

# **GEOFOR S.p.A.**

—

## **PERIZIA DI STIMA SUL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO**

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

Milano, novembre 2015

## **RELAZIONE DI STIMA**

*Redatta ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2343-ter, comma 2, lett. b) del Codice Civile, ai fini del conferimento della partecipazione societaria detenuta dai soci della società Geofor S.p.A. (nel seguito "Geofor"), con sede in Viale America, 105 - 56025, P. IVA 01153330509, iscritta al Registro Imprese di Pisa al n. 01153330509 - REA 104353.*

*L'Autorità per il servizio di gestione integrata dei rifiuti urbani Ambito Territoriale Ottimale "Toscana Costa" (nel seguito "ATO"), ha affidato a BDO Italia S.p.A. (nel seguito "BDO"), in data 17 aprile 2014, con aggiudicazione definitiva del bando di gara, la relazione di stima, ai sensi dell'art. 2343-ter comma 2 lettera b) del codice civile, degli assets dei Comuni dell'A.T.O. Toscana Costa ai fini del loro conferimento in RetiAmbiente S.p.A..*

*L'Assemblea di ATO, con deliberazione n.3 del 30 aprile 2015, ha stabilito i termini per lo svolgimento di una nuova procedura di valutazione degli assets fissando nel 30 giugno 2015 (nel seguito "Data di Riferimento") la data cui riferire le valutazioni al fine di poter perfezionare il conferimento entro il 31 dicembre 2015. Attraverso la medesima deliberazione, l'Assemblea di ATO ha affidato a BDO Italia S.p.A. un nuovo incarico di aggiornamento delle valutazioni di stima.*

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

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

## **LIMITAZIONI**

*BDO ha fatto pieno affidamento sul fatto che le informazioni, i documenti messi a disposizione e quanto emerso dai colloqui intercorsi con il Management di Geofor siano veritieri, accurate e complete.*

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

*L'incarico conferito a BDO Italia S.p.A. non ha come obiettivo quello di definire una linea contabile alla quale la Società oggetto di valutazione debba adeguare la propria contabilità in quanto le risultanze che BDO otterrà non vorranno mettere in alcun modo in discussione*

*i criteri di predisposizione del bilancio e la corretta rappresentazione dei dati che lo compongono nonché le attività di verifica a cui lo stesso è sottoposto dagli organi competenti.*

*La presente perizia necessariamente tiene in debita considerazione le condizioni attuali di mercato e regolamentari proprie del settore in cui opera Geofor.*

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

## INFORMAZIONI GENERALI

### a) *La Società*

GEOFOR S.p.A., con sede in VIALE AMERICA 105-55025 Pontedera (PI) codice fiscale e partita IVA n. 01153330509, iscritta al Registro Imprese di Pisa, num. REA 104353 .

La Società Geofor S.p.A. si è costituita a Pisa il 18.01.2001 a seguito dell'approvazione della deliberazione di Consiglio n. 4 come società unica per la gestione dei rifiuti urbani.

Attualmente il Comune di Pisa detiene una partecipazione di n° 1.613.107 di azioni per un valore complessivo di Euro 838.815,64 pari al 31,021% del Capitale Sociale.

Oggetto Sociale: Attività di gestione e smaltimento rifiuti sezione degli impianti di scarica e trattamento.

### b) *Capitale sociale*

Il Capitale sociale, pari ad Euro 2.704.400, interamente sottoscritto e versato, diviso in 5.200 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 0,52.

La composizione del capitale è riportata nella tabella sottostante:

|               | Socio al 24/04/2013                            | N. azioni possedute | Valore nominale     | Quota %    |
|---------------|--|---------------------|---------------------|------------|
| 1             | Comune di Pisa                                 | 1.613.107           | 838.815,64          | 31,02      |
| 2             | Comune di Pontedera                            | 1.005.000           | 522.600,00          | 19,33      |
| 3             | Comune di Cascina                              | 140.923             | 73.279,96           | 2,71       |
| 4             | Comune di San Giuliano Terme                   | 137.687             | 71.597,24           | 2,65       |
| 5             | Comune di San Miniato                          | 80.000              | 41.600,00           | 1,54       |
| 6             | Comune di Vecchiano                            | 50.888              | 26.461,76           | 0,98       |
| 7             | Comune di Vicopisano                           | 37.730              | 19.619,60           | 0,73       |
| 8             | Comune di Calci                                | 26.697              | 13.882,44           | 0,51       |
| 9             | Comune di S. Croce sull'Arno                   | 6.630               | 3.447,60            | 0,13       |
| 10            | Comune di Crespina – Lorenzana                 | 6.600               | 3.432,00            | 0,13       |
| 11            | Comune di Ponsacco                             | 2.430               | 1.263,60            | 0,05       |
| 12            | Comune di Capannoli                            | 2.200               | 1.144,00            | 0,04       |
| 13            | Comune S. Maria a Monte                        | 2.200               | 1.144,00            | 0,04       |
| 14            | Comune di Fauglia                              | 2.000               | 1.040,00            | 0,04       |
| 15            | Comune di Buti                                 | 1.104               | 574,08              | 0,02       |
| 16            | Comune di Calcinaia                            | 518                 | 269,36              | 0,01       |
| 17            | Comune di Montopoli V. Arno                    | 518                 | 269,36              | 0,01       |
| 18            | Comune di Bientina                             | 442                 | 229,84              | 0,01       |
| 19            | Comune Castelfranco di Sotto                   | 442                 | 229,84              | 0,01       |
| 20            | Comune di Palaia                               | 346                 | 179,92              | 0,01       |
| 21            | Comune di Chianni                              | 258                 | 134,16              | 0          |
| 22            | Comune di Casciana Terme - Lari                | 2280                | 1185,6              | 0,04       |
| 23            | Cassa di risparmio di S. Miniato Spa           | 44.000              | 22.880,00           | 0,85       |
| 24            | Banca Credito Coop. Fornacette scpa            | 36.000              | 18.720,00           | 0,69       |
| 25            | Cassa di Risparmio di Lucca Pisa Livorno Spa   | 18.000              | 9.360,00            | 0,35       |
| 26            | Forti Holding S.p.A.                           | 940.440             | 489.028,80          | 18,09      |
| 27            | Pisambiente s.r.l                              | 997.560             | 518.731,20          | 19,18      |
| 28            | Impresa Lavori Ing. Umberto Forti e Figlio Spa | 18.000              | 9.360,00            | 0,35       |
| 29            | Piaggio & C. S.p.A.                            | 26.000              | 13.520,00           | 0,5        |
| <b>TOTALE</b> |  | <b>5.200.000</b>    | <b>2.704.000,00</b> | <b>100</b> |

c) *Organi societari*

Alla data di riferimento la Società risulta essere retta da un Consiglio di amministrazione composto da 3 membri effettivi e 4 consiglieri. Il Consiglio di Amministrazione è nominato in parte dai possessori delle azioni di categoria A e in parte dai possessori delle azioni di categoria B.

L'organo amministrativo dura in carica tre esercizi ed è rieleggibile.

L'organo Amministrativo svolge l'ordinaria e la straordinaria amministrazione (se non di competenza dell'assemblea) e gestione della società e provvedono a tutto quanto non sia riservato dalla legge o dallo statuto dell'Assemblea ed al Direttore Generale, se nominato.

L'organo amministrativo risulta così composto:

| Consiglio di Amministrazione | Nome      | Cognome    | In carica dal | Scadenza                     |
|------------------------------|-----------|------------|---------------|------------------------------|
| Presidente                   | Paolo     | Marconcini | 31/07/2013    | Fino approv.ne Bilancio 2015 |
| Amministratore Delegato      | Fabrizio  | Catarsi    | 31/07/2013    | Fino approv.ne Bilancio 2015 |
| Vice Presidente              | Oscar     | Galli      | 31/07/2013    | Fino approv.ne Bilancio 2015 |
| Consigliere                  | Renzo     | Macelloni  | 31/07/2013    | Fino approv.ne Bilancio 2015 |
| Consigliere                  | Luigi     | Doveri     | 31/07/2013    | Fino approv.ne Bilancio 2015 |
| Consigliere                  | Caterina  | Venneri    | 25/02/2014    | Fino approv.ne Bilancio 2015 |
| Consigliere                  | Valentina | Pinori     | 31/07/2013    | Fino approv.ne Bilancio 2015 |

L'organo del collegio sindacale risulta essere composta da tre membri effettivi nominati dai soci possessori di azioni di categoria A, ai sensi dell'art 2449 c.c.

Il Collegio sindacale risulta così composto:

| Collegio Sindacale | Nome    | Cognome    | In carica dal | Scadenza                     |
|--------------------|---------|------------|---------------|------------------------------|
| Presidente:        | Alberto | Lang       | 09/07/2012    | Fino approv.ne Bilancio 2014 |
| Sindaco effettivo  | Vinicio | Bernardini | 09/07/2012    | Fino approv.ne Bilancio 2014 |
| Sindaco effettivo  | Andrea  | Bonechi    | 09/07/2012    | Fino approv.ne Bilancio 2014 |
| Sindaco supplente  | Gastone | Banti      | 09/07/2012    | Fino approv.ne Bilancio 2014 |
| Sindaco supplente  | Zelindo | Ceccarelli | 09/07/2012    | Fino approv.ne Bilancio 2014 |

d) *Oggetto sociale e durata della Società*

Ai sensi dell'articolo 4 dello Statuto sociale la Società ha per oggetto lo svolgimento diretto o tramite società partecipate e/o non, delle attività relative alla gestione dei servizi di igiene ambientale, in particolare:

- Organizzare e gestire impianti e servizi di selezione dei rifiuti, nonché la promozione e attuazione della raccolta differenziata;
- Svolgere attività di gestione e smaltimento di rifiuti pericolosi e non, oltre che scarti di rifiuti derivanti da produzioni industriale e artigianali;
- Autotrasporto di cose in conto proprio o di terzi;
- Assumere appalti o concessioni da aziende pubbliche o private delle attività di cui sopra;
- Svolgere attività di raccolta differenziata compreso la riduzione volumetrica dei materiali provenienti da tale raccolta e conseguentemente distribuire e commercializzare tali prodotti;
- Produrre, commercializzare e distribuire compost di ogni genere ricavato dal trattamento della frazione organica selezionata dal rifiuto.

La Società può svolgere ogni attività affine, complementare o connessa a quelle precedentemente indicate, ivi compreso lo studio, la progettazione, la realizzazione e la gestione di impianti specifici, sia direttamente che indirettamente.

Inoltre La Società è libera di compiere operazioni commerciali, immobiliari e finanziarie, strettamente necessarie al conseguimento dello scopo sociale purché rispettino le vigenti leggi.

In dettaglio, la Società struttura il proprio servizio di offerta su 3 macro-livelli:

- Servizi ambientali: raccolta rifiuti, stazioni ecologiche, igiene del territorio;
- Termovalorizzazione: smaltimento di rifiuti e commercializzazione e vendita di energia elettrica ricavata dall'incenerimento degli stessi;
- Impianti: produzione compost, selezione carta, piattaforma di selezione.

La durata della Società è fissata fino al 31 dicembre 2070 e può essere prorogata con le formalità previste dalla legge.

e) *Personale dipendente*

Alla data di riferimento la società ha in essere 259 rapporti di lavoro così suddivisi:

- Dirigenti: 1 unità;
- Quadri: 4 unità;
- Impiegati: 94 unità.
- Operai: 160 unità.

g) *Documentazione utilizzata per la perizia*

Il processo valutativo è stato condotto riferendosi:

- alla situazione economica e patrimoniale al 30 giugno 2015;
- al Bilancio relativo all'esercizio sociale chiuso al 31.12.2014;
- al Bilancio relativo all'esercizio sociale chiuso al 31.12.2013;
- alla documentazione Equitalia e GEFIL;
- all'ageing clienti e fornitori.

## 1. CRITERI DI VALUTAZIONE

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

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

Tale procedimento richiede l'utilizzo di criteri valutativi in grado di produrre risultati basati su razionalità, coerenza, obiettività e verificabilità.

I metodi in questione sono: Reddituale, Patrimoniale, Misto Patrimoniale-Reddituale, Finanziario e quello empirico dei Multipli di mercato.

### a) *Metodo Reddituale*

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

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

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

Il Reddito netto atteso mostra le caratteristiche di seguito esposte:

- Il Reddito netto atteso è economicamente prelevabile dagli apportatori di Capitale proprio, una volta remunerati in modo congruo tutti i fattori produttivi e destinata una quota del valore aggiunto alla conservazione delle condizioni produttive pluriennali;
- Il Reddito netto atteso è prospettico, ovvero ottenuto attraverso la proiezione nel futuro delle potenzialità di reddito attuali dell'azienda;
- Il Reddito netto atteso è normalizzato, ossia depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione ordinaria ed al core business e, in ogni caso, determinato sulla base di soluzioni razionali e comunemente accettate dal punto di vista tecnico. Ciò comporta che nella configurazione del reddito (R), debba essere eliminata ogni componente negativa la cui appostazione sia dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio;
- Il Reddito netto atteso viene per semplicità calcolato come medio, al fine di esprimere la capacità durevole dell'impresa di ottenere una grandezza media di reddito, depurata quindi dagli effetti economici connessi ad eventi congiunturali.



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

$$W = R/i$$

dove:

- W** = Valore economico dell'azienda;
- R** = Reddito medio-normale atteso (sostenibile);
- i** = Tasso di attualizzazione.

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

## *b) Metodo Patrimoniale*

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

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

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

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

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

Il PNR viene determinato in modo:

- 1) Sintetico, sommando le rettifiche incrementative o decrementative dei singoli elementi patrimoniali;

- 2) Analitico, sommando i valori correnti degli elementi patrimoniali singolarmente.

Il metodo patrimoniale può essere espresso dalla seguente formula:

$$W = PNR + BI$$

dove:

**W** = Valore economico dell'azienda;

**PNR** = Patrimonio netto rettificato;

**BI** = Beni intangibili valutabili.

### c) *Metodo misto Patrimoniale-Reddittuale*

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

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

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

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

dove:

**W** = Valore economico dell'azienda;

**R** = Metodologia basata sui flussi di reddito;

**PNR** = Patrimonio netto rettificato.

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

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

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

La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

$$W = \text{PNR} + a n_1 i^1 * (R - i^2 * \text{PNR})$$

dove:

**W** = Valore economico dell'azienda;

**R** = Reddito netto atteso medio-normale;

**PNR** = Patrimonio netto rettificato;

**n** = Numero di periodi amministrativi;

**i<sup>2</sup>** = Saggio normale di rendimento atteso del capitale proprio investito nel settore economico nel quale opera l'impresa;

**i<sup>1</sup>** = Tasso di attualizzazione.

#### d) *Metodo Finanziario*

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

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

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

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

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

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

- Il metodo dei Flussi monetari operativi (Unlevered Cash Flow) attraverso il quale si viene a determinare il Valore economico del capitale investito operativo, pari al valore dei flussi monetari operativi (Fcfo) attualizzati al Costo medio ponderato del capitale (WACC:

weighted average cost of capital). Al valore così derivato (Enterprise Value) viene sottratto l'importo corrente del debito finanziario netto, al fine di ottenere il valore del Capitale economico (Equity Value);

- Il metodo basato sul Flusso monetario netto spettante agli azionisti (Levered Cash Flow), tramite il quale il Valore economico di un'azienda (Equity Value) si ottiene attualizzando i flussi netti complessivi di periodo (Fcfe) ad un tasso pari al costo del Capitale proprio ( $K_e$ ).

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

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

$$\begin{array}{l} \textbf{ENTERPRISE VALUE} \\ \text{Enterprise Value} = \text{Fcfo} / \text{WACC} \end{array}$$

$$\begin{array}{l} \textbf{EQUITY VALUE} \\ \text{Equity Value} = \text{Fcfe} / K_e \end{array}$$

dove:

$$\begin{array}{ll} W & = \text{Valore economico dell'azienda;} \\ \text{Fcfo} & = \text{Flusso di cassa operativo, rilevato a partire dal Reddito operativo al} \\ & \quad \text{netto delle imposte;} \\ \text{Fcfe} & = \text{Flusso di cassa per gli azionisti, rilevato a partire dal Reddito netto;} \\ \text{WACC} & = \text{Costo medio ponderato del capitale;} \\ K_e & = \text{Costo del capitale proprio.} \end{array}$$

### **e) Metodo dei Multipli**

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

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

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

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

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

Nella prassi si possono osservare due tipologie di multipli:

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

Tra i primi si citano, in particolare:

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

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

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

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

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

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

## **STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETA': SCELTA DEI CRITERI E DEI METODI DI VALUTAZIONE**

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

## IL REDDITO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE

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

$$W = \text{PNR} + a_{n,i} \cdot (R - i \cdot \text{PNR})$$

Dove:

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

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

***R*** = Reddito medio - normale atteso (sostenibile);

***a<sub>n,i</sub>*** = Funzione di attualizzazione di una rendita posticipata, di rata costante pari al sovrareddito o sottoreddito ( $R - i \cdot \text{PNR}$ ), avente durata di  $n$  anni al tasso  $i$ ;

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

***i'*** = Tasso finanziario di attualizzazione del sovrareddito o sottoreddito.

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

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

## PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

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

### a) Identificazione del Patrimonio Netto contabile;

La misura del Patrimonio Netto contabile trasferito viene determinata come differenza tra il valore contabile delle attività e quello delle passività oggetto di conferimento. Alla data del 30 giugno 2015 il Patrimonio Netto contabile dell'azienda risulta pari ad Euro 12.877.748.

### b) Accertamento delle eventuali differenze tra il valore corrente ed il valore contabile delle attività e delle passività patrimoniali;

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

### c) Calcolo della fiscalità figurativa sulle eventuali differenze accertate;

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

### d) Calcolo del Patrimonio Netto Rettificato

Sulla base delle rettifiche sopra illustrate, il Patrimonio Netto dell'azienda risulta pari ad Euro 13.405.799.

## ATTIVO

### IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI

Le immobilizzazioni immateriali sono iscritte in bilancio al loro costo di acquisto, comprensivo dei costi accessori di diretta imputazione ad esse relativi. Nel costo non sono inclusi oneri finanziari né altri costi che non siano specificatamente attribuibili alle immobilizzazioni stesse.

Gli ammortamenti sono effettuati a quote costanti in via diretta in base ad un piano di ammortamento definito in relazione all'utilità futura degli stessi costi o, in mancanza, in un periodo non superiore a 5 anni.

Ai fini della perizia si ritiene che il valore contabile delle concessioni, licenze, marchi e diritti simili debba essere svalutato.

| <i>Valori in Euro</i>                                   |                   |                   |                   |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Immobilizzazioni Immateriali</b>                     | <b>Book value</b> | <b>Rettifiche</b> | <b>Fair Value</b> |
| Concessioni, licenze, marchi e diritti di utilizzazione | 93.202            | (93.202)          | -                 |
| Immobilizzazioni immateriali in corso e acconti         | 403.875           | -                 | 403.875           |
| Altre   | 1.584.077         | -                 | 1.584.077         |
| <b>Totale Immobilizzazioni Immateriali</b>              | <b>2.081.154</b>  | <b>(93.202)</b>   | <b>1.987.952</b>  |

La voce "Immobilizzazioni in corso ed acconti" sono costituite dagli interventi propedeutici alla realizzazione del nuovo impianto di trattamento dell'organico per il quale è stata sottoscritta la convenzione del 30.03.2015 con l'ATO Toscana Costa la quale si prevede che *"prima dell'affidamento del servizio e del subentro nella realizzazione e/o gestione dell'impianto, a Geofor dovrà essere corrisposto dal nuovo gestore un indennizzo pari al valore contabile non ancora ammortizzato dell'impianto, intendendo per valore contabile anche quello imputato alle immobilizzazioni in corso qualora il subentro avvenisse prima dell'entrata in funzione a regime dell'impianto, al netto dei contributi pubblici già percepiti e direttamente riferibili all'impianto medesimo"*.

### IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

Le immobilizzazioni materiali sono iscritte in bilancio al costo sostenuto per l'acquisto, comprensivo degli oneri accessori di diretta imputazione ad esse relativi e delle eventuali rivalutazioni effettuate in applicazione di specifiche leggi.

Per le immobilizzazioni acquistate nel corso dell'esercizio le aliquote di ammortamento applicate sono state ridotte alla metà al fine di tenere conto del ridotto apporto, sia temporale che produttivo, delle stesse all'andamento dell'esercizio.

| <i>Valori in Euro</i>                         |                   |                   |                   |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Immobilizzazioni Materiali</b>             | <b>Book value</b> | <b>Rettifiche</b> | <b>Fair Value</b> |
| Terreni e fabbricati                          | 150.434           | -                 | 150.434           |
| Impianti e macchinari                         | 2.084.312         | -                 | 2.084.312         |
| Attrezzature                                  | 1.065.139         | -                 | 1.065.139         |
| Altri beni                                    | 27.762            | -                 | 27.762            |
| Immobilizzazioni materiali in corso e acconti | 82.830            | -                 | 82.830            |
| <b>Totale Immobilizzazioni Materiali</b>      | <b>3.410.478</b>  | <b>-</b>          | <b>3.410.478</b>  |

Ai fini della perizia si ritiene che il valore contabile corrisponda al reale valore di realizzo.

## BENI IN LEASING

Non vi sono beni in leasing.

## IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE

La voce è così composta:

| <i>Valori in Euro</i>                      |                   |                   |                   |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Immobilizzazioni Finanziarie</b>        | <b>Book value</b> | <b>Rettifiche</b> | <b>Fair Value</b> |
| Partecipazioni                             | 1.508.742         | 881.000           | 2.389.742         |
| Crediti vs Altri                           | 343.651           | -                 | 343.651           |
| Altri Titoli                               | 21.593            | -                 | 21.593            |
| <b>Totale Immobilizzazioni Immateriali</b> | <b>1.873.986</b>  | <b>881.000</b>    | <b>2.754.986</b>  |

La voce "crediti vs. altri" rappresenta le cauzioni versate ai fornitori, a seguito della sottoscrizione con il comune di Fauglia di un accordo per il piano di rientro del pregresso.

La voce "altri titoli" concerne la cauzione versata per il contratto di locazione dell'area sulla quale è situato il centro di raccolta di Tirrenia.

Per quanto riguarda la voce "Partecipazioni" si riporta di seguito un dettaglio:

| <i>Valori in Euro</i>                     |                   |                   |                   |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Partecipazioni</b>                     | <b>Book value</b> | <b>Rettifiche</b> | <b>Fair Value</b> |
| Banca di Credito Coop. Di Forte dei Marmi | 553               | -                 | 553               |
| Pisa Energia Scrl                         | 831               | -                 | 831               |
| Revet Spa                                 | 1.500.000         | 881.000           | 2.381.000         |
| Ti Forma Scrl                             | 1.238             | -                 | 1.238             |
| ECO Srl                                   | 6.120             | -                 | 6.120             |
| <b>Totale Partecipazioni</b>              | <b>1.508.742</b>  | <b>881.000</b>    | <b>2.389.742</b>  |

Ai fini della presente perizia si è ritenuto di dover adeguare il valore della partecipazione in Revet S.p.A. al valore del Patrimonio Netto della medesima società (al 31 dicembre 2014, ultimo dato disponibile) opportunamente ponderato per la percentuale di possesso di Geo-for (12,07%). Tale adeguamento comporta un adeguamento lordo, al rialzo, per Euro 881.000.

## ATTIVITA' FINANZIARIE CHE NON COSTITUISCONO IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE

La voce dal bilancio risulta così composta:

| <i>Valori in Euro</i>  |                   |                   |                   |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Attività Finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</b> | <b>Book value</b> | <b>Rettifiche</b> | <b>Fair Value</b> |
| Altre partecipazioni   | 391               | (391)             | -                 |
| <b>Totale Attività Finanziarie che non costituiscono immob</b>     | <b>391</b>        | <b>(391)</b>      | <b>-</b>          |



Trattasi di quote di partecipazione in una società operante nel settore (Consorzio Toscana Ricicla). Ad oggi il Consorzio Toscana Ricicla risulta in liquidazione ed Geofor attende l'approvazione del Bilancio finale di liquidazione ed il relativo prospetto di riparto.

In ottica prudenziale si ritiene di dover completamente svalutare tale posta di bilancio.

## MAGAZZINO

Per quanto riguarda la voce “magazzino”, essa risulta composta da materie prime, sussidiarie e di consumo e sono valutati con il metodo del FIFO.

| <i>Valori in Euro</i>             |                   |                   |                   |
|-----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Rimanenze</b>                  | <b>Book value</b> | <b>Rettifiche</b> | <b>Fair Value</b> |
| Materie prime, suss. e di consumo | 1.140.359         | -                 | 1.140.359         |
| <b>Totale Rimanenze</b>           | <b>1.140.359</b>  | <b>-</b>          | <b>1.140.359</b>  |

Il valore contabile viene confermato anche ai fini della perizia.

## CREDITI COMMERCIALI

Si riporta di seguito un dettaglio della voce “Crediti commerciali”:

| <i>Valori in Euro</i>             |                   |                   |                   |
|-----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Crediti Commerciali</b>        | <b>Book value</b> | <b>Rettifiche</b> | <b>Fair Value</b> |
| Crediti vs Clienti Privati        | 1.303.071         | -                 | 1.303.071         |
| Crediti vs Comuni                 | 15.595.133        | -                 | 15.595.133        |
| Crediti vs Clienti TIA            | 4.877.198         | -                 | 4.877.198         |
| Fatture da emettere               | 3.307.230         | -                 | 3.307.230         |
| Incassi TIA da rimborsare         | (40.212)          | -                 | (40.212)          |
| Incassi TIA da imputare           | (36.093)          | -                 | (36.093)          |
| Incassi TIA BancoPosta            | (1.989)           | -                 | (1.989)           |
| Riscossio coattiva - GE.F.I.L.    | (21.253)          | -                 | (21.253)          |
| Note di credito da emettere       | (3.658)           | -                 | (3.658)           |
| Fondo svalutazione crediti        | (76.285)          | (7.190)           | (83.475)          |
| <b>Totale Crediti Commerciali</b> | <b>24.903.142</b> | <b>(7.190)</b>    | <b>24.895.952</b> |

Si segnala che i Crediti vs Clienti TIA sono stati oggetto di una svalutazione negli anni scorsi per complessivi Euro 14.529.778,57:

- per Euro 11.225.777,01 nel 2012;
- per Euro 2.650.275,15 nel 2013;
- per Euro 517.689,04 nel 2014;
- per Euro 136.037,37 nel bilancio al 30.6.2015.

Pertanto si significa che in luogo della contabilizzazione del credito per la tariffa sui rifiuti di Euro 19.406.976,39 (ossia Euro 4.877.197,82 + Euro 14.529.778,57) e del fondo svalutazione crediti di Euro 14.606.063,92 (ossia Euro 14.529.778,57 + Euro 76.285,35, con il che il fondo rappresenterebbe il 75,27% dell'ammontare dei crediti), sono iscritti i crediti al presumibili valore di realizzo pari ad Euro 4.877.197,82 e il fondo svalutazione crediti di Euro 76.285,35.

Ai fini della perizia si ritiene che il valore contabile dei crediti v/TIA sia da ritenersi congruo anche in funzione dei recuperi che si potranno verificare in futuro sulle posizioni già portate a perdita, la cui riscossione è affidata agli organi competenti (Equitalia).

Per quanto concerne i crediti v/Privati, si è ritenuto di effettuare una svalutazione pari a Euro 7.189,9 in funzione della tabella sotto riportata:

| Cliente                            | Importo crediti    | Q.ta | Importo Svalutato | Q.ta | Svalutaz. Aggiuntiva | Svalutazione tot. |
|------------------------------------|--------------------|------|-------------------|------|----------------------|-------------------|
| <b>Crediti vs. Clienti Privati</b> |                    |      |                   |      |                      |                   |
| - corrente                         | 991.677,5          | 0%   | -                 | 0%   | -                    | -                 |
| - scaduto da meno di 2 mesi        | 201.590,4          | 0%   | -                 | 0%   | -                    | -                 |
| - scaduto tra 2 e 3 mesi           | 4.133,5            | 0%   | -                 | 25%  | 1.033,4              | 1.033,4           |
| - scaduto tra 3 e 4 mesi           | 2.603,7            | 0%   | -                 | 25%  | 650,9                | 650,9             |
| - scaduto da 4 a 6 mesi            | 7.841,7            | 0%   | -                 | 25%  | 1.960,4              | 1.960,4           |
| - scaduto da oltre 6 mesi          | 95.224,3           | 0%   | -                 | 50%  | 3.545,1              | 3.545,1           |
| <b>Totale clienti privati</b>      | <b>1.303.071,0</b> |      | <b>-</b>          |      | <b>7.189,9</b>       | <b>7.189,9</b>    |

Per quanto concerne l'importo scaduto da oltre 6 mesi, si è ritenuto di non dover porre a svalutazione una quota pari a Euro 88.134 pari all'importo vantato nei confronti del Gestore dei Servizi Elettrici (GSE).

## ALTRI CREDITI

La voce espressa a bilancio è così composta:

Valori in Euro

| Altri Crediti                    | Book value       | Rettifiche | Fair Value       |
|----------------------------------|------------------|------------|------------------|
| Anticipo riacquisto azioni Revet | 168.973          | -          | 168.973          |
| CRT Prev. L 335 su T.F.M.        | 400              | -          | 400              |
| Crediti diversi                  | 73.586           | -          | 73.586           |
| Acconto INAIL                    | 1.033.626        | -          | 1.033.626        |
| Crediti v/ATO                    | 39.352           | -          | 39.352           |
| Crediti v/Regione                | 110.480          | -          | 110.480          |
| Crediti v/s INAIL per infortuni  | 4.512            | -          | 4.512            |
| <b>Totale Altri Crediti</b>      | <b>1.430.929</b> | <b>-</b>   | <b>1.430.929</b> |

La voce principale che la compone è rappresentata dall'Acconto INAIL per un importo pari a Euro 1.033.626.

Ai fini della perizia si ritiene che il valore contabile corrisponda al reale valore di realizzo.

## CREDITI TRIBUTARI

La voce a bilancio è così composta:

Valori in Euro

| Crediti Tributarî                                | Book value       | Rettifiche | Fair Value       |
|--|------------------|------------|------------------|
| Erario c/IVA                                     | 1.619.632        | -          | 1.619.632        |
| Erario IRES c/ritenute interessi                 | 3.780            | -          | 3.780            |
| Erario c/IRES-IRAP istanze di rimborso           | 268.509          | -          | 268.509          |
| Acconti IRAP                                     | 236.343          | -          | 236.343          |
| Acconti IRES                                     | 107.285          | -          | 107.285          |
| Crediti vs Erario cod. trib. 1655 - D.L. 66/2014 | 1.625            | -          | 1.625            |
| Altri crediti tributari                          | 311.090          | -          | 311.090          |
| Imposte anticipate                               | 1.257.896        | -          | 1.257.896        |
| <b>Totale Crediti Tributarî</b>                  | <b>3.806.160</b> | <b>-</b>   | <b>3.806.160</b> |

Il valore contabile viene confermato anche ai fini della perizia.

## DISPONIBILITÀ LIQUIDE

Sono così composte:

*Valori in Euro*

| Disponibilità liquide               | Book value       | Rettifiche | Fair Value       |
|-------------------------------------|------------------|------------|------------------|
| Depositi bancari e postali          | 4.849.674        | -          | 4.849.674        |
| Denaro e valori in cassa            | 6.034            | -          | 6.034            |
| <b>Totale Disponibilità liquide</b> | <b>4.855.708</b> | <b>-</b>   | <b>4.855.708</b> |

Il valore contabile viene confermato anche ai fini della perizia.

## RATEI E RISCONTI ATTIVI

*Valori in Euro*

| Ratei e risconti attivi               | Book value     | Rettifiche | Fair Value     |
|---------------------------------------|----------------|------------|----------------|
| Risconti Attivi                       | 224.880        | -          | 224.880        |
| <b>Totale Ratei e risconti attivi</b> | <b>224.880</b> | <b>-</b>   | <b>224.880</b> |

La posta di bilancio “risconti attivi” si riferisce per Euro 145.916 a premi assicurativi, per Euro 21.256 a imposte e tasse, per Euro 19.640 per tassa di circolazione e per Euro 38.069 per altri Risconti Attivi.

Il valore contabile viene confermato anche ai fini della perizia.

## PASSIVO

### TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO

La voce comprende quanto maturato in base alle norme di legge dai dipendenti in forza a Geofor alla data del 30 giugno 2015.

*Valori in Euro*

| TFR               | Book value       | Rettifiche | Fair Value       |
|-------------------|------------------|------------|------------------|
| TFR               | 3.280.451        | -          | 3.280.451        |
| <b>Totale TFR</b> | <b>3.280.451</b> | <b>-</b>   | <b>3.280.451</b> |

Il valore contabile viene confermato anche ai fini della perizia.

### ALTRI FONDI

La voce al 30.06.2015 risulta così composta:

*Valori in Euro*

| Altri fondi                | Book value       | Rettifiche | Fair Value       |
|----------------------------|------------------|------------|------------------|
| Altri fondi rischi e oneri | 24.215           | -          | 24.215           |
| Fondo rischi contenzioso   | 3.225.530        | -          | 3.225.530        |
| <b>Totale Altri fondi</b>  | <b>3.249.746</b> | <b>-</b>   | <b>3.249.746</b> |

La posta in bilancio “Fondo rischi contenzioso” pari a Euro 3.225.530, per un importo di Euro 3.165.740,73 fa riferimento al contenzioso con l’Autorità per l’Energia Elettrica e il Gas.

Al riguardo si deve precisare che è tuttora pendente dinanzi al Consiglio di Stato il ricorso avverso la sentenza del TAR Lombardia che ha condannato la società a rimborsare al Gestore dei Servizi Elettrici (GSE) complessivamente Euro 3.165.740,73. Corre l’obbligo di segnalare che il consiglio di Stato con la sentenza n. 5946/2014 in un procedimento analogo si è pronunciato condannando il gestore dell’impianto di produzione di energia elettrica a rimborsare il GSE.

## DEBITI VERSO ISTITUTI DI PREVIDENZA

La voce alla data del 1 febbraio 2014 è iscritta a bilancio al presumibile valore di estinzione.

*Valori in Euro*

| Debiti vs Ist. Previdenziali               | Book value       | Rettifiche | Fair Value       |
|--|------------------|------------|------------------|
| Debiti v/Istituti di prev.e sic.sociale    | 1.799.452        | -          | 1.799.452        |
| <b>Totale Debiti vs Ist. Previdenziali</b> | <b>1.799.452</b> | <b>-</b>   | <b>1.799.452</b> |

Il valore contabile viene confermato anche ai fini della perizia.

## DEBITI VERSO FORNITORI

La voce è iscritta a bilancio al presumibile valore di estinzione, ed così composta:

*Valori in Euro*

| Debiti vs Fornitori               | Book value        | Rettifiche | Fair Value        |
|-----------------------------------|-------------------|------------|-------------------|
| Note di Credito da ricevere       | (16.604)          | -          | (16.604)          |
| Fornitori                         | 11.540.769        | -          | 11.540.769        |
| Debiti vs Equitalia               | 6.174             | -          | 6.174             |
| Realizzazione stazioni ecologiche | 488.076           | -          | 488.076           |
| Debiti vs Comune di Pontedera     | 3.050             | -          | 3.050             |
| Fatture da ricevere               | 3.070.759         | -          | 3.070.759         |
| <b>Totale Debiti vs Fornitori</b> | <b>15.092.223</b> | <b>-</b>   | <b>15.092.223</b> |

Il valore contabile viene confermato anche ai fini della perizia, in quanto pari al presumibile valore di estinzione.

## DEBITI TRIBUTARI

La voce è iscritta a bilancio al presumibile valore di estinzione, ed così composta:

Valori in Euro

| Debiti Tributari                       | Book value       | Rettifiche | Fair Value       |
|--|------------------|------------|------------------|
| IVA corrispettivi TIA                  | 5.929            | -          | 5.929            |
| IVA c/vendite esigibilità differita    | 55.796           | -          | 55.796           |
| Debiti per addizionale provinciale TIA | 137.891          | -          | 137.891          |
| Imposta rivalutazione TFR              | 3.831            | -          | 3.831            |
| Erario c/IRAP                          | 173.511          | -          | 173.511          |
| Erario c/IRES                          | 721.595          | -          | 721.595          |
| Altri debiti vs Erario                 | 296.957          | -          | 296.957          |
| <b>Totale Debiti Tributari</b>         | <b>1.395.511</b> | <b>-</b>   | <b>1.395.511</b> |

Il valore contabile viene confermato anche ai fini della perizia.

## ALTRI DEBITI

La voce è iscritta a bilancio al presumibile valore di estinzione, ed così composta:

Valori in Euro

| Altri Debiti                         | Book value       | Rettifiche | Fair Value       |
|--------------------------------------|------------------|------------|------------------|
| Debiti vs Altri                      | 110.045          | -          | 110.045          |
| Debiti vs Comuni                     | 1.555.615        | -          | 1.555.615        |
| Debiti vs Dipendenti e Collaboratori | 1.250.910        | -          | 1.250.910        |
| Debiti vs contribuenti               | 12.864           | -          | 12.864           |
| Depositi cauzionali da clienti       | 73.863           | -          | 73.863           |
| Sindacati quote associative          | 3.518            | -          | 3.518            |
| Debiti vs contribuenti TARES         | 539              | -          | 539              |
| Debiti dilazionati                   | 60               | -          | 60               |
| Debiti vs Comuni per TARI            | 901.932          | -          | 901.932          |
| <b>Totale Altri Debiti</b>           | <b>3.909.346</b> | <b>-</b>   | <b>3.909.346</b> |

Il valore contabile viene confermato anche ai fini della perizia.

## RATEI E RISCONTI PASSIVI

La voce “risconti passivi” si riferisce alle quote di competenza di anni successivi dei contributi in conto impianti ricevuti dall'ATO Toscana Costa per la realizzazione dell'impianto di trattamento dell'organico nonché dei contributi da parte della Regione Toscana per l'acquisto delle campane verdi per la raccolta degli imballaggi in vetro.

Valori in Euro

| Ratei e risconti passivi               | Book value       | Rettifiche | Fair Value       |
|--|------------------|------------|------------------|
| Risconti passivi                       | 2.122.712        | -          | 2.122.712        |
| <b>Totale Ratei e risconti passivi</b> | <b>2.122.712</b> | <b>-</b>   | <b>2.122.712</b> |

## DEBITI VERSO BANCHE

La Società non presenta indebitamento Bancario.

## PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO – VALORI IN SINTESI

Sulla base di quanto puntualmente analizzato nelle pagine precedenti, si riassumono le varie voci oggetto di valutazione con evidenza dei saldi risultanti dalla contabilità e dalle

rettifiche apportate per ottenere il Patrimonio Netto Rettificato alla data del 30 giugno 2015.

| GEOFOR S.p.A. - Valutazione Metodo Patrimoniale Semplice           |              |                           |                   |
|--|--------------|---------------------------|-------------------|
| <b>Valore Netto contabile Patrimonio Netto</b>                     |              |                           | <b>12.877.748</b> |
| <u>Immobilizzazioni Immateriali</u>                                |              |                           |                   |
| <i>book value</i>  | (2.081.154)  | Plus/(minus) valore lordo | (93.202)          |
| <i>fair value</i>  | 1.987.952    | Effetto fiscale           | 30.123            |
| <b>Plus/(minus) valore netto</b>                                   |              |                           | <b>(63.079)</b>   |
| <u>Immobilizzazioni Finanziarie</u>                                |              |                           |                   |
| <i>book value</i>  | (1.873.986)  | Plus/(minus) valore lordo | 881.000           |
| <i>fair value</i>  | 2.754.986    | Effetto fiscale           | (284.739)         |
| <b>Plus/(minus) valore netto</b>                                   |              |                           | <b>596.261</b>    |
| <u>Crediti Commerciali</u>   |              |                           |                   |
| <i>book value</i>  | (24.903.142) | Plus/(minus) valore lordo | (7.190)           |
| <i>fair value</i>  | 24.895.952   | Effetto fiscale           | 2.324             |
| <b>Plus/(minus) valore netto</b>                                   |              |                           | <b>(4.866)</b>    |
| <u>Attività Finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</u> |              |                           |                   |
| <i>book value</i>  | (391)        | Plus/(minus) valore lordo | (391)             |
| <i>fair value</i>  | -            | Effetto fiscale           | 126               |
| <b>Plus/(minus) valore netto</b>                                   |              |                           | <b>(265)</b>      |
| <b>Patrimonio Netto Rettificato al 30.06.2015</b>                  |              |                           | <b>13.405.799</b> |

## REDDITO MEDIO NORMALIZZATO

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

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

Nel presente caso sono stati utilizzati i dati di utile netto relativi agli esercizi 2013-2014 e al dato del primo semestre 2015, opportunamente rettificati alla luce delle considerazioni sopra esposte.

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

1. sono state stornate le voci di natura straordinaria;
2. sono stati stornati i compensi corrisposti agli Amministratori ed ai Sindaci;
3. sono stati stornati gli accantonamenti previsti nell’analisi dei crediti commerciali;
4. calcolo delle imposte sulla base del carico fiscale Storico della società.

In considerazione del ridotto lasso di tempo preso in considerazione, non si è considerato l’effetto distorsivo dell’inflazione.

Per omogeneità con il dato infrannuale al 30.06.2015, gli utili normalizzati relativi agli esercizi 2013-2014 sono stati dimezzati, considerando pertanto i relativi quattro semestri teorici:

1. I Semestre 2013: 30/06/2013;
2. II Semestre 2013: 31/12/2013;
3. I Semestre 2014: 30/06/2014;
4. II Semestre 2014: 31/12/2014.

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

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

Valori in Euro

| <b>Determinazione del reddito normalizzato</b> | <b>30/06/2013</b> | <b>31/12/2013</b> | <b>30/06/2014</b> | <b>31/12/2014</b> | <b>30/06/2015</b> |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Reddito ante imposte                           | 487.071           | 487.071           | 1.371.096         | 1.371.096         | 3.268.666         |
| Imposte sul reddito                            | (250.306)         | (250.306)         | (634.796)         | (634.796)         | (1.057.600)       |
| <b>Risultato netto di esercizio</b>            | <b>236.764</b>    | <b>236.764</b>    | <b>736.300</b>    | <b>736.300</b>    | <b>2.211.067</b>  |
| <u>Rettifiche:</u>                             |                   |                   |                   |                   |                   |
| Componenti straordinarie                       | (423.445)         | (423.445)         | (44.230)          | (44.230)          | (545.325)         |
| Emolumento amministratori e sindaci            | 196.964           | 196.964           | 198.355           | 198.355           | 177.151           |
| Accantonamenti previsti                        | -                 | -                 | -                 | -                 | (7.190)           |
| <b>Utile ante imposte rettificato</b>          | <b>260.590</b>    | <b>260.590</b>    | <b>1.525.221</b>  | <b>1.525.221</b>  | <b>2.893.302</b>  |
| Imposte sul reddito normalizzato               | (105.497)         | (105.497)         | (617.470)         | (617.470)         | (1.171.323)       |
| <b>Risultato Netto Normalizzato</b>            | <b>155.093</b>    | <b>155.093</b>    | <b>907.751</b>    | <b>907.751</b>    | <b>1.721.979</b>  |
| <b>Media</b>                                   |                   |                   |                   |                   | <b>769.533</b>    |

La media semplice degli utili semestrali normalizzati così calcolati risulta positivo e pari a circa Euro 769.533.

Si ritiene tale valore indicativo della capacità reddituale netta media conseguita dall'azienda oggetto di conferimento e, pertanto, da prendere a riferimento ai fini della determinazione del sovrareddito o sottoreddito.

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

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

- *Tasso i di remunerazione "normale" del capitale di rischio*

Il tasso i è comunemente definito come il rendimento atteso dal capitale di rischio investito in un'impresa di caratteristiche normali (o, meglio, nel portafoglio costituito da più imprese

aventi caratteristiche di rischio tra loro compatibili) inserita nel settore in cui si colloca l'impresa da valutare.

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

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

Alla data del 30 giugno 2015 la media degli ultimi tre anni di tale titolo risultava con un rendimento pari a circa il 2,34%, semestralizzato pari al 1,17%.

Allo stesso è stato sommato uno spread di tasso rappresentativo del premio per il rischio d'impresa pari al 6,00%, in grado di riflettere il maggiore rischio che caratterizza gli investimenti di capitale in un'attività come quella svolta dal ramo d'azienda.

$$i_{\text{annuale}} = r_f + s = 2,34\% + 7,18\% = 9,52\%$$

$$i_{\text{semestrale}} = r_f + s = 1,17\% + 3,59\% = 4,76\%$$

Si determina, pertanto, il tasso di remunerazione normale del capitale di rischio  $i$  nella misura del 4,76% semestrale. Tale valore si colloca altresì all'interno del range di valori suggeriti dalla dottrina prevalente (Cfr. L. Guatri).

- *Tasso "i" di attualizzazione del sovrareddito o sottoreddito*

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

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

Ai fini della presente valutazione, in conformità a quanto suggerito dalla dottrina (Cfr. L. Guatri, La valutazione delle aziende: teoria e pratica nei Paesi avanzati a confronto, EGEA Ed. 1994), è stato ritenuto opportuno adottare la prima soluzione.

Sulla base di quanto precede, il tasso "i" di attualizzazione è stabilito nella misura del 0,64%, ovvero il rendimento del BTP a 3 anni alla data del 30 giugno 2015.



## DETERMINAZIONE DEL SOVRAREDDITO

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

In relazione al Patrimonio Netto Rettificato individuato precedentemente, si stima un rendimento medio atteso semestrale dell'investimento di tale capitale pari a Euro 59.456, così definito:

$$i_{\text{semestrale}} \times \text{PNR} = 4,76\% \times 13.405.799 = 638.225$$

Confrontando tale valore con quello espressivo della capacità reddituale media individuata per l'azienda, si ottiene:

$$(R - i_{\text{semestrale}} \times \text{PNR}) = (769.533 - 638.225) = 131.308$$

| Stima dell'Equity Value                          |                   |
|--|-------------------|
| <b>Patrimonio Netto Rettificato</b>              | <b>13.405.799</b> |
| <i>BTP 10 anni (Rf) - semestrale</i>             | <i>1,17%</i>      |
| <i>Premio per il rischio (ERP) - semestrale</i>  | <i>3,59%</i>      |
| <b>Tasso di rendimento del PNR (Ke) - 6 mesi</b> | <b>4,76%</b>      |
| <b>Rendimento atteso - semestrale</b>            | <b>638.225</b>    |
| <b>Rendimento medio</b>                          | <b>769.533</b>    |
| <b>Sovrarreddito</b>                             | <b>131.308</b>    |

## NUMERO DI ANNI

L'applicazione del metodo misto Patrimoniale - Reddituale implica la determinazione del numero di semestri  $n$ , ossia della durata attesa del sovrareddito o sottoreddito.

La dottrina suggerisce valori di  $n$  che variano da 3 a 5 anni; per aziende dotate di stabile redditività, per le quali le attese di sovrareddito possono spingersi anche al di là del quinquennio, il valore di  $n$  viene elevato a 8 - 10 anni.

In considerazione del fatto che l'azienda oggetto di conferimento presenta comunque valide prospettive reddituali, si ritiene corretto determinare in 5 semestri (ovvero 2,5 anni) il valore di  $n$ , che si colloca al limite del range di valori suggeriti dalla dottrina prevalente.

Pertanto, tenuto conto che il tasso  $i'$  di attualizzazione è stabilito nella misura del 0,64% ed  $n$  è pari a 5 semestri, si ottiene un coefficiente moltiplicativo del sovrareddito pari a 4,905415.

Pertanto si ottiene:

$$131.308 \times 4,905415 = 644.120$$

Sulla base di tale calcolo l'avviamento viene quindi determinato in Euro 644.120.

## CALCOLO DEL VALORE CORRENTE TEORICO

Sulla scorta di quanto precede, si ritiene che il valore corrente teorico del capitale economico W dell'azienda oggetto di conferimento con riferimento al 30 giugno 2015 derivante dall'applicazione del metodo misto Patrimoniale - Reddittuale sia pari all'importo di Euro 14.049.919.

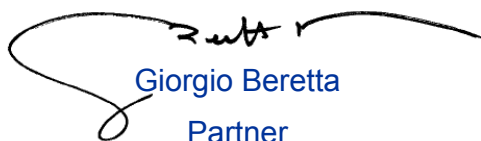
| Stima dell'Equity Value                           |                   |
|---|-------------------|
| <b>Patrimonio Netto Rettificato</b>               | <b>13.405.799</b> |
| <i>BTP 10 anni (Rf) - semestrale</i>              | <i>1,17%</i>      |
| <i>Premio per il rischio (ERP) - semestrale</i>   | <i>3,59%</i>      |
| <b>Tasso di rendimento del PNR (Ke) - 6 mesi</b>  | <b>4,76%</b>      |
| <b>Rendimento atteso - semestrale</b>             | <b>638.225</b>    |
| <b>Rendimento medio</b>                           | <b>769.533</b>    |
| <b>Sovrarreddito</b>                              | <b>131.308</b>    |
| <i>Tasso di attualizzazione del sovrarreddito</i> | <i>0,64%</i>      |
| <b>Fattore di attualizzazione - 5 semestri</b>    | <b>4,91</b>       |
| <b>Avviamento</b>                                 | <b>644.120</b>    |
| <b>Equity Value</b>                               | <b>14.049.919</b> |

## CONCLUSIONI

Premesso quanto sopra, ed in particolare riferimento al mandato conferitoci, il sottoscritto Dott. Giorgio Beretta, in qualità di Partner della Società BDO Italia S.p.A. autorizzata ai sensi della Legge 1966 n. 39, registrata presso il Registro dei Revisori Legali al n. 167911 con D.M. del 15/03/2013 G.U. n. 26 del 02/04/2013 sulla base delle considerazioni sin qui svolte, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2343-ter, comma 2, lett. b) del Codice Civile, attesta che il valore dell'azienda oggetto di conferimento è pari ad **Euro 14.050.000**. Ciò ai fini della determinazione del capitale sociale e del sovrapprezzo della società conferitaria Geofor S.p.A..

*Milano, 06 novembre 2015*

BDO Italia S.p.A.



Giorgio Beretta  
Partner