dell'attività sociale fino al 2022, dopodiché assume che nel 2023 siano sostenuti i costi per la chiusura delle discarica di Pontedera e successivamente il sostenimento di costi post-chiusura dal 2024 fino al 2051 per importi decrescenti.

VI. Valutazione del Capitale Economico

Determinazione del Costo del Capitale Proprio

Costo del capitale proprio

Risk Free rate: pari al tasso di rendimento medio anno 2014 dei titoli di stato italiani BTP 10 anni (fonte: MEF).

Beta: nel caso si è ritenuto di utilizzare il Beta unlevered del settore specifico delle «Enviromental e Waste services» così come desumibile dal data-base pubblicato dal Prof. Aswath Damodaran (area Western Europe), opportunamente «re-levered» per il rapporto D/E di ECOFOR al 31.12.2014.

Country Risk Premium: al riguardo, si ritiene prudenzialmente di assumere il premio per il rischio degli investimenti azionari, al netto del rendimento degli investimenti risk free, nella misura del rischio paese Italia così come desumibile dal data base pubblicato dal Prof. Aswath Damodaran.

Costo del Capitale proprio (Ke)	
A) Risk Free rate (rf)	3,00%
Beta unlevered settore	1,2
Country Risk Premium	5,75%
B) Rischio specifico	6,8%
C) Costo del capitale proprio (Ke)	9,8%

VI. Valutazione del Capitale Economico

Determinazione del Costo del Capitale di Debito

Costo del capitale di debito

Risk Free rate: si è utilizzato il rendimento medio lordo dei titoli di stato italiani BTP 30 anni (fonte: MEF).

Spread: si è considerato una spread medio di mercato che permette di ottenere un costo del debito in linea con quanto effettivamente sostenuto dalla società nel corso dell'esercizio 2014

Tax rate : è stato considerato pari al 27,5% ovvero l'aliquota IRES corrente.

Costo del Debito (Kd)	
A) Risk Free rate (rf)	3,00%
B) Spread	0,90%
Costo del debito pre tax	3,90%
C) Tax rate	27,5%
D) Costo del debito (Kd)	2,8%

VI. Valutazione del Capitale Economico

Determinazione del Debt/Equity Ratio e del WACC

Debt/Equity Ratio

E' stata considerata la struttura media dell'indebitamento della società ECOFOR alla data del 31 dicembre 2014 (ultimo anno di consuntivo).

Costo medio ponderato del capitale (WACC)	
Debt Equity ratio	1,10
A) Costo del debito	2,82%
B) $D/(E+D)$	52,30%
C) Costo del capitale proprio	9,84%
D) $E/(E+D)$	47,70%
E) WACC	6,17%

WACC

Il costo medio ponderato del capitale è determinato in base alla formula:

$$Wacc = K_e \cdot E/(D+E) + K_d \cdot D/(D+E)$$



VI. Valutazione del Capitale Economico

Determinazione dei Flussi di Cassa attesi 2015-2022

ECOFOR Dati in Euro/000	31/12/15 Piano	31/12/16 Piano	31/12/17 Piano	31/12/18 Piano	31/12/19 Piano	31/12/20 Piano	31/12/21 Piano	31/12/22 Piano
Valore della Produzione	19.304	19.171	17.009	16.988	16.879	16.936	16.986	17.036
EBITDA	8.128	8.211	6.506	6.418	6.305	6.363	6.377	6.391
Quota ammortamenti	(3.179)	(3.402)	(3.095)	(2.931)	(2.992)	(3.082)	(2.823)	(2.317)
Acc.ti e svalutazioni	(1.396)	(1.463)	(1.068)	(1.069)	(1.069)	(1.069)	(1.069)	(1.013)
EBIT	3.552	3.346	2.342	2.419	2.245	2.212	2.486	3.062
tax rate	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%
TAXES	(1.115)	(1.050)	(735)	(760)	(705)	(695)	(780)	(961)
NOPAT	2.437	2.295	1.607	1.659	1.540	1.518	1.705	2.100
Quota amm.to	3.179	3.402	3.095	2.931	2.992	3.082	2.823	2.317
Acc.to (utilizzo) fondi	133	(2.008)	(428)	(521)	(453)	(505)	675	620
Operating Cash Flow	5.749	3.689	4.275	4.068	4.079	4.094	5.203	5.037
Delta CCN	(525)	98	97	42	(388)	(83)	92	33
CAPEX	(3.691)	(1.477)	(1.608)	(1.082)	(829)	(836)	(407)	(408)
UFCF	1.533	2.310	2.763	3.028	2.861	3.175	4.888	4.661

Nella tabella a fianco sono determinati i flussi di cassa attesi per il periodo esplicito 2015-2022.

VI. Valutazione del Capitale Economico

Determinazione dei Flussi di Cassa attesi – 2023-2051

ECOFOR - post chiusura								
Dati Euro '000	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27	31/12/28	31/12/29	31/12/30
Oneri chiusura Discarica	(6.281)	(525)	(525)	(525)	(438)	(339)	(339)	(339)
Valore Cessione surplus assets	10.248	0	0	0	0	0	0	0
UFCF	3.967	(525)	(525)	(525)	(438)	(339)	(339)	(339)

ECOFOR - post chiusura										
Dati Euro '000	31/12/31	31/12/32	31/12/33	31/12/34	31/12/35	31/12/36	31/12/37	31/12/38	31/12/39	31/12/40
Oneri chiusura Discarica	(339)	(310)	(310)	(185)	(185)	(185)	(185)	(185)	(139)	(139)
Valore Cessione surplus assets	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
UFCF	(339)	(310)	(310)	(185)	(185)	(185)	(185)	(185)	(139)	(139)

ECOFOR - post chiusura											
Dati Euro '000	31/12/41	31/12/42	31/12/43	31/12/44	31/12/45	31/12/46	31/12/47	31/12/48	31/12/49	31/12/50	31/12/51
Oneri chiusura Discarica	(139)	(139)	(139)	(63)	(63)	(63)	(63)	(63)	(63)	(63)	(63)
Valore Cessione surplus assets	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
UFCF	(139)	(139)	(139)	(63)	(63)	(63)	(63)	(63)	(63)	(63)	(63)

Nella tabella a fianco sono determinati i flussi di cassa attesi per il periodo esplicito 2023-2051, post termine delle attività.

Nel periodo sono inclusi:

- i flussi positivi dalla cessione dei Surplus Assets
- i flussi negativi derivanti dagli oneri di chiusura e post chiusura.



VI. Valutazione del Capitale Economico

Determinazione dell'Equity value puntuale

Dati in Euro/000

**Enterprise value al tasso WACC
(6,17%)**

18.723

Cassa e disp.tà 2.130

Debiti fin (10.018)

Totale PFN 31.12.14 (7.888)

Equity value

10.836

L'equity value è determinato quale differenza fra il valore puntuale dell'Enterprise Value al tasso Wacc del 6,17% e la PFN puntuale al 31.12.2014 di Ecofor.

VI. Valutazione del Capitale Economico

Determinazione dell'Equity value – intervallo di sensibilità

Enterprise Value - Intervallo di sensibilità al WACC

WACC	VA UFCF	PFN	EV
5,67%	19.089	(7.888)	11.202
5,92%	18.906	(7.888)	11.018
6,17%	18.723	(7.888)	10.836
6,42%	18.542	(7.888)	10.655
6,67%	18.362	(7.888)	10.474

Abbiamo determinato un intervallo di valori dell'Equity Value di Ecofor in ipotesi di variazioni del tasso di attualizzazione WACC di scarti di +/- 0.25 bps.

La stima dell' Equity Value rappresentativo del 100% del capitale della Società ricade nell'intervallo di:

- **MAX: 11.202 mila Euro**
- **MIN: 10.474 mila Euro**

VI. Valutazione del Capitale Economico

Alcune note metodologiche

La società ha ipotizzato la cessazione dell'attività al 2022 conseguentemente ipotizza che nel periodo 2023-2051 i soli flussi di cassa rilevabili sono connessi alla cessione dei beni strumentali e della partecipazione, mentre i flussi di cassa negativi sono relativi ai costi di chiusura e post chiusura della discarica.

La Società ha impropriamente denominato «surpluss assets» i beni strumentali utilizzati per l'attività operativa, ipotizzandone la cessione nel 2023. Ai fini della valutazione sia i flussi positivi derivanti dalla cessione dei beni strumentali sia i flussi negativi derivanti dalla chiusura e post chiusura sono stati attualizzati al 2015, tale somma algebrica rappresenta il Terminal Value della Società in ipotesi di liquidazione al 31.12.2022, per conseguenza e coerenza non è stato quindi determinato un valore autonomo del terminal value in quanto già ricompreso nell'importo dell'attualizzazione di flussi di cassa.

VI. Valutazione del Capitale Economico

Metodologie di confronto

La determinazione del valore di mercato di un qualsiasi bene, materiale od immateriale, impone normalmente che oltre al metodo utilizzato, ne vanga adottato uno secondario di convalida.

Nella fattispecie specifica abbiamo ritenuto di non applicare metodi alternativi di confronto per le seguenti motivazioni:

1. Non sono stati applicati i metodi patrimoniali derivanti dai criteri del costo per la rilevanza dell'attività operativa rispetto alla rispettiva consistenza patrimoniale. Inoltre tali metodi richiedono la stima autonoma di un valore di avviamento per il quale sarebbe parimenti necessario ricorrere a metodologie reddituali o finanziarie con il che determinando un valore finale probabilmente non dissimile dal semplice ricorso all'UDCF.
2. Non sono stati applicati metodi reddituali in alternativa a quelli finanziari valutando non significative eventuali differenze.
3. Non sono stati applicati i criteri di mercato nelle varianti dei metodi di borsa e dei metodi delle transazioni comparabili, in quanto la società non risulta quotata, né sono stati individuate società quotate perfettamente comparabili per tipologie di business con quello svolto dalla ECOFOR SERVICE S.P.A. oggetto di valutazione, né infine si sono rese disponibili sufficienti informazioni sui moltiplicatori adottati in transazioni comparabili.



VII. Glossario

Committente – ECOFOR SERVICE S.P.A.

ECOFOR – ECOFOR SERVICE S.P.A.

PKF – PKF Italia S.p.A.

Data di valutazione – al 01 Gennaio 2015

Abbreviazioni

CdA – Consiglio di amministrazione

NBV - Net Book Value (valore netto contabile)

PFN - Posizione Finanziaria Netta

SP – Stato Patrimoniale

CE – Conto Economico

CIN: capitale investito netto

CCN: capitale circolante netto

CAPEX: capital expenditure

EBITDA: earning before interest taxes depreciation amortization

EBIT: earning before interest taxes

FCF: Free cash flow

SA: surplus assets

WACC: weighted average cost of capital (costo medio ponderato del capitale)